



INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER

Cristian Kiefer Da Silva¹
Telder Andrade Lage²

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o *insider trading*, expressão em inglês, utilizada em todo o mundo, para se referir ao fenômeno que o legislador brasileiro optou por chamar de “uso indevido de informação privilegiada”. Nesse sentido, quando se analisa a responsabilidade civil e criminal do *insider*, é preciso observar que tal prática traz uma sensação de insegurança ao mercado, e gera uma conseqüente diminuição dos investimentos realizados, o que sinaliza sérios prejuízos ao mercado de capitais, afetando toda a economia do país. Notadamente, é importante registrar que qualquer pessoa que faça uso de informações privilegiadas, visando auferir vantagem no mercado de capitais, poderá ser responsabilizada pela conduta, independentemente de saber ou não que a informação sobre a qual pautou a negociação é privilegiada.

Palavras-chave: Insider Trading; Responsabilidade Civil; Responsabilidade Criminal.

INSIDER TRADING: A REALITY IN THE LIGHT OF BRAZILIAN LAW AND CIVIL AND CRIMINAL RESPONSIBILITY OF THE INSIDER

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze the insider trading, used in the whole world, to refer to the phenomenon that the Brazilian legislature has chosen to call "undue use of inside information". In this sense, when analyzing the civil and criminal liability of the insider, it is necessary to observe that this practice brings a sense of insecurity to the market, and it generates a consequent decrease of the investments made, which signifies serious damages to the capital market, affecting all the Economy. Notably, it is important to note that anyone who uses

¹ Pós-doutorando em Direito pela PUC Minas. Doutor em Direito pela PUC Minas. Mestre em Direito pela PUC Minas. Especialista em Direito Processual pelo CEAJUFE. Graduado em Direito pela Universidade José do Rosário Vellano. Graduado em Administração pela PUC Minas. Pesquisador em Direito na Faculdade Mineira de Direito da PUC Minas. É Professor Titular da Escola de Direito do Centro Universitário Newton. É Professor Adjunto da Escola de Direito do Centro Universitário UNA. É Professor Titular da Escola de Direito da Faculdade de Minas (FAMINAS-BH). É Professor da Pós-Graduação em Direito da Faculdade Estácio de Sá e do Instituto Universitário Brasileiro (IUNIB). Tem atuação na área de Direito, com ênfase em Direito Público, Direito Processual e Teoria do Direito. Membro associado do Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito (CONPEDI).

² Mestre em Direito Empresarial pelas Faculdades Milton Campos. Especialista em Direito Constitucional pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Especialista em Direito Internacional pelo Centro de Direito Internacional/Faculdade Milton Campos. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Direito dos Contratos do CEDIN/IAED. Professor de Arbitragem no programa de Pós-Graduação em Direito Internacional do CEDIN. Professor de Direito dos Contratos no programa de Pós-Graduação em Direito dos Contratos do IAED/CEDIN. Professor de Direito Civil e Empresarial no Centro Universitário UNA e Faculdade Una de Contagem. Professor de Direito Empresarial e Contratual na Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Professor de Direito Constitucional e Internacional Privado na Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Advogado com experiência na área de Direito Empresarial, Internacional e Constitucional.



privileged information to gain an advantage in the capital market may be held liable for conduct, regardless of whether or not the information on which the privileged.

Keywords: Insider Trading; Civil Responsibility; Criminal Responsibility.

1 INTRODUÇÃO

Analisando-se a estrutura do mercado de capitais, é possível verificar que algumas pessoas possuem acesso à determinadas informações relevantes, e isso é capaz de interferir na cotação de determinados valores mobiliários, uma vez que ainda não foram divulgadas. Tem-se, pois, que o acesso a estas informações pode induzir a pessoa que as detêm a, valendo-se de referido conhecimento, investir em determinados valores mobiliários, possuindo maior capacidade de prever a variação da cotação de tal título do que o outro participante com o qual negocia.

Nesse sentido, o uso das informações supra, caracteriza o *insider trading*, expressão em inglês, utilizada em todo o mundo, para se referir ao fenômeno que o legislador brasileiro optou por chamar de uso indevido de informação privilegiada. Pelo fato de ser mundialmente utilizada, sendo inclusive aceita pela doutrina brasileira, esta expressão apesar de não integrar o vernáculo, será utilizada durante todo o desenvolvimento deste trabalho. Ressalta-se, porém, que a tradução acima delineada (uso indevido de informação privilegiada), foi adotada pelo legislador brasileiro ao tipificar como crime a conduta acima.

Não obstante, a prática do *insider trading* não é benéfica ao mercado, visto que gera uma grande insegurança aos demais investidores, que não sabem se estão negociando com pessoas que têm acesso a um maior número de informações capazes de influenciar na cotação dos títulos negociados no mercado de valores mobiliários. Acarreta, portanto, uma sensação de insegurança ao mercado, com uma conseqüente diminuição dos investimentos realizados, o que traz sérios prejuízos ao mercado de capitais, afetando toda a economia do país. Fato este, que, exige a adoção de medidas preventivas e repressivas para minimizar ao máximo a prática de tal conduta.

No Brasil, a legislação que combate tal conduta vem evoluindo ao longo dos anos, existindo, inclusive, o crime de uso de informação privilegiada, previsto no art. 27-D, da Lei nº 6.385/1976. Contudo, ainda existem discussões acerca do alcance da proibição, bem como responsabilidade daquele que utiliza indevidamente dados sigilosos, ainda não divulgados, para auferir vantagem em transações no mercado de capitais. Neste ensejo, o presente artigo visa



abordar alguns dos principais aspectos atinentes à responsabilidade civil e penal do autor da conduta acima descrita.

2 O *INSIDER TRADING*

2.1 Conceito de *insider trading*

Como bem preleciona Francisco Antunes Maciel Müssnich, para que se entenda o conceito da expressão *insider trading* é preciso acompanhar o desenvolvimento das sociedades empresárias que compõem o mercado de capitais. Importante enfatizar que este autor entende que “o desenvolvimento da empresa moderna como principal instrumento do capitalismo foi sem dúvida o resultado da sua enorme versatilidade como modelo jurídico apropriado de organização” (MÜSSNICH, 1979, p. 31/32). Mais adiante Müssnich subdivide a história das sociedades integrantes do mercado de valores mobiliários em dois grandes períodos, sendo que no primeiro o empresário e a empresa confundiam-se, assim como confundiam-se as noções de administração e capital, ou seja, num primeiro momento o fundador ou os acionistas controladores eram os responsáveis direto pela administração das companhias abertas.

Já o segundo período caracterizou-se pelo surgimento dos administradores profissionais sendo que nesta fase, as funções usualmente atribuídas aos empresários, vão sendo “gradativamente transferidas a esta nova ‘classe’, cuja única função era administrar a empresa, muito embora, na maioria das vezes, nunca tivessem participado da sua criação ou ainda investido capital de risco” (MÜSSNICH, 1979, p. 31/32). Tal fato se deveu à alteração do mercado que exigiu um maior conhecimento técnico especializado na administração das companhias, a fim de que alcançassem lucros mais significativos, por isso, os poderes de decisão foram ao longo dos anos se transferindo dos acionistas para os administradores profissionais.

Pois bem, a alteração na forma de administração das sociedades empresárias acarretou o crescimento das mesmas, o que atraiu mais investidores para este mercado. Referidos investidores, como já delineado, não praticam diretamente atos de administração da companhia, possuindo como única preocupação a obtenção de lucro, que pode ser obtida através de dividendos ou da negociação dos valores mobiliários adquiridos. Porém, com esta nova estrutura das sociedades empresárias surgiu a preocupação de que seus administradores utilizassem de maneira desleal fatos relevantes, ainda não divulgados ao público, o que fez transparecer a necessidade de se criarem institutos jurídicos que protegessem os demais



investidores. Oportunamente, pede-se permissão para transcrever um trecho da obra de Müssnich:

Ficará evidente que a proximidade e conhecimento dos administradores, dos fatores e métodos de produção, possibilitavam a extração de informações privilegiadas, o que assim os colocava em uma situação de superioridade, em comparação com as demais pessoas que não possuíam o mesmo fácil acesso. Permitir a utilização desleal destas informações privilegiadas causaria sérios danos à eficiência do mercado e resultaria no enriquecimento ilícito de alguns às expensas dos outros. (MÜSSNICH, 1979, p. 32).

Ante o exposto, infere-se que neste momento surgiram os primeiros *insiders*, que são aquelas pessoas que possuem conhecimento de fato relevante de uma companhia integrante do mercado de capitais, e cuja divulgação necessariamente afetará a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia a qual se refere a informação privilegiada. Assim, a divulgação desta, alteraria a conduta dos demais participantes, que na sua posse adotariam postura diferente nas transações envolvendo os títulos emitidos pela companhia. Por óbvio que o surgimento da preocupação com o uso indevido destas informações levou à criação de mecanismos jurídicos que visavam impedir referida prática, é o que se extrai do seguinte trecho da obra de Müssnich:

Mesmo conhecendo os perigos que a utilização desleal de informações privilegiadas poderia trazer para os negócios mobiliários, os sistemas legais, sensíveis a este problema, se viram diante de um impasse, pois os administradores eram os únicos e capazes de dirigir as empresas. Era necessário assegurar-lhes uma certa liberdade para uma administração eficiente da empresa e para a elaboração de suas políticas de investimento. A curto prazo, o único meio de se atingir este objetivo, foi o de criar um instrumental jurídico tal, capaz de impedir que eles - os administradores - pudessem tirar proveito dessa situação privilegiada, tratando com rigor ainda maior as suas operações com os negócios da empresa. A longo prazo, pelos tribunais (principalmente nos Estados Unidos da América), com base em conceitos éticos, que originaram o dever de diligência e o dever de lealdade. (MÜSSNICH, 1979, p. 33).

Em verdade, realizada uma breve análise do contexto histórico que deu origem ao surgimento dos *insiders*, bem como do próprio *insider trading*, necessário analisar o conceito desta expressão. Tem-se que o *insider* pratica *insider trading* quando efetua transação envolvendo valores mobiliários da companhia da qual sabe de fato relevante ainda não divulgado aos demais investidores do mercado de capitais, e valendo-se da informação, prevê o comportamento do mercado quando de sua divulgação, e negocia valores da sociedade empresária visando auferir vantagem indevida para si ou para outrem.

Referida vantagem pode ser tanto o lucro oriundo da negociação de títulos no mercado de capitais (aquisição de valores mobiliários que irão valorizar após a divulgação do fato relevante), como também pode decorrer de negociações que visem evitar um prejuízo iminente.



INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER

Essa segunda hipótese, fica caracterizada quando o investidor, valendo-se de informação privilegiada, prevê que determinado título irá sofrer uma grande desvalorização e vende a outrem aqueles de sua propriedade, antes que a informação seja divulgada. Nesta linha são os ensinamentos de Newton de Lucca:

Esta expressão (*insider trading*), originária do direito norte-americano, é hoje internacionalmente conhecida e consagrada para designar as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste no aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores ignaros dessas mesmas informações. Se estes últimos tivessem ciência, em tempo oportuno, daquelas informações privilegiadas, ou não teriam realizado aquelas operações, ou as teriam celebrado em condições diversas. (LUCCA, 2005, p. 20).

Insta observar que, a prática de *insider trading*, além de violar diversos dispositivos do ordenamento jurídico brasileiro, como se demonstrará adiante, fere frontalmente princípios basilares do sistema jurídico, como o princípio da isonomia, da equidade, do não-enriquecimento sem causa e da boa-fé objetiva.

3 O INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO

3.1 A gênese e a evolução do combate ao *insider trading*

Conforme já demonstrado, o *insider trading* é o uso desleal de informações privilegiadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste, portanto, na utilização de fatos relevantes, ainda não divulgados, que quando tornados públicos causariam uma alteração no valor econômico de títulos emitidos por uma companhia, visando auferir vantagem indevida. No ordenamento jurídico brasileiro, vários são os dispositivos legais que regem a matéria, existindo normas repressivas e preventivas à prática do *insider trading*. As normas preventivas são aquelas que estabelecem o sistema de transparência da informação, ao passo que as normas repressivas se caracterizam por estabelecer sanções de natureza civil, penal ou administrativa à utilização de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais.

Tem-se, portanto, que normas preventivas dizem respeito ao dever dos administradores de informar ao público todas as informações relevantes das companhias, ao passo que as normas repressivas são aquelas que impõem sanções àqueles que praticam o *insider trading*. No direito brasileiro, o art. 157, da Lei nº 6.404/76, prevê que os administradores devem informar os títulos de emissão da companhia de que seja titular, bem como as alterações em sua posição acionária,



é exemplo claro de norma preventiva, ao passo que o art. 27-D da Lei nº 6.385/76 é exemplo expresso de norma repressiva, vez que trata do crime do uso indevido de informação privilegiada.

Ao verificar a regulamentação do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, José Marcelo Martins Proença ensina que a repressão à obtenção de vantagem indevidamente através de seu uso vem evoluindo bastante no ordenamento jurídico brasileiro. Acrescenta, ainda, que a legislação nacional consagrou os princípios inerentes aos deveres de diligência, de lealdade e de informar, pelo que o combate à prática de tal conduta pode ser considerado como produto natural destes princípios. Acerca do dever de informar, também conhecido como princípio da transparência, ou princípio do *disclosure* (como é denominado no direito norte-americano), tem-se que, para que o *insider trading* efetivamente seja evitado, faz-se necessária não só a divulgação dos fatos relevantes, mas a adoção das medidas necessárias para que todos os participantes do mercado de capitais tenham acesso simultâneo à nova informação divulgada. Esta é a lição de Luís Gastão Paes de Barros Leães:

O princípio do *disclosure* não se esgota apenas com a prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao *insider trading* é, destarte, corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores. Ora, adotado o princípio em tela pela legislação de mercado brasileiro, natural que se excogitasse da proibição do *insider trading* (LEÃES, 2005, p. 93/94).

Após a análise do dever de informar, necessário examinar os deveres de lealdade e diligência. Sendo que o primeiro se refere ao dever que os administradores possuem de exercer sua profissão sempre objetivando o bem da companhia, se furtando a usar em proveito próprio, oportunidades comerciais que surjam em virtude do cargo ocupado. Por outro lado, o dever de diligência está relacionado ao zelo que os administradores devem possuir no exercício profissional, devendo sempre agir de maneira cuidadosa, evitando possíveis falhas. Estes são os ensinamentos de Francisco Antunes Maciel Müssnich:

O dever de diligência é basicamente uma obrigação de caráter geral imposto aos administradores e pode ser definido como sendo o cuidado que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. No direito norte-americano, os tribunais julgam estes casos considerando as suas particularidades e prova de fraude, tem sido, invariavelmente, o fator determinante na solução destas lides. O dever de lealdade impede que os administradores usem em benefício próprio ou de outrem, as oportunidades comerciais que lhes são proporcionadas em decorrência do cargo que ocupam. O fundamento legal desta obrigação é que os administradores devem exercer suas funções no interesse da empresa tendo em vista a sua função social. (MÜSSNICH, 1979, p. 33).



Após o exame dos princípios, é importante demonstrar no presente trabalho a existência de razões de ordens éticas e econômicas para a proibição da prática do *insider trading*. As razões de cunho econômico decorrem do simples fato de que mercado de capitais eficiente é aquele em que os valores mobiliários possuem cotação que reflita exatamente as informações já divulgadas pela companhia. Além do que é necessário que os participantes possuam segurança de que não correm risco de negociar com outros integrantes que possuam informações relevantes ainda não divulgadas. Isso porque os investidores somente farão aporte de recursos em mercados cujos riscos existentes se limitem aos oriundos do próprio investimento.

Sinaliza-se, então, que o mercado de capitais além de ser mecanismo fundamental para o desenvolvimento da economia, é um importante veículo de captação de investimentos internacionais, e que o ingresso de capital estrangeiro numa economia pode trazer vários benefícios, dentre os quais destacam-se a melhora na imagem internacional do país; o fato de que com a entrada de divisas o governo pode financiar seu déficit por prazos maiores, e com taxa de juros reduzida; e o de que o aumento no fluxo de divisas propicia, às sociedades empresárias, uma maior facilidade para ampliação da produção e investimentos em imobilizado. Todavia, o investidor internacional, peça importantíssima para o desenvolvimento econômico de um país, é extremamente sensível à conjuntura internacional e somente deixa de investir em seu próprio mercado em busca de uma maior segurança (riscos menores) e maiores lucros. Assim, não restam dúvidas de que para que haja um bom funcionamento do mercado de capitais é necessário conferir o máximo de segurança possível aos seus participantes.

Destaca-se, ainda, que os mercados de capitais que asseguram maior proteção aos investidores são mais desenvolvidos, e que dentre as condições básicas para o seu desenvolvimento encontra-se a necessidade de uma ampla divulgação das informações, permitindo que os acionistas não controladores e demais investidores possuam informações adequadas sobre o valor da companhia, e, por conseguinte de seus fatos relevantes. Por outro lado, as razões éticas são patentes, à medida que é inegável a disparidade existente numa negociação em que um investidor tem acesso a mais informações do que aquele com quem negocia, sendo reprovável a obtenção de vantagens por meio do uso de informações privilegiadas, caracterizando, inclusive lesão ao princípio constitucional da isonomia.

Todavia, relevante destacar que o desenvolvimento do mercado de capitais influencia toda a economia de um país, razão pela qual sua regulação e proteção se tornam claro interesse



público, fato este que leva à inarredável conclusão de que o *insider trading* deve ser combatido de maneira eficaz, assegurando, assim, uma maior confiabilidade aos investidores.

Ademais, realizada esta prévia análise acerca dos fundamentos que dão azo ao combate à prática do *insider trading*, necessário esclarecer que no Brasil há uma clara tentativa de tornar o mercado de capitais cada vez mais eficiente naquilo que tange a divulgação de informações, tendo a CVM regulamentado a matéria em diversas instruções normativas, dentre as quais cita-se a mero título exemplificativo as instruções 480/09, 481/09, 488/10, dentre outras. Contudo, apesar da edição de recentes instruções que versam sobre a divulgação de informação no âmbito do mercado de capitais, tem-se que os principais dispositivos normativos de combate ao *insider trading* continuam sendo os arts. 153, 155, 156 e 157 da LSA, bem como a instrução normativa 358/02 da CVM, que sofreu alterações pelas instruções normativas 369/02 e 449/07 e o artigo 27-D da Lei de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/76).

A Lei nº 6.404/76 (Lei de S.A.) é o principal diploma legal que trata da matéria em exame. Referida Lei consagra em seu art. 153 o dever de diligência, ao estabelecer que "O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios", previsão esta que também encontra-se insculpida no artigo 1.011 do Código Civil Brasileiro. Comentando o art. 153 da Lei nº 6404/76, Modesto Carvalhosa ensina que para a responsabilização do administrador, em casos de possíveis equívocos na administração da sociedade empresária aberta, necessário analisar a presença da boa-fé, assim não será responsável por erros caso tenha agido de boa-fé e de forma diligente.

Mais adiante, referida Lei, em seus artigos 155, que será analisado em momento oportuno, e 157, consagrou, respectivamente, os deveres de lealdade e de informar. Vale ressaltar, porém, que o art. 157, *caput*, da Lei de S.A. estabelece a necessidade do administrador de companhia aberta divulgar, ao firmar o termo de compromisso, os valores mobiliários de emissão da companhia, de sociedades controladas, ou pertencentes do mesmo grupo, dos quais seja titular. Acrescenta-se, contudo, que o §1º deste mesmo artigo estabelece que um grupo de acionistas que representem pelo menos 5% do capital social da companhia, poderá solicitar ao administrador informações acerca das transações que tiver realizado, envolvendo valores mobiliários de emissão da companhia, de sociedades controladas, ou pertencentes ao mesmo grupo, bem como questioná-lo acerca dos benefícios e vantagens que tenha recebido ou esteja recebendo de referidas sociedades.

Os parágrafos 1º e 2º do artigo 155, da Lei nº 6.404/76, atribuem ao administrador o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação, que tenha tomado conhecimento em função



INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER

do cargo que ocupa, que ainda não tenha sido divulgada e, cuja divulgação, possa causar uma variação na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia (informação privilegiada), vedando, também, a utilização, pelo administrador, de referida informação para a obtenção de lucro para si ou para outrem. Por seu turno, cabe enfatizar que o administrador da companhia deve zelar para que seus subordinados e terceiros de sua confiança não violem referidas proibições. Por força da previsão contida no §3º deste mesmo artigo, aquele, que em violação ao disposto nos §§ 1º e 2º negociar valores mobiliários com terceiros, que desconhecem a informação, deverá indenizar a pessoa prejudicada por perdas e danos. Sobre o tema, Walter Douglas Stuber ensina que:

Outro importante dever que cumpre aos acionistas controladores, administradores e empregados da companhia é guardar sigilo das informações relativas a atos ou fatos relevantes às quais tenham acesso privilegiado (*insider information*), em razão do cargo ou profissão que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam. Em caso de descumprimento da obrigação de guardar sigilo por parte desses subordinados ou de terceiros, os acionistas controladores, administradores e empregados da companhia responderão solidariamente com estes pelos danos causados pelo referido descumprimento. (STUBER, 2002).

Por fim, acrescenta-se que a Lei nº 10.303/2001, acrescentou o §4º ao artigo em análise, que veda a utilização de informação relevante e privilegiada, com a finalidade de auferir vantagem indevida, para si ou para outrem, no mercado de capitais. Ao se realizar um breve exame sobre referidos dispositivos normativos, face às divergências doutrinárias sobre o alcance da proibição da prática do *insider trading*, impõe-se uma análise mais detida de referida proibição. Todavia, antes de adentrar no debate acerca da extensão da vedação, necessário esclarecer que, aquele que pratica o *insider trading*, necessariamente estará obrigado a indenizar a pessoa que foi vítima do uso indevido de informações privilegiadas. Contudo, a legislação que rege a matéria, não prevê a hipótese de se anular o negócio jurídico realizado entre o *insider* e o investidor prejudicado, até porque previsão legislativa nesse sentido causaria grande dano ao mercado, tendo em vista a existência de transações em massa e consecutivas.

3.2 O alcance da proibição à prática do “*insider trading*”

Apesar do art. 155, §6º, da Lei de S.A., estabelecer que "é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários",



a doutrina diverge quanto ao alcance da expressão "qualquer pessoa". Para parte da doutrina, a inclusão de referida expressão teve o intuito de alargar a prática do *insider trading*, a qualquer pessoa que utilize informação privilegiada para negociar valores mobiliários com o intuito de auferir vantagem indevida.

Nesse sentido, imperioso destacar os ensinamentos de Nelson Eizirik que ensina que a Lei nº 6.404/76, em sua redação original, considerava como *insiders* apenas os administradores das companhias abertas, conceito este que fora ampliado pela instrução CVM nº 31/1984. Posteriormente, a instrução CVM nº 358/2002, estabeleceu, em seu artigo 13, que podem ser considerados *insiders*, a companhia; seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, ou de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criadas por disposição estatutária, bem como aquele que em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia, sua controladora, controlada ou coligada, tenha acesso a informação relativa a fato relevante ainda não divulgado. Neste aspecto, necessário transcrever o seguinte trecho da obra de Nelson Eizirik:

O parágrafo primeiro do art. 13 da instrução CVM nº 358/2002 proíbe a negociação por quem quer que tenha conhecimento de informação confidencial, especialmente aqueles 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. (EIZIRIK, 2008, p. 527).

Logo após o trecho acima colacionado, Nelson Eizirik, relata que a Lei nº 10.303/2001, acrescentou o §4º ao art.155 da Lei de S.A., passando a vedar a utilização de informação privilegiada, utilizada por qualquer pessoa, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem. Contudo, referido autor entende que a expressão qualquer pessoa deve ser interpretada de maneira restritiva, devendo abranger apenas aqueles que tomem conhecimento da informação em virtude de sua atividade profissional. Nesta mesma linha, Modesto Carvalhosa, analisa o §4º, do art. 155, da Lei de S.A. da seguinte forma:

Há, no entanto, um limite para o termo "qualquer pessoa" utilizado na norma em estudo (§4º). Com efeito, deve haver um *nexo profissional* entre o vazamento das informações e os terceiros para que estes possam ser considerados *tippees*. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos, etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, *nexo pessoal* entre administrador (*tipper*) e os terceiros (*tippees*) que com ele tenham algum contato de natureza profissional ou como controladores. Assim, o *conhecimento ocasional* da informação por razões outras que não a do exercício de alguma profissão ou função junto à empresa é de difícil configuração. E o terceiro souber em uma reunião social que haverá a incorporação de determinada companhia ou a venda de seu controle, não tendo essa mesma pessoa qualquer acesso de natureza profissional e permanente a tal informação, não poderá ser considerada como um *tippee*. Se, com efeito, a informação relevante vazou além do âmbito dos administradores e dos controladores e dos



INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER

envolvidos profissionalmente com ela, os terceiros ocasionalmente informados não poderão ser considerados *insiders*. Caberá, nesse caso, diretamente ao administrador a responsabilidade por não ter mantido a reserva necessária sobre o fato relevante, a ponto de este ter vazado para o âmbito meramente social. (CARVALHOSA, 2003, p. 288/289).

Observa-se, pois, que referidos autores entendem que, caso a informação privilegiada e ainda não divulgada aos investidores do mercado de capitais vaze, para uma terceira pessoa que não tenha tido acesso ao fato relevante em virtude de exercício de atividade profissional, isso terá ou uma causa ou uma consequência. E ainda que este terceiro utilize a informação para obter vantagem negociando valores mobiliários no mercado de capitais, não estará praticando *insider trading*, razão pela qual não poderá ser responsabilizado. Portanto, segundo esta corrente, o *insider trading* só pode ser praticado por aqueles que têm acesso às informações privilegiadas em virtude da profissão que exercem.

Contudo, apesar do exposto, existe uma corrente cujo entendimento é de que toda e qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante de uma determinada sociedade empresária, ainda não divulgada ao público, e cuja divulgação afetar a cotação dos valores mobiliários emitidos por ela, e negocie no mercado de capitais visando auferir vantagem, estará praticando *insider trading*. Sobre a possibilidade de qualquer pessoa, independentemente da forma como teve conhecimento do fato relevante e sigiloso, praticar o *insider trading* Paulo F. C. Salles de Toledo:

Faltava coibir de modo expresso o *insider trading* praticado diretamente pelas pessoas que, mesmo sem serem administradores da companhia, tivessem tido acesso a informações relevantes, capazes de repercutir na cotação dos valores mobiliários de emissão da sociedade anônima. [...] A nova lei sanou a omissão. Hoje o dever de sigilo estende-se a todos os que tenham tido acesso a informações relevantes para a companhia aberta. O objetivo é garantir a todos os investidores no mercado de capitais igualdade efetiva de acesso às informações necessárias à decisão de negociar valores mobiliários. Enquanto não divulgada a notícia, de modo que todos os interessados potenciais possam ponderar sobre seus efeitos, ninguém pode fazer uso dela para operar no mercado. (TOLEDO, 2002, p. 444).

Nesse sentido, a ilicitude da conduta de um terceiro que utilize informação privilegiada para auferir vantagem através de negociação de valores mobiliários decorreria não só das disposições do art. 155 da Lei de S.A. como também da violação ao princípio da boa-fé objetiva, consagrado pelo Código Civil Brasileiro já que “a boa fé, em sua modalidade objetiva, como conduta ética entre as partes que negociam, impõe correlação e lealdade” (PEREIRA, 2004, p. 502).

No caso em apreço, não se pode falar em lealdade na conduta da pessoa, detentora de informação privilegiada que negocia com outrem visando a obtenção de vantagem. Tem-se,



assim, que a conduta adotada viola o princípio da boa-fé objetiva, que exige uma conduta ética entre as partes contratantes, sendo imperativo que transacionem com lealdade. No atual contexto legislativo, bem como em virtude da necessidade econômica de se atribuir segurança aos investidores do mercado de capitais, tem-se que a coibição ao uso indevido de informações privilegiadas, dentre outros motivos, se justifica em fatores econômicos, pelo que deve prevalecer a segunda teoria. Inclusive, tal vedação pauta-se na necessidade de se conferir segurança ao mercado, para que desta forma sejam atraídos novos investidores.

Os investidores que aportam grande quantidade de recursos no mercado de capital necessitam indubitavelmente de segurança para fazê-lo, ou seja, conforme já demonstrado, não investirão se desconfiarem da credibilidade do mercado. Isso porque os participantes aceitam os riscos do empreendimento, que por sua própria natureza são elevados, mas não querem se sujeitar a estabelecer relações de investimento na qual não possuem certeza quanto às condições que podem interferir na negociação.

Assim, deve prosperar a tese de que qualquer pessoa que utilize informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários pratica o *insider trading*. Isso porque, além da lesão ao princípio da boa fé objetiva, estaria realizando um negócio jurídico que fere a equidade, isonomia e gera um conseqüente enriquecimento ilícito por parte do detentor da informação, que ao contrário dos outros investidores, pode prever alteração na cotação de determinados valores mobiliários.

Importante ressaltar também, que não se defende a ausência de responsabilidade do administrador, ou qualquer outra pessoa intimamente ligada à companhia e que deixou vazar a informação, mas tão somente que esta responsabilidade não se limita a estas pessoas, abarcando também aqueles que efetivamente alcançaram um benefício econômico em virtude da informação privilegiada. Sobre a necessidade de se dar segurança ao investidor, o próprio Nelson Eizirk, que defende a primeira teoria exposta, entende que:

As razões éticas são evidentes. Há um total desequilíbrio entre a posição ocupada pelo *insider* e aquela ocupada pelos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a realização de lucros em função única e exclusiva do acesso e utilização privilegiada de informações por parte do *insider*. Trata-se, ademais, de manter um nível mínimo de confiabilidade no mercado. Com efeito, é absolutamente impossível o desenvolvimento de um mercado acionário no qual, sabidamente, podem ganhar apenas aqueles poucos que têm acesso às informações confidenciais das empresas. Os investidores, particularmente os individuais, devem ter a certeza de que o sistema não está estruturado de que o sistema não está estruturado de molde a favorecer apenas aqueles que detêm as informações privilegiadas. Assim, as razões éticas e econômicas estão evidentemente interligadas. Com efeito, de nada adianta a estruturação de um complexo e sofisticado sistema de *disclosure* se aos investidores não for assegurado que o custo por eles incorrido na análise das informações não corresponder ao benefício da possível realização de lucros: tal possibilidade pode evidentemente ser elidida pela atuação do *insider*. (EIZIRK, 1983, p. 44).



Outro fato que reforça o caráter extensivo da proibição, não impondo limites à expressão "qualquer pessoa" é o fato de que um terceiro que tenha acesso à informação privilegiada e em virtude de tal informação negocie títulos com outra pessoa que não possua as mesmas informações, auferindo vantagem, celebrou com esta um negócio jurídico no qual não houve isonomia. Sobre a lesão à isonomia, previsto no art. 5º, *caput*, da Constituição Federal de 1988, necessário trazer o conceito deste instituto, que segundo Celso Ribeiro Bastos ensina, o princípio da isonomia, caracterizado pela igualdade, "não assegura nenhuma situação jurídica específica, mas na verdade garante o indivíduo contra toda má utilização que possa ser feito da ordem jurídica" (BASTOS, 2002, p. 323/324). Acrescenta, ainda, que a igualdade (isonomia) "é o mais vasto dos princípios constitucionais". Por fim, exalta que a igualdade não é apenas um princípio informador de todo o sistema jurídico, mas um verdadeiro direito subjetivo dos cidadãos.

Por isso, não restam dúvidas que o uso de informações privilegiadas, ainda que por pessoa que não possua qualquer vínculo com a companhia, acarreta uma lesão a este princípio. Isso porque uma das partes envolvidas na transação possui mais informações do que a outra, o que lhe possibilita prever uma alteração na cotação dos valores mobiliários, ao passo que a outra parte não possui referida possibilidade, pelo que pode-se dizer que aquele que é vítima do *insider trading* possuía, indubitavelmente, direito subjetivo de acesso às mesmas informações que o *insider*, para que diante delas, negociasse os títulos pelo seu real valor. Diante do exposto, há uma clara desigualdade na relação jurídica, razão pela qual a transação realizada não observou o princípio da isonomia.

4 O CRIME DE USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

4.1 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN)

A Constituição da República Federativa do Brasil estabelece em seu artigo 192 que "o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram" (BRASIL, 2017). Contudo, o legislador não cuidou de conceituar no texto constitucional a expressão Sistema Financeiro Nacional (SFN), e nem tampouco, o fez, de maneira satisfatória, na legislação



infraconstitucional, pelo que a doutrina cuidou de estabelecer os contornos do SFN. Assim, Juliano Lima Pinheiro o descreve como “conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança de unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias” (PINHEIRO, 2009, p. 34). Ou seja, a função primordial do Sistema Financeiro é transferir os recursos disponíveis dos poupadores para os investidores. Importante destacar que o sistema financeiro subdivide-se nos seguintes mercados: a) de crédito; b) monetário; c) cambial; d) de capitais ou de valores mobiliários.

Num primeiro momento não existia no Brasil nenhuma legislação que tipificasse como crime as infrações praticadas no âmbito do sistema financeiro, mas com o passar do tempo, tendo em vista a grande relevância deste para o desenvolvimento da economia do país, foram criadas diversas normas que criminalizaram algumas condutas que lesam o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Dentre tais normas, cita-se a mero título exemplificativo a Lei nº 7.492/86 e a Lei nº 6.385/76. De uma maneira geral, todos os diplomas legais que criminalizaram condutas praticadas no âmbito do sistema financeiro possuem um mesmo bem jurídico tutelado, que Luiz Regis Prado, ao analisar a Lei nº 7.402/86, assim delimita:

Em termos gerais, o bem jurídico tutelado nesse diploma é fundamentalmente, o sistema financeiro nacional, consistente no conjunto de instituições (monetárias, bancárias e sociedades por ações) e do mercado financeiro (de capitais e valores mobiliários). Tem por objetivo gerar e intermediar crédito (e empregos), estimular investimentos, aperfeiçoar mecanismos de financiamento empresarial, garantir a poupança popular e o patrimônio dos investidores, compatibilizar crescimento com estabilidade econômica e reduzir desigualdades, assegurando uma boa gestão da política econômico-financeira do Estado, com vistas ao desenvolvimento equilibrado do país. Trata-se de bem jurídico de natureza macrossocial ou transindividual, de cunho institucional ou coletivo, salvo exceções. (PRADO, 2007, p. 170).

Portanto, de uma forma genérica o legislador pretendeu através da criação de diversos tipos penais ligados às atividades do sistema financeiro dar segurança e confiabilidade à tais operações, a fim de que seja possível permitir seu adequado funcionamento, de forma a propiciar uma relocação dos recursos disponíveis entre poupadores e tomadores/investidores, viabilizando o cumprimento do fim insculpido no art. 192 da Constituição Federal de 1988, qual seja: desenvolver o crescimento equilibrado do país, dando estabilidade às operações financeiras e financiando as atividades produtivas. Dentre as diversas condutas tipificadas como crime contra o sistema financeiro, interessante é analisar de maneira mais detida o art. 27-D da Lei nº 6.385/76, incluído pela Lei nº 10.303/01, que dentre os delitos inerentes ao mercado de capitais estabelece:



INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER

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:

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. (BRASIL, 2017).

Patente, pois, a relevância econômica do mercado de valores mobiliários e a necessidade de garantir sua eficiência, e por isso, conforme já demonstrado anteriormente, deve ser combatido o uso de informações privilegiadas. Assim, como tal dispositivo é peça fundamental no combate a uma determinada conduta que impacta negativamente a credibilidade e eficiência do mercado de capitais, afastando os demais investidores nacionais e internacionais, tem-se que referido dispositivo resguarda um dos mais importantes segmentos do sistema financeiro.

4.2 Uma análise sobre o crime de “uso indevido de informação privilegiada”

Conforme amplamente analisado, o uso indevido de informação privilegiada no âmbito do mercado de valores mobiliários é uma conduta que não pode ser aceita, tanto por questões éticas como econômicas, pelo que o legislador brasileiro optou por criar diversas normas preventivas e repressivas à referida prática, tendo inclusive tipificado tal uso como crime. Já foi debatida no presente trabalho a responsabilidade do *insider* no âmbito civil, ponto extremamente controverso na doutrina. Ocorre que, por versar sobre questões diretamente ligadas ao mercado acionário vale-se de conceitos trazidos pelo direito empresarial para tipificar a conduta, podendo ser chamada, portanto, de norma penal em branco.

De fato, não é possível descrever de maneira satisfatória a conduta descrita no tipo penal, sem que o intérprete faça uso de conhecimentos técnicos jurídicos ligados à área das sociedades anônimas e do mercado de valores mobiliários. Exatamente por se tratar de uma norma penal em branco, somente é possível completar o tipo penal através da análise de outros dispositivos normativos que expliquem o conceito de valor mobiliário, do dever de lealdade, dever de informar, e do conceito de informação relevante.

Por outro lado, o conceito de valores mobiliários pode ser obtido através da leitura do art. 2º da Lei nº 6.385/76 que elenca uma série de documentos específicos como valores mobiliários, e, ainda, estabelece em seu inciso IX que serão considerados valores mobiliários, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de



prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (WALD, 2007).

A questão a ser respondida é quem está sujeito às sanções penais, conforme descrição do fato típico na norma em apreço. Descreve o tipo penal que comete o crime em comento aquela pessoa que “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, 2017). Notadamente, se por um lado, ao acrescentar o §4º, ao art. 155, da Lei de S.A. o legislador agiu acertadamente estabelecendo uma vedação que atinge indiscriminadamente a todas as pessoas que tiverem acesso à informação privilegiada e a usarem para obter vantagem indevida, ao regulamentar a questão sob a perspectiva do Direito Penal e estabelecer como elemento tipológico o dever de guardar sigilo da norma, excluiu, equivocadamente, aquelas pessoas que não tiveram acesso à informação em virtude de exercício de atividade profissional. Isso porque aquele investidor que teve conhecimento da informação privilegiada em virtude de uma relação não-profissional está isento de tal obrigação, que nos termos do art. 154 da Lei de S.A. incumbe apenas aos diretores e demais pessoas que a obtiverem em virtude do cargo que ocupam.

Desta feita, o alcance subjetivo da do art. 27-D, da Lei de Valores Mobiliários é mais restrito do que o ilícito civil constante na lei de S.A., caracterizando, portanto, um crime próprio, que somente pode ser praticado pelos administradores das companhias (condição especial exigida para caracterização do ilícito penal, em virtude da necessidade de violação ao dever de lealdade). Importante ressaltar, que tal limitação decorre da própria redação do artigo em análise, mas que destoa de todos os demais instrumentos normativos brasileiros e da tendência mundial de ampla repressão ao *insider trading*. Nos Estados Unidos, por exemplo, qualquer pessoa pode praticar o crime de *insider trading*, pouco importando a origem da informação privilegiada, mas apenas e tão somente sua utilização.

Agiu mal o legislador brasileiro ao isentar o *tippee*³ da responsabilidade criminal, pois a medida que a eficiência do mercado de valores mobiliários está ligada à sua confiabilidade, sendo necessário que o preço de cotação dos títulos representem aquele inerente às informações disponíveis ao mercado, é indiferente para os investidores quem praticou a conduta, mas apenas se ocorreu ou não o uso de informação privilegiada. Assim, o mais adequado seria um tipo

³ *Insider* secundário, que obteve acesso à informação privilegiada em virtude de relações não-profissionais.



INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER

penal capaz de abranger a todas as pessoas, e não um tipo penal aplicável somente a um seletivo grupo de investidores. Sobre o tema José Marcelo Martins Proença ensina:

Este é sem dúvida, o grande pecado do legislador brasileiro, por restringir a autoria do delito sob comento aos administradores, acionistas controladores e membros fiscais das companhias, além de profissionais ligados ao dever de sigilo, como advogados, contadores, etc., que a ela prestem serviços. Conquanto a legislação societária haja evoluído, incluindo o §4º ao art. 155 da LSA, as normas de caráter penal, embora posteriormente editadas, mostram-se tímidas e lacunosas, omitindo-se à penalização do *tippee*, figura atualmente combatida no direito norte-americano. (PROENÇA, 2005, p. 320).

Destaca-se também, que o Direito Penal brasileiro não estabelece penalidades ao administrador que vazar a informação para que um terceiro se beneficie, punindo exclusivamente o administrador, ou outro profissional que obteve acesso ao fato relevante em virtude de sua atividade, e a utilize pessoalmente. Assim, patente que tal norma penal mostra-se insuficiente para coibir o *insider trading*, que, inegavelmente merece uma melhor regulamentação na esfera criminal. Por fim, importante ressaltar que Nelson Eizirik sustenta que além de ser crime penal próprio, a norma em comento regulamenta tipo penal material, ou seja, o delito somente se consuma caso o detentor da informação privilegiada realmente obtenha vantagem para si ou para outrem, não havendo que falar em crime se não houver obtenção de vantagem:

O delito é material, de forma que o momento consumativo é o da realização do resultado, a vantagem indevida e obtida com a utilização da informação privilegiada. A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação de valores mobiliários; não há como caracterizar “vantagem indevida” sem a realização do resultado. (EIZIRIK, 2008, p. 534).

Contudo, chama atenção a redação do art. 27-D da Lei de Valores Mobiliários que estabelece como tipo penal a seguinte conduta “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, 2017). Ora, apesar de não gozar de uma boa técnica legislativa, o artigo em comento não criou um crime material, mas sim verdadeiro crime formal, que exige apenas a realização de uma conduta, e não a real obtenção de vantagem.

O legislador estabeleceu como conduta passível de punição penal a utilização de informação capaz de gerar benefício econômico indevido. Caso pretendesse criar um crime material, o legislador teria utilizado a expressão “obter vantagem indevida para si ou para outrem [...]”, e não “utilizar informação”. Em sendo assim, o núcleo do tipo penal é a utilização



de informação relevante com o intuito de obter vantagem indevida e não propriamente a obtenção do benefício econômico, até porque o *insider* possui mais informações do que o outro investidor com o qual negociou e tinha uma melhor condição de prever o comportamento do mercado, e não pode ser isento da penalidade por ter sido incompetente ao analisar a futura reação mercadológica.

Outro fato que demonstra o equívoco do entendimento supra é a própria caracterização do bem jurídico tutelado, qual seja, a eficiência e confiabilidade do mercado de capitais, de modo a torná-lo apto ao cumprimento de sua finalidade social descrita no art. 192 da Constituição Federal de 1988. Finalidade esta que somente será alcançada se houver ampla repressão ao uso indevido de informações não divulgadas ao público investidor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conclui-se, portanto, ser imprescindível uma ampla repressão ao *insider trading* para que o mercado de capitais possa se desenvolver de forma eficiente e cumpra com sua função essencial que é o financiamento dos projetos das sociedades que lhe integram. Um mercado de capitais que não seja dotado de mecanismos de prevenção e repressão a tal conduta está fadado ao insucesso tendo em vista a insegurança dela decorrente.

Neste sentido, o legislador brasileiro deu um grande passo ao acrescentar o §4º ao art. 155 da Lei de S.A., mas por outro lado, elaborou uma norma penal (art. 27-D da LVM) que não se coaduna com a tendência e exigência dos maiores e mais desenvolvidos mercados de capitais, necessitando de uma reforma para tornar o tipo penal mais abrangente. Na verdade, é importante observar que o uso de informação relevante como é legalmente definido, merece especial atenção principalmente se considerar que o bem jurídico tutelado é a confiança dos investidores. Não obstante, são estes que movimentam e tornam interessantes as perspectivas de ganho financeiro no mercado de capitais.

Por fim, é importante observar que o *insider* é aquele sujeito que compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo. Contudo, quem tendo em sua posse uma informação privilegiada, e dela procurar obter benefícios, será susceptível de integrar a previsão legal da norma incriminadora. Ainda assim, considerando-se que o Mercado de Capitais assume relevante contribuição dentro de uma economia globalizada, faz-se necessário a intervenção do Direito Penal como forma de coibir condutas típicas que vulnerabilizam o mercado e prejudicam os investidores de uma maneira geral.



REFERÊNCIAS

AMARAL, Nunes Peixoto do. *Insider Trading* ao serviço do terrorismo. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da Silva. **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2006.

ANDREZO, Andrea Fernandes. Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária - Efetivo Avanço? In **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Vol. 130. Malheiros Editores. Abril-junho de 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Editora Atlas. 2006.

BASTOS, Celso Ribeiro. **Curso de Direito Constitucional**. São Paulo: Celso Bastos Editora. 2002.

BONAVIDES, Paulo; MIRANDA, Jorge; RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. **Comentários à Constituição Federal de 1988**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília: Senado Federal, Coordenação de Edições Técnicas, 2017.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 10 ago. 2017.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 10 ago. 2017.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A.** Comentada. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Editora Saraiva. 2002.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Apud EIZIRIK, Nelson. "Insider Trading" e responsabilidade. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008.

EIZIRIK, Nelson. "Insider Trading" e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983.



LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & "Insider Trading"**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1982, pág. 175.

LUCCA, Newton De. Prefácio. *In* PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Valores Mobiliários. *In* WALD, Arnaldo (Coordenação). **Revista de Direito Bancário**, do Mercado de Capitais nº 36. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2007.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas - "*Insider Trading*" – no Brasil e nos Estados Unidos. *In* BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 34**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v. 1. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2004.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. São Paulo: Editora Atlas. 2009.

PRADO, Luiz Regis. **Direito Penal Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2007.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005.

STUBER, Walter Douglas. **As Novas Regras Para a Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileira**. *In* WALD, Arnaldo (Coordenação). *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002.

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. **Modificações Introduzidas na Lei das Sociedade por Ações, quanto à Disciplina da Administração das Companhias**. *In* Jorge Lobo (Coordenação). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2002.