

CENTRO UNIVERSITÁRIO INTERNACIONAL – UNINTER

ELELAN DE LIMA

***INSIDER TRADING: AFINAL, É POSSÍVEL CONTER OU RESTRINGIR UMA
INFORMAÇÃO ATRAVÉS DE LEI?***

CURITIBA

2023

ELELAN DE LIMA

***INSIDER TRADING: AFINAL, É POSSÍVEL CONTER OU RESTRINGIR UMA
INFORMAÇÃO ATRAVÉS DE LEI?***

Projeto de dissertação apresentado como requisito parcial para a obtenção de título de mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Direito – Mestrado Acadêmico – Jurisdição e Processo na Contemporaneidade, do Centro Universitário UNINTER.

Orientador: Prof. Dr. Martinho Martins Botelho

CURITIBA

2023

L732i Lima, Elelan de

Insider trading: afinal, é possível conter ou restringir uma informação através de lei? / Elelan de Lima. – Curitiba, 2023.

110 f. : il. (algumas color.)

Orientador: Prof. Dr. Martinho Martins Botelho
Dissertação (Mestrado em Direito) - Centro
Universitário Internacional UNINTER.

1. Informações privilegiadas – Uso indevido –
Legislação – Brasil. 2. Mercado de valores mobiliários.
3. Jurisprudência. 4. Programas de compliance. 5.
Integridade. I. Título.

CDD 340

Catálogo na fonte: Vanda Fattori Dias – CRB-9/547

ELELAN DE LIMA

***INSIDER TRADING: AFINAL, É POSSÍVEL CONTER OU RESTRINGIR UMA
INFORMAÇÃO ATRAVÉS DE LEI?***

Dissertação apresentada ao Centro Universitário Internacional (UNINTER)
como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Direito.

Data de aprovação: Curitiba/PR, 03 de março de 2023.

BANCA EXAMINADORA

Professor Dr. Martinho Martins Botelho
Orientador

Professor Dr.
Avaliador

Professor Dr.
Avaliador

Professor Dr.
Avaliador

A sabedoria é a coisa principal; adquiere, pois, a sabedoria, emprega tudo o que possuis na aquisição de entendimento. Exalta-a, e ela te exaltará; e, abraçando-a tu, ela te honrará. Dará à tua cabeça um diadema de graça e uma coroa de glória te entregará. Ouve, filho meu, e aceita as minhas palavras, e se multiplicarão os anos da tua vida. No caminho da sabedoria te ensinei, e por veredas de retidão te fiz andar. Por elas andando, não se embaraçarão os teus passos; e se correres não tropeçarás. Apega-te à instrução e não a largues; guarda-a, porque ela é a tua vida. Não entres pela vereda dos ímpios, nem andes no caminho dos maus. (BÍBLIA SAGRADA, Provérbios 4:7-14)

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, fico muito feliz em poder escrever esse agradecimento, afinal, foram pouco mais de dois anos de muita dedicação, esforço, privações, e angústias que essa vida nos traz. Porém, o que me fez seguir sempre adiante sem esmorecer nesse percurso, foram as palavras de Jesus, basta a cada dia o seu mau, Mateus cap. 6:34, (Bíblia Sagrada).

E como nesta vida nada fazemos sozinhos, mesmo que a árdua tarefa seja incumbida a cada um de nós, acredito que temos sempre alguém a agradecer. E eu não poderia deixar esse momento passar sem me lembrar daqueles que com muito carinho trilharam esse percurso comigo, em especial minha esposa Kelly Bianca Lopes de Lima, meus queridos filhos Natanael Lopes de Lima e Nicole Lopes de Lima, que por muitas vezes deixaram algum ou muitos entretenimentos para depois, ou para alguns fins de semana depois, pois os planos de descansar sempre ficaram frustrados em meio as semanas de provas, as pesquisas, e leituras.

Quero agradecer ainda meus familiares e amigos que também se envolveram nessa intensa tarefa, de ter que me ouvir falar de direito e mais direito, ao longo desses cinco anos, sem se falar de como se fizeram uma boa plateia, quando assistiam minhas interpretações e teatros, que me serviam como ensaios antes das apresentações orais.

Quero agradecer minha mãe Maria José de Lima, *in memoriam* 08/01/2021, por toda a dedicação à minha vida, infelizmente ela faleceu durante a pandemia de Covid-19 aos 53 anos.

E por último, mas não menos importante, agradeço ao meu querido orientador Prof. Dr. Martinho Martins Botelho, é inestimável o carinho que sinto ao cumprimentar lhe, através desse agradecimento, pois, nesse percurso, foi como uma ponte bem alicerçada me fazendo chegar ao destino apropriado e ,com grande êxito, sua ajuda e ensinamentos ficarão sempre marcados em minha história.

Finalmente, agradeço a aqueles que estarão em minha banca de defesa, me prestigiando com sua presença neste último desafio que enfrentarei no Mestrado de Direito, espero não fazer menos do que esperam de mim e me ensinaram durante esse longo tempo, deixo o meu grande abraço a todos e digo que, estarão sempre em minhas orações.

RESUMO

O presente trabalho aborda o instituto da *Insider Trading* no ordenamento jurídico brasileiro, tendo um recorte específico na possibilidade de restringir a circulação de informações através da criação de normas. A abordagem da pesquisa foi de natureza descritiva exploratória. A pesquisa foi desenvolvida a partir de um referencial teórico, como legislações e normativas pertinentes ao tema, assim como de Jurisprudências. O primeiro capítulo foi desenvolvido a partir da Regulamentação da *Insider Trading* no ordenamento jurídico brasileiro. Posteriormente foi construída a dissertação a partir do estudo da responsabilização dos sócios e diretores com foco no instituto da *compliance*. Por fim, no último capítulo, foi abordada as regulamentações que proíbem o uso de informações privilegiadas, destacando a repressão e fiscalização por parte da Comissão de Valores Mobiliários. Ressaltaram-se, ainda, as formas de fiscalização e punição aplicadas aos agentes envolvidos no crime de *Insider Trading*. Por fim, conclui-se a pesquisa, destacando os dados coletados que ensejaram a problemática, de que seria possível conter ou restringir uma informação através de Lei.

PALAVRAS-CHAVE: *Insider Trading*; *Insider Trading* e a Jurisprudência da CVM; *Compliance* e Integridade.

ABSTRACT

This paper addresses the institute of Insider Trading in the Brazilian legal system, with a specific focus on the possibility of restricting the circulation of information through the creation of rules. The research approach was descriptive and exploratory in nature. The research approach was deductive in nature. The study was developed based on a theoretical framework, such as relevant legislation and regulations related to the topic, as well as case law. The first chapter was developed based on the Regulation of Insider Trading in the Brazilian legal system. Subsequently, the dissertation was constructed based on the study of the responsibility of partners and directors with a focus on the compliance institute. Finally, in the last chapter, the regulations that prohibit the use of privileged information were addressed, highlighting the repression and monitoring by the Securities and Exchange Commission. The forms of monitoring and punishment applied to those involved in the crime of Insider Trading were also emphasized. Finally, the research is concluded, highlighting the data collected that raised the issue that it would be possible to contain or restrict information through law.

KEYWORDS: *Insider Trading; Insider Trading and CVM Case Law; Compliance and Integrity.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Os pilares que norteiam um programa de Integridade	50
Figura 2 - Fluxograma de um sistema de gestão de Compliance	51

LISTA DE SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
MVM	Mercado de Valores Mobiliários
ART	Artigo
SEC	<i>Securities Exchange</i>

SUMÁRIO

I. INTRODUÇÃO	11
II. DESENVOLVIMENTO	15
1. CONCEITO E FUNDAMENTOS DA <i>INSIDER TRADING</i>	15
1.1.1. A REGULAMENTAÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> NO DIREITO BRASILEIRO	17
1.1.2. REGIME JURÍDICO DA <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	19
1.2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	22
1.2.1. Estrutura	22
1.2.3. Funções da CVM	23
1.2.4. Competências	23
1.2.5. Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários	24
1.2.6. Novas Regras da CVM sobre Presunções de Uso, Acesso e Ciência de Informação Relevante na Negociação de Valores Mobiliários	25
1.4. REPRESSÃO ADMINISTRATIVA E PENAL DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	30
2. A <i>COMPLIANCE</i> E A RESPONSABILIDADE DOS DIRIGENTES DE EMPRESAS	33
2.1.1. A Responsabilidade dos Dirigentes de Empresas	33
2.1.2. Responsabilidade Civil	36
2.1.3. Configurações de Responsabilidade Civil Empresarial	38
2.1.4. Responsabilidade Penal	41
2.2. A <i>COMPLIANCE</i> NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	45
2.2.1. <i>Compliance</i> e a Responsabilidade dos Garantidores de Proteção e Vigilância	54
3. AS NORMAS DE REGULAÇÃO E PUNIÇÃO PARA A CONTENÇÃO OU RESTRIÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	61
3.1. NORMAS QUE REGULAMENTAM A <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	61
3.1.1. Regulamentações Complementares da Comissão de Valores Mobiliários Para Repressão ao <i>Insider Trading</i>	68
3.1.2. As Normas e Regulamentações Brasileiras de Repressão da <i>Insider Trading</i> no Brasil	74

3.1.3. As Formas de Fiscalização e Punição para a Repressão da <i>Insider Trading</i> no Brasil	76
3.2. A COMPLIANCE COMO FORMA DE CONTENÇÃO DA <i>INSIDER TRADING</i> DENTRO DAS ORGANIZAÇÕES	80
3.3. A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A PROTEÇÃO DE MERCADO	87
3.4 FISCALIZAÇÃO EFICIENTE	89
III – CONCLUSÃO	93
REFERÊNCIAS	97
ANEXO A – SENTENÇA DA CAMARGO CORREA	105
ANEXO B – SENTENÇA ENGEVIX	106
ANEXO C –SENTENÇA ODEBRECHT	107

I. INTRODUÇÃO

A transparência das informações são o que garantem um acompanhamento e supervisão do mercado financeiro. Nesse aspecto, torna-se de extrema relevância que as empresas adotem um modelo de transparência na divulgação das informações relevantes para os investidores e sócios, assim como, de que a instituição mantenha-se dentro dos institutos previstos no ordenamento jurídico, que versam sobre a proteção do mercado financeiro e em especial criminalização da *Insider Trading* que é o objeto de pesquisa deste trabalho.

A prática de *Insider Trading* é considerada ilegal e ocorre quando alguém que detém informações confidenciais e privilegiadas sobre uma empresa, negocia suas ações no mercado de valores mobiliários, com a intenção de obter vantagens indevidas e prejudicando outros investidores que não têm acesso a essas informações. Essa ação compromete a integridade do mercado e diminui a confiança dos investidores no sistema financeiro. Por ser uma das principais ameaças à transparência e equidade do mercado de capitais, é amplamente regulamentada e sancionada pelas autoridades competentes.

No primeiro capítulo, é apresentado o instituto da *Insider Trading* no Brasil, a ao qual sua pratica é considerada ilegal e está sujeita a sanções administrativas, civis e criminais e a responsabilidade de fiscalização e regulamentação do mercado financeiro é atribuída à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que possui uma estrutura complexa, com diversas áreas especializadas em fiscalizar diferentes setores do mercado financeiro.

Desta forma a CVM, desempenha um papel fundamental na regulação da emissão e distribuição de valores mobiliários, na fiscalização de companhias abertas e na regulação do mercado de valores mobiliários, além disso, a entidade é responsável por julgar e aplicar sanções aos infratores das normas do mercado financeiro, incluindo a prática ilegal de *Insider Trading*.

Estudaram-se algumas das decisões tomadas pela CVM em relação ao *Insider Trading*, trazendo no bojo da pesquisa algumas jurisprudências, que permitiram o entendimento dos critérios utilizados para a aplicação de sanções e a interpretação das normas do mercado financeiro.

No segundo capítulo, buscou-se através do instituto da *Compliance*, demonstrar a responsabilidade dos diretores das empresas. Nesse aspecto, foi

introduzido no ordenamento jurídico brasileiro, através da Lei nº 12.846/2013 pelo Decreto nº 8.420/2015, a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas por atos contra a Administração Pública, tanto nacional quanto estrangeira.

Devido ao aumento do número de denúncias de corrupção feitas pelo Ministério Público, que culminaram na operação Lava Jato, a *Compliance* passou a ser utilizada como um instrumento essencial para auxiliar empresários nas diversas técnicas de Governança Corporativa, com o objetivo de eliminar lacunas que possam resultar em sanções cíveis e penais para as empresas, decorrentes de ilícitos cometidos ou omitidos por seus diretores e administradores durante a gestão empresarial.

Além disso, a *Compliance* também protege os diretores e administradores de possíveis responsabilizações pessoais, atuando em conjunto com eles na garantia e proteção das funções que lhes são atribuídas. Assim, a *Compliance* atua como um meio para minimizar possíveis danos a terceiros, evitando a possível imputação do crime de omissão imprópria aos responsáveis diretos por essa obrigação.

No terceiro e último capítulo, foi dissertado sobre as normas de regulação e punição para a contenção ou restrição do uso de informação privilegiada. Nesse sentido, a utilização de informações privilegiadas constitui um crime, conforme estabelecido pela Lei nº 6.385/76, que regula o mercado de valores mobiliários. De acordo com o artigo 155 dessa lei, *Insider Trading* é definido como a aquisição ou venda de valores mobiliários por uma pessoa que, em razão de seu cargo, emprego ou profissão, tenha acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, cuja revelação possa influenciar na cotação dos valores mobiliários".

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários, incluindo a prevenção do *Insider Trading*. Recentemente, a CVM editou a Resolução nº 44, em 23 de agosto de 2021, esta Resolução trata da divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes, bem como da negociação de valores mobiliários durante a pendência de informações relevantes não divulgadas. Além disso, esta norma estabelece as regras para a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Como resultado, 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, foram revogadas.

Ainda, no terceiro capítulo, foi apresentado o conjunto de medidas e ações implementadas pelas empresas com o objetivo de assegurar o cumprimento das leis

e regulamentos aplicáveis às suas atividades, nesse sentido, como a implementação de programas de *compliance* podem contribuir para a prevenção do *insider trading* no ambiente empresarial.

Dentre os benefícios da adoção de programas de *compliance*, destaca-se o estabelecimento de uma cultura organizacional de ética e transparência. Nesse contexto, a existência de um código de conduta claro e transparente pode ser um importante instrumento na prevenção da prática do *insider trading*, já que os colaboradores estarão cientes das regras e dos valores éticos da empresa.

Foram abordados, também, temas como a da governança corporativa, ética, transparência e proteção de mercado que são temas fundamentais para a sustentabilidade e sucesso das empresas em todo o mundo. A adoção de boas práticas de governança corporativa, como a separação de funções entre o conselho de administração e a diretoria executiva, a implementação de comitês de auditoria e remuneração e a transparência nas informações financeiras e estratégicas, que promovem a confiança dos investidores e dos consumidores nas empresas, fortalecendo a sua reputação no mercado e aumentando a sua capacidade de competir em um ambiente saudável.

Destacando que, falta de governança corporativa pode gerar riscos para os investidores e afetar a integridade do mercado. As empresas que não adotam práticas adequadas de governança estão mais sujeitas a fraudes, conflitos de interesse, corrupção e outros tipos de condutas antiéticas. Essas práticas podem afetar negativamente a reputação da empresa, levando à perda de confiança dos investidores e dos consumidores, além de prejudicar a concorrência no mercado.

Por fim, a fiscalização é um dos principais pilares para garantir a integridade do mercado e a concorrência saudável, e que por meio dela, os órgãos reguladores e governamentais conseguem monitorar as atividades das empresas, identificar práticas anticompetitivas e aplicar as sanções necessárias para coibir essas condutas. A fiscalização é crucial para a proteção dos consumidores e para o desenvolvimento econômico do país.

Foram os temas, objeto da pesquisa com a finalidade de obter resultados sobre, a problemática possibilidade de poder restringir a circulação informações através da criação de normas.

A abordagem da pesquisa foi de natureza dedutiva e a pesquisa foi desenvolvida a partir de um referencial teórico, como legislações e normativas

pertinentes ao tema, assim como de Jurisprudências da Comissão de Valores Mobiliários.

II. DESENVOLVIMENTO

Neste capítulo, serão abordadas as fundamentações teóricas e práticas em relação a *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, realizando uma breve comparação com a legislação norte-americana. Serão estudadas, ainda, características fundamentais sobre a Comissão de Valores Mobiliários.

1. CONCEITO E FUNDAMENTOS DA *INSIDER TRADING*

A *Insider Trading* é uma prática ilegal que ocorre quando alguém que possui informações privilegiadas e confidenciais sobre determinada empresa negocia seus títulos no mercado de valores mobiliários, tirando vantagem dessas informações e prejudicando os demais investidores que não têm acesso a esses dados. Essa conduta afeta a integridade do mercado e prejudica a confiança dos investidores no sistema financeiro, e, por isso, é considerada uma das maiores ameaças à transparência e à equidade do mercado de capitais.

O mercado de capitais tem uma importância significativa para o desenvolvimento econômico de um país. Através dele, as empresas conseguem captar recursos financeiros e os investidores têm a oportunidade de participar do crescimento dessas empresas e obter lucros. Contudo, essa transação financeira deve ser conduzida de maneira ética e legal.

Portanto, os princípios fundamentais, direitos e limitações, mecanismos de controle e de incentivos destinam-se a promover ou limitar as atividades lucrativas, visando a promoção da justiça social. (CASTILHO, 1997, p.83)

O *Insider Trading* é uma prática que pode prejudicar a integridade e a transparência do mercado financeiro. Ela consiste em utilizar informações privilegiadas, ou seja, informações relevantes e não públicas para negociar ações. Assim, aqueles que possuem acesso direto a informações confidenciais, como diretores, executivos e acionistas, podem obter vantagens indevidas sobre outros investidores que não possuem essas informações.

No Brasil, o *Insider Trading* é considerado uma prática ilegal e sujeita a sanções administrativas, civis e criminais. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

é a entidade responsável por fiscalizar e regulamentar o mercado financeiro. A CVM tem uma estrutura complexa, com diversas áreas que são responsáveis por fiscalizar diferentes setores do mercado financeiro, como as áreas de supervisão de mercado, análise de investimentos e educação financeira.

A CVM também possui competências importantes, como a de regular a emissão e distribuição de valores mobiliários, a fiscalização de companhias abertas e a regulação do mercado de valores mobiliários. Além disso, a CVM é responsável por julgar e aplicar sanções aos infratores das normas do mercado financeiro, incluindo as práticas ilegais de *Insider Trading*.

Estudar a jurisprudência da CVM é importante para entender as decisões tomadas pela entidade em relação ao *Insider Trading*. Dessa forma, é possível conhecer os critérios utilizados para a aplicação de sanções e a interpretação das normas do mercado financeiro.

Um estudo comparado entre a regulamentação do *Insider Trading* no Brasil e nos Estados Unidos da América (EUA) mostra que, embora as leis norte-americanas sejam mais rígidas do que as brasileiras em relação ao *Insider Trading*, a legislação brasileira tem evoluído para atender às demandas do mercado financeiro. No Brasil, a prática do *Insider Trading* é regulamentada pela Lei das Sociedades por Ações e pelo Código de Autorregulação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

Já nos EUA, a prática do *Insider Trading* é regulamentada pela *Securities and Exchange Commission (SEC)* e pela *Lei Sarbanes-Oxley*, que estabelece penas mais rigorosas para a prática dessa atividade.

A regulação do *Insider Trading* no Brasil é uma questão complexa, que envolve a atuação da CVM na fiscalização e regulação do mercado financeiro. Embora ainda haja desafios a serem superados, a legislação brasileira tem avançado para garantir a integridade e transparência do mercado financeiro, tornando-o mais justo e seguro para todos os investidores.

O Brasil não tem uma longa história de combate ao *Insider Trading*. A prática era pouco conhecida e discutida até a década de 1990, quando começou a ganhar destaque na mídia. Com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a edição da Lei das Sociedades Anônimas em 1976, a discussão sobre a regulamentação do *Insider Trading* começou a ganhar força no país.

1.1.1. A REGULAMENTAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO

O *Insider Trading* pode ser conceituado como “[...] utilizar-se de informação de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários”, esse é o próprio conceito trazido pelo artigo 27-D da Lei nº 6.385 que constituiu no ano de 1976 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e também instituiu regramentos sobre o Mercado de Valores Mobiliários (MVM).

A referida norma jurídica também atribuiu a CVM a competência fiscalizatória, organizacional e regulamentação do sistema de distribuição a CVM.

Esse órgão foi criado não só com a finalidade de regulamentar o Mercado de Valores Mobiliários, mas também com atribuição fiscalizatória e algumas penalidades que poderiam ser apuradas através de inquérito administrativo, conforme se observa a partir do artigo 9º ao 12¹.

¹ Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários terá jurisdição em todo o território nacional e no exercício de suas atribuições, observado o disposto no Art. 15, § 2º, poderá: I - examinar registros; contábeis, livros ou documentos: [...]

II - intimar as pessoas referidas no inciso anterior a prestar informações ou esclarecimentos, sob pena de multa; III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas; V - apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal. § 1º. Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, como tais conceituadas pelo Conselho Monetário Nacional, a Comissão poderá: I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular. § 2º. - O inquérito, nos casos do inciso V deste artigo, observará o procedimento fixado pelo Conselho Monetário Nacional, assegurada ampla defesa. Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios para a execução dos serviços de sua competência em qualquer parte do território nacional, observadas as normas da legislação em vigor. Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício de cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores; IV - inabilitação para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior. § 1º. A multa não excederá o maior destes valores: I - quinhentas vezes o valor nominal de uma Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional; II - trinta por cento do valor da emissão ou operação irregular. § 2º. A multa cominada pela inexecução de ordem da Comissão não excederá dez vezes o valor nominal de uma Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional por dia de atraso no seu cumprimento. § 3º. As penalidades dos incisos III a VI somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidos em normas da Comissão, ou de reincidência. § 4º. As penalidades só serão impostas com

Após o inquérito administrativo, as penalidades previstas na Lei era a de advertência, multa e quando constatadas infrações gravíssimas ou reincidências a suspensão ou inabilitação do cargo de administrador, logo, os agentes que praticavam os crimes administrativos mantinham-se quase que blindados.

Então, no ano de 2001, houve mudanças significativas na Lei que constituiu a CVM, além de acrescentar e modificar alguns dispositivos da Lei nº 6.404/1977, que trata sobre as Sociedades Anônimas.

As mudanças trouxeram uma nova sistemática sobre a prática dos Crimes contra o Mercado de Capitais, conforme se pode observar.²

Foi a partir dessa alteração que se passou a prescrever no Direito brasileiro a possibilidade de punir um agente, por crimes com obtenção de vantagens através de informações privilegiadas, ou *Insider Trading*.

Destaca-se que, na legislação pátria, o *Insider Trading* passou a ser tido como crime, no entanto, em outros países já havia essa previsão de conduta, nos Estados Unidos, por exemplo, através da *Securities Exchange Act Of 1934*.

Na *Securities Exchange Act* (SEC) de 1934, já havia a previsão da obrigatoriedade dos administradores, diretores ou quaisquer investidores que

observância do procedimento previsto no § 2º do Art. 9º, cabendo recurso para o Conselho Monetário Nacional, nos termos do regulamento por este aprovado. Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.

² Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Uso Indevido de Informação Privilegiada: Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. § 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função, Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. Art. 27-F. As multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente. Parágrafo único. Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo.

possuíssem mais de 10% das ações de uma sociedade, de ter que enviar mensalmente relatórios, informando qualquer alteração em relação às suas ações.

No ano de 2011, nos Estados Unidos Estados houve a maior condenação por crime de *Insider Trading*³, já no Brasil muito se falou sobre a *Insider Trading* nas ações envolvendo a lava-jato, ao qual foram punidos por crimes os *compliance-officers*, conforme será estudado.

1.1.2. REGIME JURÍDICO DA *INSIDER TRADING* NO BRASIL

No Brasil, a prática do *Insider Trading*, é considerado uma conduta ilícita e punível com multas e outras sanções. A CVM é o órgão responsável por fiscalizar e punir os envolvidos em práticas ilegais no mercado de valores mobiliários. A CVM também possui poderes para investigar, julgar e aplicar sanções administrativas em caso de descumprimento das regras.

O regime jurídico da *Insider Trading* no Brasil é um tema que tem ganhado cada vez mais relevância no contexto jurídico e econômico do país. A prática de *Insider Trading* consiste no uso de informações privilegiadas, que não foram divulgadas ao público, para obter vantagens financeiras em transações no mercado de valores mobiliários.

A legislação brasileira trata a *Insider Trading* como uma infração administrativa e penal, sendo punida com sanções como multas e até mesmo prisão em casos mais graves. A Lei 6.385/76, que criou a CVM, define a *Insider Trading* como uma infração administrativa, enquanto que a Lei 10.303/01, que alterou a lei das sociedades por ações, prevê a criminalização da prática.

³ Porque sua saúde está debilitada — e também porque ele prestou ajuda financeira às vítimas do tsunami no Sri Lanka, dos terremotos no Paquistão e dos atentados de 11 de setembro — o bilionário Raj Rajaratnam conseguiu uma atenuação da pena. Nesta quinta-feira (13/10), um tribunal de Nova York condenou seu "peixe grande" a "apenas" 11 anos de prisão, por fraudes no mercado financeiro. A promotoria queria uma pena de 19 a 24 anos. "A prisão é uma experiência mais grave para pessoas com problemas sérios de saúde", disse em sua decisão o juiz Richard Holwell, segundo o *DealBook*. De qualquer forma, a pena foi a maior da história dos EUA para um crime de *insider trading*, noticiam o *Washington Post*, a *Time Business* e diversas outras publicações. *Insider* é uma pessoa com acesso a informações privilegiadas, antes que elas sejam anunciadas ao público. Não há nada de errado em ser um *insider*. Mas um *insider* é proibido de usar suas informações privilegiadas para fazer transações no mercado financeiro, em benefício próprio. Isso caracteriza o crime de *insider trading* — transações por detentores de informações privilegiadas.

Além da legislação, a CVM editou a Instrução CVM nº 358/2002, que regulamenta a divulgação de informações relevantes e estabelece regras para prevenir o uso indevido de informações privilegiadas. A norma estabelece a obrigação de divulgação imediata de fatos relevantes pelas companhias abertas e também proíbe a negociação de valores mobiliários por pessoas que tenham acesso a informações privilegiadas, como administradores e acionistas controladores.

Marcelo Cavali (2022, p. 67) traz um olhar doutrinário sobre o tema, analisando aspectos como o conceito de *Insider Trading*, sua regulamentação no Brasil e em outros países, as sanções aplicáveis e a jurisprudência dos tribunais brasileiros em casos de *Insider Trading*. O autor defende que a repressão à *Insider Trading* é essencial para garantir a integridade do mercado de valores mobiliários e a proteção dos investidores.

No Brasil, os casos de *Insider Trading* são geralmente investigados e julgados pela CVM, que pode impor sanções administrativas, como multas e proibição de atuação no mercado, além de encaminhar os casos ao Ministério Público para a abertura de ações penais. A punição para a prática de *Insider Trading* varia de acordo com a gravidade do caso, podendo chegar a até três vezes o lucro obtido com a prática ilegal.

Apesar da importância da regulamentação e fiscalização da *Insider Trading*, o tema ainda é desafiador, pois a obtenção de informações privilegiadas pode ser difícil de ser detectada e comprovada. Além disso, a complexidade do mercado financeiro e a rapidez das negociações tornam a investigação dos casos ainda mais complexa.

Em suma, o regime jurídico da *Insider Trading* no Brasil é uma questão importante para garantir a transparência e equidade do mercado de valores mobiliários, proteger os investidores e promover a integridade do mercado.

A legislação e regulamentação existentes, bem como a jurisprudência dos tribunais brasileiros, têm o objetivo de reprimir a prática da *Insider Trading* e punir aqueles que a utilizam de forma indevida, contribuindo para a promoção de um mercado mais justo e transparente.

Outra medida adotada pela CVM para garantir um mercado mais justo e transparente é o aprimoramento do regime jurídico de prevenção e repressão à prática da *Insider Trading*.

A CVM tem editado regulamentações e normas cada vez mais rigorosas e específicas sobre o tema, com o intuito de coibir essa prática e punir os infratores.

Um exemplo é a recente Resolução CVM nº 44, que substituiu a antiga Instrução CVM nº 358, e estabelece presunções e vedações autônomas relacionadas à negociação de valores mobiliários na pendência de divulgação de fato relevante e na divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários.

A norma traz maior clareza ao regime de presunções em casos de *Insider Trading*, especificando o conteúdo de cada presunção, a quem se aplica e em que circunstâncias.

Além disso, a CVM vem atuando em conjunto com outros órgãos, como o Ministério Público e a Polícia Federal, no combate à prática da *Insider Trading*. Recentemente, em 2019, a CVM firmou um acordo de cooperação com o Ministério Público Federal, a Polícia Federal e a Receita Federal para aprimorar a troca de informações e o trabalho em conjunto na apuração e punição de práticas ilegais no mercado financeiro.

Outro instrumento importante na prevenção e repressão da *Insider Trading* é a Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM. A lei estabelece sanções administrativas para as pessoas que praticam a *Insider Trading*, como multas, inabilitação temporária ou definitiva para o exercício de cargos em instituições financeiras e outras sanções previstas em regulamentação da CVM. Além disso, a prática da *Insider Trading* também é tipificada como crime na legislação brasileira, sujeita a pena de reclusão de um a cinco anos e multa.

Diante do exposto, é possível afirmar que o regime jurídico da *Insider Trading* no Brasil tem sido cada vez mais aprimorado e efetivo na prevenção e repressão da prática ilegal. A atuação da CVM, em conjunto com outros órgãos e a edição de regulamentações específicas, tem contribuído para a promoção de um mercado mais justo e transparente, garantindo a confiança dos investidores e a integridade do sistema financeiro.

No entanto, é importante que os participantes do mercado se mantenham atualizados sobre as normas e regulamentações aplicáveis, e atuem de forma ética e transparente em suas negociações, contribuindo para a construção de um mercado financeiro mais saudável e confiável.

Ao realizar negociações de forma ética e transparente, os investidores e *traders* contribuem para a construção de um mercado financeiro mais saudável e confiável. Quando há transparência e integridade nas negociações, os investidores sentem-se mais seguros em investir seu dinheiro no mercado, pois têm a certeza de que suas operações estão sendo executadas de forma justa e imparcial.

Além disso, a ética nas negociações pode evitar fraudes e manipulações de preços, o que pode prejudicar a credibilidade do mercado financeiro como um todo. Quando os investidores têm confiança no mercado, eles são mais propensos a investir seu dinheiro, o que pode ajudar a impulsionar a economia e estimular o crescimento empresarial.

Por outro lado, a falta de ética nas negociações pode ter consequências graves, como escândalos financeiros, queda na confiança do mercado e prejuízos aos investidores. Portanto, é fundamental que as negociações sejam realizadas com integridade, transparência e respeito às leis e regulamentações vigentes.

1.2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A CVM é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, responsável por regulamentar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Ela foi criada em 1976, e, desde então, tem desempenhado um papel fundamental na regulamentação e supervisão do mercado de capitais.

1.2.1. Estrutura

A CVM é composta por um colegiado de cinco membros, indicados pelo Presidente da República e nomeados pelo Senado Federal. O Presidente e o Diretor superintendente são eleitos pelo colegiado e exercem mandatos de cinco anos.

A CVM é composta por um presidente e quatro diretores, que são nomeados pelo Presidente da República. Além disso, a CVM conta com uma estrutura organizacional que inclui diversas superintendências e gerências responsáveis por diferentes áreas, como supervisão de mercado, regulação e fiscalização, normatização, e relações institucionais.

A CVM é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil. É composta por cinco diretores indicados pelo Presidente da República e nomeados pelo Senado Federal, com mandato de cinco anos, permitida a recondução.

1.2.3. Funções da CVM

A CVM possui diversas funções relacionadas à regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários. Entre as principais estão:

- a) Supervisionar o mercado de valores mobiliários e as entidades que o compõem;
- b) Orientar e informar os investidores sobre o mercado de valores mobiliários;
- c) Fiscalizar e controlar as operações do mercado de valores mobiliários;
- d) Promover a transparência e a ética no mercado de valores mobiliários;
- e) Investigar e punir as práticas de *Insider Trading* e outras infrações ao mercado de valores mobiliários.

Além de suas funções regulatórias e fiscalizadoras, a CVM também desempenha um papel importante na educação e orientação de investidores, por meio da divulgação de informações relevantes e da promoção de ações educativas.

1.2.4. Competências

A CVM tem como principal competência a fiscalização e regulação do mercado de valores mobiliários, incluindo a prevenção e o combate ao *Insider Trading*. A CVM tem o poder de investigar e julgar possíveis violações às leis do mercado de valores mobiliários e pode impor sanções administrativas aos infratores.

A CVM possui diversas competências relacionadas à regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários. Entre as principais estão:

- a) Regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários;
- b) Autorizar o funcionamento de entidades do mercado de valores mobiliários;

- c) Registrar e fiscalizar a emissão e negociação de valores mobiliários;
- d) Regular as atividades dos intermediários do mercado de valores mobiliários;
- e) Fiscalizar a observância das normas aplicáveis ao mercado de valores mobiliários;
- f) Aplicar sanções administrativas em caso de infrações às normas regulatórias.

Entre as competências da CVM estão a regulamentação e a fiscalização do mercado de valores mobiliários, incluindo o combate a práticas ilegais, como o *Insider Trading*. Para tanto, a CVM conta com um conjunto de normas e regulamentações que visam garantir a transparência e a integridade do mercado.

1.2.5. Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários

A CVM já julgou vários casos de *Insider Trading* no Brasil, aplicando sanções e multas aos envolvidos. Entre os casos mais conhecidos está o da Sadia, que ocorreu em 2009 e envolveu a negociação de ações da empresa, antes do anúncio de sua fusão com a polêmica envolvendo a JBS.

A JBS, maior produtora de carne bovina do mundo, também foi alvo de acusações de *Insider Trading* em 2017. O grupo foi acusado de ter lucrado em torno de R\$ 100 milhões com a compra de dólares e venda de ações antes do anúncio de sua fusão com a empresa americana *Pilgrim's Pride*. As investigações mostraram que os irmãos Joesley e Wesley Batista, principais acionistas da JBS, teriam recebido informações privilegiadas sobre o negócio.

A Comissão de Valores Mobiliários instaurou processo administrativo sancionador contra a JBS e seus controladores, além de ter aberto uma investigação criminal sobre o caso. Em 2019, Joesley Batista firmou acordo de leniência com a CVM e reconheceu ter praticado *Insider Trading*. Ele pagou multa de R\$ 10 milhões e ficou proibido de atuar no mercado de capitais por cinco anos. Wesley Batista também fez acordo com a CVM, pagando multa de R\$ 550 mil. Os dois irmãos foram presos em 2017 no âmbito da operação Lava Jato, mas foram soltos após firmarem acordo de delação premiada.

A CVM possui uma jurisprudência própria, que é formada a partir das decisões tomadas em processos administrativos que julgam infrações ao mercado de valores mobiliários. Essas decisões têm caráter vinculante para os participantes do mercado, ou seja, devem ser seguidas por todos os envolvidos em transações de valores mobiliários.

Suas jurisprudências são consolidadas no combate ao *Insider Trading*, tendo julgado diversos casos de práticas ilegais no mercado de valores mobiliários. Em geral, a CVM tem adotado uma postura rigorosa no que se refere a essa prática ilegal, aplicando multas e sanções aos infratores, além de buscar a reparação de danos causados aos investidores afetados.

1.2.6. Novas Regras da CVM sobre Presunções de Uso, Acesso e Ciência de Informação Relevante na Negociação de Valores Mobiliários

Recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou uma nova norma para a disciplina da divulgação de informações sobre fato relevante e negociação de valores mobiliários na pendência de divulgação dessas informações. A resolução nº 44 trouxe algumas mudanças importantes, como a especificação das presunções de uso, acesso e ciência de informações privilegiadas, além de vedações autônomas a negociações de *Insiders*, antes da divulgação de informações contábeis.

As presunções estabelecidas na norma permitem que se considere que uma pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada, fez uso dessa informação. Da mesma forma, presume-se que acionistas controladores, administradores, membros do conselho fiscal e a própria companhia, em negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada, no entanto, as presunções são relativas e admitem prova em contrário.

Por outro lado, a resolução nº 44 também flexibilizou os critérios para a elaboração de planos individuais de investimento ou desinvestimento, permitindo o afastamento das presunções e vedações à negociação previstas na norma, no entanto, é importante ressaltar que a norma vale apenas para os fatos ocorridos

após a sua entrada em vigor e ainda não há precedentes para indicar a interpretação do colegiado a respeito.

Em geral, a resolução nº 44, busca conferir maior clareza ao regime de presunções em casos de *Insider Trading* e alinhar a regulamentação à jurisprudência da CVM.

É essencial que os administradores e controladores de companhias abertas sejam mais conservadores e estejam atentos à possível existência de informação privilegiada ao negociarem valores mobiliários de emissão das companhias, a fim de evitar questionamentos e possíveis sanções.

A legislação brasileira sobre *Insider Trading* se baseia, em grande parte, na americana. Nos Estados Unidos, a prática é tipificada como crime, punível com multas e prisão. A *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão equivalente à CVM, é responsável por fiscalizar o mercado de capitais e investigar denúncias de *Insider Trading*. Além disso, as empresas têm o dever de informar ao mercado qualquer fato relevante que possa afetar a cotação de suas ações.

No Brasil, a Lei 6.385/76, que criou a CVM, prevê sanções administrativas e civis para quem praticar *Insider Trading*. A pena pode variar de multa a proibição de atuar no mercado de capitais. A Lei das Sociedades Anônimas Lei 6.404/76 também estabelece a obrigação das companhias de divulgar ao mercado qualquer fato relevante que possa influenciar a decisão dos investidores.

Embora existam semelhanças entre as legislações brasileira e americana em relação ao *Insider Trading*, há diferenças significativas no tratamento dado à prática em ambos os países. Nos Estados Unidos, o *Insider Trading* é considerado crime federal e pode resultar em pena de prisão, o que não é o caso no Brasil. Além disso, as sanções administrativas aplicadas pela SEC são geralmente mais severas do que as impostas pela CVM.

Apesar das semelhanças entre as legislações, há diferenças importantes entre o tratamento dado ao *Insider trading* nos dois países. Nos Estados Unidos, a prática é considerada crime e punida com pena de prisão, o que não ocorre no Brasil. Além disso, as sanções administrativas aplicadas pela SEC costumam ser mais rigorosas do que as impostas pela CVM. GOMES; COELHO; FERREIRA; Heloisa. 2020. p. 30)

Outra diferença significativa, é que nos Estados Unidos as empresas são obrigadas a divulgar imediatamente qualquer fato relevante que possa afetar o preço

de suas ações, enquanto no Brasil a obrigação é de divulgar fato relevante apenas quando ocorre alguma mudança no quadro societário ou na administração da empresa.

Isso pode levar a um atraso na divulgação de informações importantes, o que pode prejudicar os investidores e até mesmo o mercado financeiro como um todo. Portanto, a regulamentação do *Insider Trading* no Brasil tem como objetivo principal proteger os investidores e garantir a transparência do mercado.

Nos Estados Unidos, a regulamentação do *Insider Trading* é bastante rigorosa e existem diversas normas para coibir essa prática. As principais legislações sobre o assunto são a *Securities Act* de 1933 e a *Securities Exchange Act* de 1934.

Além disso, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos, possui um papel fundamental na fiscalização do *Insider Trading*.

Ao contrário do que ocorre no Brasil, nos Estados Unidos, a definição de *Insider Trading* é mais ampla e abrange qualquer transação realizada com base em informações privilegiadas, mesmo que a pessoa não esteja diretamente envolvida com a empresa que emitiu os valores mobiliários. Dessa forma, o uso indevido de informações pode levar à aplicação de multas pesadas e até mesmo a prisão.

As diferenças entre a legislação brasileira e americana no que diz respeito ao *Insider Trading* são significativas. Nos Estados Unidos, a prática é considerada um crime federal, passível de punição com pena de prisão, diferentemente do que ocorre no Brasil. Além disso, os órgãos reguladores americanos, como a SEC, possuem maior autonomia para conduzir investigações e aplicar sanções mais rigorosas. Outra diferença importante é que, nos Estados Unidos, a ação pode ser processada em qualquer estado do país, enquanto no Brasil a competência para julgamento pode variar de acordo com o caso em questão.

Outra diferença significativa entre as legislações brasileira e americana é que nos Estados Unidos, o *Insider Trading* é considerado um crime federal, o que significa que a ação pode ser processada em qualquer estado do país. Além disso, os órgãos reguladores americanos têm maior autonomia para conduzir investigações e aplicar punições mais severas. GOMES; COELHO; FERREIRA; Heloisa. 2020. p. 30)

Embora o Brasil esteja evoluindo na regulamentação do *Insider Trading*, ainda há muito a ser feito para que as práticas ilícitas sejam coibidas de maneira eficaz. Em um mundo cada vez mais conectado e onde as informações circulam rapidamente, é essencial que a legislação esteja atualizada e seja aplicada de forma efetiva.

É importante destacar que o mercado de valores mobiliários representa uma significativa fonte de financiamento para as empresas e para o país em geral, e a confiança dos investidores é um fator fundamental para manter sua solidez e estabilidade. Nesse sentido, aprimorar a legislação relativa ao Insider Trading e fortalecer os órgãos reguladores é essencial para garantir a integridade do mercado e a confiança dos investidores.

Afinal, o mercado de valores mobiliários é uma importante fonte de financiamento para as empresas e para o país como um todo, e a confiança dos investidores é fundamental para garantir sua solidez e estabilidade. Diante desse contexto, aprimorar a legislação sobre Insider Trading e fortalecer os órgãos reguladores é fundamental para garantir a integridade do mercado e a confiança dos investidores. GOMES; COELHO; FERREIRA; Heloisa. 2020. p. 35)

Isso pode contribuir para a atração de novos investimentos e para o desenvolvimento econômico do país. Além disso, é importante conscientizar as empresas e seus colaboradores sobre a importância da ética e da transparência nos negócios, evitando assim práticas ilícitas e prejudiciais ao mercado.

No Brasil, a regulamentação ainda precisa avançar para coibir efetivamente essa prática e garantir a integridade do mercado. Nos Estados Unidos, a regulamentação é mais rigorosa e as punições são mais severas, o que pode servir de inspiração para aprimorar a legislação brasileira.

De qualquer forma, é fundamental que a ética e a transparência nos negócios sejam valorizadas para garantir a confiança dos investidores e o desenvolvimento econômico do país.

No Brasil, a regulamentação do *Insider Trading* é uma questão de extrema importância para garantir a transparência e a equidade do mercado de valores mobiliários, proteger os investidores e promover a integridade do mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exerce um papel fundamental na supervisão e aplicação das normas que disciplinam a prática, podendo fiscalizar e

punir condutas de *Insider Trading* com sanções que variam desde multas até a proibição de atuar no mercado financeiro.

No entanto, é preciso reconhecer que a regulação do *Insider Trading* é um desafio, uma vez que a obtenção de informações privilegiadas pode ser difícil de ser detectada e comprovada. Além disso, a complexidade do mercado financeiro e a rapidez das negociações tornam a investigação dos casos ainda mais complexa.

No Brasil, a CVM exerce um papel fundamental na supervisão e aplicação das normas que disciplinam a prática do *Insider Trading*, tem poder para fiscalizar e punir condutas de *Insider Trading*, com sanções que variam desde multas até a proibição de atuar no mercado financeiro, no entanto, é importante ressaltar que a regulação do *Insider Trading* não é uma tarefa fácil e pode apresentar desafios. (COSTA, 2019. p. 31)

Por exemplo, a dificuldade em provar a existência de *Insider Trading* é um problema que pode limitar a efetividade da regulação. Além disso, em alguns casos, o próprio sistema legal pode ser considerado leniente em relação a esse tipo de prática.

No estudo comparado da *Insider Trading* entre Brasil e Estados Unidos, é possível observar que a regulação da prática é mais rígida nos Estados Unidos, onde a SEC tem um papel ativo na investigação e punição de condutas de *Insider Trading*. Além disso, os tribunais norte-americanos possuem jurisprudência mais consolidada e previsível em relação ao tema.

No Brasil, apesar de a regulação do *Insider Trading* ter evoluído nos últimos anos, ainda há espaço para aprimoramentos. A CVM tem buscado aumentar a efetividade da regulação, com medidas como a intensificação das fiscalizações e a criação de novas normas.

Além disso, é importante que os investidores estejam atentos e denunciem condutas suspeitas de *Insider Trading*, contribuindo para a promoção de um mercado mais justo e transparente.

É importante ressaltar que a regulamentação do *Insider Trading* no Brasil não se limita apenas ao âmbito criminal, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de valores mobiliários no país, possui um papel crucial na fiscalização e combate a essa prática ilegal.

Ressalta-se que a regulação do *Insider Trading* não se restringe apenas à esfera penal. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do

mercado de valores mobiliários no Brasil, desempenha um papel fundamental no combate a essa prática ilegal. (BASSO, 2019. p. 92.)

Embora a regulamentação do *Insider Trading* no Brasil apresente semelhanças com a norte-americana, há algumas diferenças significativas entre os dois regimes jurídicos. Uma das principais diferenças está relacionada à punição dos infratores.

Nos Estados Unidos, a prática do *Insider Trading* é considerada crime, punível com pena de prisão, multas e outras sanções. Além disso, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de valores mobiliários nos EUA, tem adotado uma postura ainda mais rigorosa do que a CVM no que se refere ao combate ao *Insider Trading*.

No Brasil, por outro lado, o *Insider Trading* é considerado uma infração administrativa, punível com multas e sanções aplicadas pela CVM. Embora a prática também possa configurar crime, a legislação brasileira não prevê pena de prisão para os infratores.

1.4. REPRESSÃO ADMINISTRATIVA E PENAL DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

O uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários é um problema que há muito tempo vem preocupando reguladores, investidores e demais agentes do mercado. Nesse contexto, a obra "*Insider Trading*" de Marcelo Costenaro Cavali traz importantes reflexões sobre a repressão administrativa e penal desse tipo de conduta.

De acordo com o autor, o *Insider Trading* consiste na negociação de valores mobiliários com base em informação privilegiada, ou seja, informação que ainda não foi divulgada ao mercado e que, se divulgada, poderia influenciar a decisão de investidores na compra ou venda desses valores mobiliários.

O uso desse tipo de informação confere uma vantagem indevida ao *Insider* em relação aos demais investidores, o que compromete a integridade e a transparência do mercado.

Além disso, o interesse público subjacente ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, que vive da aplicação de poupanças dos investidores, pressupõe a existência de condições de segurança para a tomada de decisão na aplicação, ou não, dos recursos em determinado mercado. (CORSETTI, p.107, 2013)

Cavali (2022, p. 65) destaca que, no Brasil, a repressão ao *Insider Trading* se dá tanto no âmbito administrativo quanto no penal. No âmbito administrativo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a responsável por fiscalizar e punir esse tipo de conduta, podendo impor sanções como multas, inabilitação para o exercício de cargos em companhias abertas e proibição de participação em oferta pública de valores mobiliários.

Já no âmbito penal, o *Insider Trading* é tipificado como crime de uso indevido de informação privilegiada, previsto na Lei nº 6.385/76. Segundo o autor, a criminalização dessa conduta é importante para a proteção dos investidores e do mercado como um todo, pois confere maior rigor na repressão a essa prática, além de sinalizar para a sociedade a gravidade desse tipo de conduta.

Cavali ressalta que a efetividade da repressão ao *Insider Trading* depende da adequação das normas e dos instrumentos de fiscalização e punição. Ele destaca que, apesar do avanço na legislação e na atuação da CVM, ainda há desafios a serem enfrentados, como a necessidade de aprimoramento das técnicas de investigação, o reforço da cooperação internacional e a conscientização dos investidores e demais agentes do mercado sobre a gravidade do *Insider Trading*.

Diante desse cenário, a obra se apresenta como uma importante contribuição para a discussão sobre a repressão ao *Insider Trading*, pois traz reflexões fundamentadas em uma análise profunda da doutrina e da jurisprudência, além de oferecer sugestões para o aperfeiçoamento da repressão a essa prática.

A regulação do *Insider Trading* no Brasil é de extrema importância para garantir a integridade e a transparência do mercado de valores mobiliários. A prática do *Insider Trading* pode causar prejuízos significativos aos investidores, afetando a confiança no mercado e prejudicando o desenvolvimento econômico do país.

A regulação do insider trading no Brasil é de extrema importância para garantir a integridade e a transparência do mercado de valores mobiliários. A prática do insider trading pode causar prejuízos significativos aos investidores, afetando a confiança no mercado e prejudicando o desenvolvimento econômico do país. (MEDEIROS, 2020. p. 57.

Nesse sentido, é fundamental que as autoridades reguladoras e fiscalizadoras, como a CVM, exerçam sua função de forma eficiente e efetiva, com o objetivo de coibir práticas ilegais e garantir a segurança do mercado financeiro. Para isso, a CVM deve ter uma estrutura sólida e bem organizada, com competências claras e bem definidas, de modo a poder atuar de forma preventiva e repressiva.

Além disso, é importante que haja uma cooperação internacional entre as autoridades reguladoras de diferentes países, de forma a garantir uma maior efetividade no combate ao *Insider Trading* em um contexto globalizado. Isso pode ser feito por meio de acordos e tratados internacionais, bem como de ações coordenadas entre as autoridades.

2. A COMPLIANCE E A RESPONSABILIDADE DOS DIRIGENTES DE EMPRESAS

Nesse capítulo, será estudada a importância da implementação de um programa de *Compliance*, nem como a responsabilidade dos diretores das empresas, tendo em vista, a sua posição de garante.

2.1.1. A Responsabilidade dos Dirigentes de Empresas

A legislação Civil brasileira atribui aos dirigentes e administradores de empresas a forma objetiva de imputação da responsabilidade, incumbindo-os de suportar todos os riscos do empreendimento, mesmo que não tenham sido os causadores diretos do dano.

Neste sentido, recai sobre estes administradores um dever de responsabilidade de proteção e de vigilância sobre todos os atos danosos, praticados por aqueles que estejam sob seu dever de proteção, quando acarretarem prejuízos ou lesões a bens jurídicos de terceiros, tenham estes a obrigação de reparar na esfera cível e enfrentar uma possível responsabilização no âmbito penal.

Partindo-se desta premissa, parece firmar-se o entendimento de que exista sobre os diretores e administradores uma responsabilidade geral de cuidado e vigilância.

No entanto, não existe no ordenamento jurídico pátrio tal dever, de garantia ou de vigilância geral, sob os atos de todos ao seu redor, por isso, o objetivo não é exaurir todo o assunto sobre o tema, mas delimitar alguns aspectos da responsabilidade a qual possam estar sujeitos os administradores e diretores de empresas no desenvolvimento de suas atividades.

Assim, não existe mais controvérsia sobre as pessoas que estão sujeitas ao dever de não negociar, porquanto a norma não faz qualquer restrição quanto aos possíveis sujeitos ativos da infração administrativa. (CAVALI, p. 151, 2022).

Note-se, portanto, que a aplicabilidade da norma não se restringe àqueles que receberam a informação dolosamente de um fonte interna à companhia ou de alguém que possua dever de sigilo em relação a ela. (CAVALI, p. 152, 2022).

Deste modo, a problemática da responsabilização na esfera empresarial se dá com o crescimento do empreendimento, tendo em vista que, na mesma medida em que crescem os lucros e fluxos de informação, cresce também a necessidade de um número maior de pessoas para o exercício e desenvolvimento pleno da atividade empresarial, de modo que o diretor ou administrador, não podendo mais realizar sozinho o trabalho de gerenciamento, poderá optar por uma forma de distribuição desta competência dentro da organização, através da criação de funções ou de setores dentro do organograma funcional, conhecido também como departamentalização.

Por conseguinte, com a constituição da departamentalização, transfere-se ao funcionário, ou terceiro, parte da responsabilidade administrativa, o que fará com que este obtenha certa independência na tomada de decisão dentro do setor, ao qual irá permanecer como responsável.

Diante disso, existe a problemática de que poderão estes ser responsabilizados, assumindo nas esferas cível e penal o encargo pelo departamento que gerenciam? Ou mais, estariam, diante disso, os diretores e administradores desincumbidos do dever de guarda e vigilância, e dos mesmos deveres civis e penais?

Aproveitando-se das atuais discussões arguidas a partir da vigência da Lei 12.846/2013, que trata da responsabilidade civil e administrativa da pessoa jurídica por atos praticados contra a Administração Pública, a *Compliance* tem apresentado ampla aplicação e tem se tornado um conteúdo essencial no magistério moderno, em especial desde o julgamento do “Mensalão”, alvo de grandes debates.

O conhecimento metodológico empregado neste capítulo, embora em sua maior parte seja considerado o científico, abrangerá, também, o conhecimento tácito uma vez que não há um modelo padrão, ou ideal, pois a *Compliance* está em fase de amadurecimento, e não é por se tratar de matéria recente ou contemporânea, pois, a décadas a *Compliance* já vem sendo objeto de estudo em outros países.

No entanto, no Brasil, passou-se a ser cada vez mais tema de debates em razão dos inúmeros casos de denúncias de corrupção feitas pelo Ministério Público Federal (MPF), envolvendo diretores, administradores e encarregados de garantir a integridade organizacional (*Compliance Officers*).

Inicialmente pode-se definir a *Compliance* como o agir de acordo com a regra ou preceitos, que regem determinado setor. Isto posto, há previsão normativa de

formas de atenuação das sanções e de multas fixadas as empresas que mantenham um programa responsável de *Compliance*, com intuito de incentivá-las, através dos programas de integridade, a diminuir a prática de atos ilícitos no âmbito empresarial.

E este ensejo tem gerado um aumento do interesse dos diretores e administradores de empresas pela implementação de programas de *Compliance*, como forma de garantir e preservar a sociedade e a imagem da empresa através de um adequado código de conduta interno e uma boa reputação à imagem da empresa.

Observando que são pessoas naturais que praticam os atos de gestão, e as mesmas estão sujeitas a falhas, neste sentido é que a *Compliance* surge como um instrumento de auxílio, com objetivo de minimizar os danos causados por um não *Compliance*.

O programa de *Compliance* tem como objetivo promover a conformidade e a ética empresarial, permitindo a fiscalização das ações e decisões tomadas em todos os setores da empresa, desde a administração até os menores departamentos. Essa prática viabiliza o monitoramento e a integridade das informações geradas diariamente, através de protocolos desenvolvidos pelos *Compliance Officers* (CO). Dessa forma, é possível minimizar as sanções e punições que a empresa possa vir a receber, além de evitar a responsabilização de pessoas naturais que a administram.

O programa de *Compliance*, por sua vez, permite que seja possível a fiscalização de ações e decisões tomadas em cada setor, desde a administração até os menores departamentos, viabilizando o monitoramento e a integridade das informações que são geradas no dia a dia, através de protocolos desenvolvidos sob a responsabilidade dos *Compliance Officers* (CO), que visam a minimização de sanções e punições da pessoa jurídica e eventuais responsabilizações das pessoas naturais que a administram. (BEZERRA; VALLE, 2016. p. 25)

A *Compliance* mantém canais de denúncia pelos próprios funcionários com a intenção de maior transparência, estar em *Compliant* ou (integridade) é garantir que no âmbito empresarial, sejam adotadas medidas adequadas para a proteção e vigilância dos bens jurídicos alheios. Assim, “a denúncia, portanto, é o aviso, o alerta lançado para avaliação de outrem sobre algo que pode parecer passível de responsabilização” (CARVALHO, *et al*, 2019, p. 156).

Neste aspecto, a interpretação normativa e jurisprudencial é de que a pessoa jurídica de direito privado possa minimizar certas imputações cíveis e penais quando

possui um programa de *Compliance*, mas não há previsão de que o mesmo instituto possa ser usado com o intuito de eximir ou diminuir as sanções aplicadas aos diretores e administradores das empresas.

Nos crimes de omissão imprópria, faz-se necessário estabelecer os limites da responsabilidade imputada a cada indivíduo.

Diante desta narrativa, se fará necessário percorrer a aplicação da *Compliance* no ordenamento jurídico e quais as tendências jurídicas de sua utilização na esfera empresarial para, então, poder-se delimitar a responsabilidade não só dos diretores e administradores, mas também daqueles que adquirem o dever de guarda e vigilância por derivação, como é o caso dos *Compliance Officers*, e assim, ao final, se possa obter respaldo e fundamento para se delimitar e compreender-se de alguma forma por analogia, doutrina ou jurisprudência.

A *Compliance* poderá ser utilizada como forma de reduzir a responsabilidade dos administradores nos crimes de omissão imprópria e em casos de *Insider Trading*.

“No Brasil, (...), a Lei Anticorrupção estabelece a responsabilidade objetiva, administrativa e civil, das empresas por atos lesivos contra a Administração Pública nacional ou estrangeira, ainda que praticados por terceiros, em seu benefício, exclusivo ou não” (CARVALHO, *et al* 2019, p. 122).

Muito se tem discutido, recentemente, a respeito da responsabilização dos dirigentes e administradores das empresas, tendo em vista que, até a alguns anos atrás os mesmos eram considerados como de uma classe blindada, por razões relevantes de influência e de capacidade financeira. No entanto, existe no ordenamento jurídico brasileiro, dispositivos legais que prescrevem diversas sanções aos empresários. Antes de se estudar a responsabilidade desses dirigentes, faz-se necessário balizar, através da legislação vigente e também por fundamentos doutrinários, qual é a concepção de empresa e empresário, assim como quais as são as obrigações contraídas pelos sócios e administradores, quando integram tal relação jurídica.

2.1.2. Responsabilidade Civil

A definição para o termo empresário é encontrada no art. 966 do CC e que exprime em seu parágrafo único a diferença de atividades não consideradas empresárias, onde expõe:

Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa. (BRASIL, 2002, s/p.)

Desta forma, para ser considerado empresário, deve-se exercer profissionalmente atividade econômica organizada que, nas palavras de (ALCÂNTARA, 2017, p. 44): “consiste em (...) administrar literalmente a atividade explorada, ter aquela atividade como profissão, participar com habitualidade do dia a dia empresarial, sabendo o que acontece, ser peça fundamental nos resultados (...)”.

Portanto, a pessoa natural que decidir aplicar-se a ser um empresário, antes de iniciar o exercício da atividade econômica será necessário que faça o registro do empreendimento no órgão competente: o Registro Público de Empresas Mercantis.

Para isso será necessária a elaboração de um contrato social, que preencha alguns requisitos elencados no art. 967 *caput* e incisos seguintes do CC, como: a qualificação completa dos sócios, a sede onde a empresa desenvolverá suas atividades, o objeto social que é a atividade que a empresa irá desenvolver, ainda, deverá este contrato, constar o valor do capital social, na qual servirá de um valor em moeda corrente nacional ou patrimônio inicial da empresa, que será obtido através dos seus sócios, que devem retirar do seu patrimônio particular a quantia que representa o seu percentual de quotas na empresa e integralizar, para que a sociedade inicie deste modo o desenvolvimento de seu objeto e atividade econômica.

É a partir desses fundamentos iniciais que se pode constituir uma sociedade, através da *affectio societatis* (*vontade dos sócios*), para que haja a “união de pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”, art. 981 do CC, (BRASIL, 2002, s/p.).

O registro empresarial é um marco fundamental para o empresário, pois é ele quem define a forma de responsabilidade ao qual o mesmo estará sujeito. A

ausência do registro da empresa no órgão competente também é prevista no Código Civil, esse instituto é denominado de Sociedade Não Personificada.

Nas sociedades não personificadas, o que prevalece é a informalidade da associação de pessoas, com isso a forma de imputação da responsabilidade se torna ampla, ilimitada, o que basta para despontar certa preocupação e, conforme (MAMEDE, 2015, p. 33), “(...) a dúvida deve beneficiar aquele contra quem se alega, sem documentos, a existência de sociedade em comum”.

Desta forma, torna-se fundamental o registro empresarial e a devida atenção do empresário ao tipo de registro.

2.1.3. Configurações de Responsabilidade Civil Empresarial

No domínio empresarial, existem diversas formas de imputação da responsabilidade, quer seja sobre os atos ilícitos praticados no desenvolvimento da atividade empresária, ou até mesmo dos atos lícitos derivados da atividade empresária permitida, que possam vir a prejudicar bens jurídicos de terceiros. Conforme estabelece o Código Civil:

Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem. (BRASIL, 2002, s/p.)

Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes. (BRASIL, 2002, s/p.)

Estes dispositivos supracitados estabelecem a responsabilidade sobre o dever de indenização, seja pelos danos patrimoniais ou extrapatrimoniais, previsto ainda no art. 5º, inciso X, da Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB) que diz: são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação” (BRASIL, 1988, s/p.).

Ainda, nas palavras de Silva (1995, p. 197), “a vida não é apenas um conjunto de elementos materiais. Integram-na, outrossim, valores imateriais, como os morais”. Assim, independentemente de culpa, é perceptível a imposição do dever de indenizar atribuído as empresas em relação aos danos causados a bens jurídicos de terceiros quer seja material ou imaterial. O que não se pode deixar de observar é o direito de que a companhia goza de poder propor ação de regresso contra quem deu causa ao dano, conforme art. 930 do CC: “(...) se o perigo ocorrer por culpa de terceiro, contra este terá o autor do dano ação regressiva para haver a importância que tiver ressarcido ao lesado” (BRASIL, 2002, s/p.).

De início, todo ônus derivado das atividades empresariais são suportados pela própria empresa, pessoa jurídica. Por isso é tão importante e necessário a verificação de como se deu a sua constituição, podendo os encargos serem repassados aos sócios e administradores por força normativa, conforme os dispositivos arts. 1.022 e 1.023 do CC (BRASIL, 2002, s/p.):

A sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador. Se os bens da sociedade não lhe cobrirem as dívidas, respondem os sócios pelo saldo, na proporção em que participem das perdas sociais, salvo cláusula de responsabilidade solidária.

Em se tratando de empresa não personificada, ou seja, sociedades informais, (ALCÂNTARA, 2017, p. 51) diz: “(...) quando duas ou mais pessoas se unem para comungar esforços e iniciarem a exploração de determinada atividade sem se preocuparem com seu ato constitutivo nem com seu registro que é obrigatório”, ou seja, ao desrespeitar a imposição legal, os bens e dívidas advindas desta atividade informal constituem patrimônio especial, em que os sócios respondem solidariamente e ilimitadamente em conjunto, com poucas exceções, como é o caso de haver designação em pacto limitativo de poder, e que esteja ciente o terceiro interessado,

Já nas Sociedades de Responsabilidade Limitada, conforme o artigo 1.052. CC, (BRASIL, 2002, s/p.), “(...) a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social, ou seja, com a constituição e registro do contrato social os sócios responderão somente pelo valor de suas quotas”, logo, se o valor do passivo a ser pago for superior ao ativo, e a pedido de algum credor for aberta a recuperação

judicial, o encadeamento de pagamento a ser seguido será o elencado no art. 83, da Lei 11.101/2005 (Recuperação judicial e falências).

Portanto, irão receber seus créditos aqueles que estiverem dentro do alcance das disponibilidades financeiras da instituição para pagamento, quanto aos demais credores, de imediato ficarão sem receber, podendo, dentro de um período de tempo, tentar executar a empresa, sem garantias de recebimento.

Uma das principais características das empresas registradas como Sociedades de Responsabilidade Limitada, é a de que os sócios que integram o contrato social respondem somente por dívidas de até o total de suas quotas sociais integralizadas ao patrimônio líquido da empresa, e todos os sócios somente respondem solidariamente pelo capital não integralizado.

Esta regra, porém, tem uma exceção, que é o instituto da desconsideração da personalidade jurídica, que consiste em retirar o limite de proteção que há entre a pessoa jurídica e a pessoa natural (sócios e administradores), e possibilitar o alcance dos bens pessoais destes, com o objetivo de se viabilizar o pagamento dos passivos que a empresa não conseguir liquidar com seu próprio patrimônio, ou seja, através da desconsideração, fazer com que o patrimônio dos sócios sejam liquidados para a possível quitação de dívidas remanescente da atividade empresarial, conforme prescreve o art. 1.024 do CC: “os bens particulares dos sócios não podem ser executados por dívidas da sociedade, senão depois de executados os bens sociais” (BRASIL, 2002, s/p.).

No entanto, no processo jurídico, a arguição da desconsideração da personalidade jurídica só poderá ser invocada se no caso concreto houver sido cumprido alguns requisitos legais, ao qual esclarece o CC:

Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso. (BRASIL, 2002, s/p.)

No texto legal, é possível identificar que a desconsideração da personalidade jurídica é arguida no processo jurídico para responsabilizar os sócios e os administradores. Neste mesmo contexto, o art. 1.016, do CC alude que: “os

administradores respondem solidariamente perante a sociedade e os terceiros prejudicados, por culpa no desempenho de suas funções”, (BRASIL, 2002, s/p.).

Desta forma, no âmbito cível, a responsabilidade por indenizar terceiros por prejuízo do seu bem jurídico lesado não é imputada somente aos sócios, mas, sim, aos administradores ou outros colaboradores da empresa no desempenho de suas funções.

Na esfera cível, a reparação é em pecúnia, ou em obrigações de não fazer, responsabilizando as pessoas jurídicas ou às pessoas naturais que dela fazem parte.

Existe, ainda, a possibilidade de atribuição da responsabilidade penal a estes indivíduos, quando nas atividades desenvolvidas pela pessoa jurídica houver ameaça ou lesão a bens jurídicos protegidos pelo Código Penal brasileiro. Conforme disposição do próprio CC, art. 935: “A responsabilidade civil é independente da criminal, não se podendo questionar mais sobre a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor, quando estas questões se acharem decididas no juízo criminal”. (BRASIL, 2002, s/p.)

Neste aspecto, são as pessoas naturais que cometem ilícitos penais na esfera empresarial, por seus atos de gestão, a quem, portanto, serão imputadas as devidas responsabilidades? Seria a empresa responsabilizada pelos delitos praticados por seus gestores e administradores, ou os próprios gestores e administradores responsabilizados pelos delitos praticados por seus subordinados? Ao que parece, para se obter as respostas destes questionamentos, insurgem indagações a serem inicialmente perquiridas, conforme disposto nos capítulos seguintes.

2.1.4. Responsabilidade Penal

Leciona Prado (2013, s/p. e-book) que: “os crimes ou delitos são punidos com penas privativas de liberdade, restritivas de direitos e de multa (art. 32, CPB)”. Essas são as formas de punição aceitas no ordenamento jurídico brasileiro como forma de se penalizar os agentes que praticam delitos tipificados no Código Penal brasileiro (CPB). Para Aury Lopes Junior (2018, s/p. e-book): “a) elemento objetivo: é o caso penal, ou seja, o fato aparentemente punível praticado; b) elemento subjetivo: composto por aquele que exerce a pretensão (acusador) e contra quem se pretende

fazer valer essa pretensão (acusado)”, esses são critérios que fazem parte da estrutura da pretensão acusatória que deve ser realizada pelo Ministério Público.

Os delitos penais podem ainda ser classificados, quanto conduta do agente, em dois tipos, os delitos comissivos ou omissivos, assim também dispõe o CPB (BRASIL, 1940, s/p.): “Art. 13. O resultado, de que depende a existência do crime, somente é imputável a quem lhe deu causa. Considera-se causa a ação ou omissão sem a qual o resultado não teria ocorrido”.

Neste sentido, Guaragni (et al, 2015, p. 168) entende que “A conduta omissiva própria está descrita no tipo penal na forma de um não fazer, a exemplo do crime de omissão de socorro (...)”.

Via de regra os delitos elencados no CPB são comissivos, ou seja, somente é imputado o crime a aquele que deu causa, ainda em conformidade e observância ao princípio da pessoalidade que está consolidado no art. 5º, inciso XLV, da CRFB que dispõe que “nenhuma pena passará da pessoa do condenado (...)”. Logo, a aplicação do artigo 13 supracitado traz a garantia de que o simples agir ou atuar de forma delitiva bastará para que seja imputado ao agente a punição do tipo penal criado para proteção do bem jurídico ofendido.

Não serão abordados com maior profundidade os crimes comissivos, mas, sim, os omissivos, no objetivo de, ao final, poder-se concluir quais são as responsabilidades penais imputadas aos dirigentes e administradores de empresas, pelos crimes praticados por terceiros ou funcionários que estão sob sua supervisão ou dever de cuidado, proteção e vigilância e, ainda, será exposto em quais circunstâncias essas responsabilidades imputadas aos dirigentes e administradores poderão ou não, serem transferidas a aqueles as quais foram delegadas as funções ou dever de cuidado, proteção e vigilância.

Pela complexidade da delegação das funções no âmbito empresarial, as quais podem haver numerosas departamentalizações ou divisões de setores dentro da empresa, será abordado um só setor especificamente, o de *Compliance*, administrado pelos *Compliance Officers* (CO) ou Encarregados de Vigilância (EV).

Segundo Estellita (2018, p. 117), “parte majoritária da doutrina fundamenta a posição de garantidor dos dirigentes de empresas pelo seu controle sobre a fonte de perigo “empresa” (grifo nosso)”, o que conduz, portanto, ao fundamento de que os crimes imputados aos dirigentes e administradores de empresas são os omissivos

impróprios, não os omissivos próprios, pois, conforme (PRADO, 2013, s/p. e-book) elucida:

Delito omissivo *próprio* ou *puro*: consuma-se com a simples omissão de uma atividade legalmente exigida. (...) não exigem um resultado natural para o perfazimento do tipo objetivo, mas se diferenciam em matéria de injusto (exemplos: art. 133 – abandono de incapaz, (...), mas os omissivos impróprios: há aqui um resultado causado por uma omissão do autor, que tinha nas circunstâncias o dever de impedi-lo (dever de garantidor). Deixa-se de cumprir com o dever de agir para impedir o resultado incriminado na lei penal. (PRADO, 2013, s/p. e-book)

Neste aspecto, garante também o CPB, em seu art. 13 e § 2º, que “a omissão é penalmente relevante quando o omitente devia e podia agir para evitar o resultado” (BRASIL, 1940, s/p.). Assim a responsabilidade dos dirigentes e administradores parte deste aspecto, do dever de cuidado, proteção e vigilância, conforme prevê art. 13, § 2º, alínea “a”.

O garantidor deve agir para evitar o resultado ofensivo ao bem jurídico ameaçado, seja porque tem de defendê-lo (garantidor de proteção), seja porque tem de controlar e conter a fonte de perigo (garantidor de vigilância) (ESTELLITA, 2018, p. 96).

Nesse aspecto, aos dirigentes e administradores são incumbidos esses deveres de proteção e vigilância, para resguardar possíveis ofensas a bens jurídicos ou procurar conter as fontes de perigo.

Nestas perspectivas, é compreensível que o garantidor possua ou detenha maiores informações sobre o desenvolvimento das atividades econômicas ligadas a empresa, ao qual os subordinados se com em uma posição de inteira confiança de que esse garantidor, ao desenvolver as atividades cotidianas da empresa, se certifique de que estarão sendo usados os meios ideais de contenção dos riscos e perigos, e que seus colaboradores, em um dado momento, não estarão sendo colocados em uma situação de perigo, que lhe fuja do controle. “Assim se sustenta a posição de garantidor dos dirigentes e administradores, “pelo controle que exercem sobre a fonte de perigo” (ESTELLITA, 2018, p. 98).

Neste sentido (BOCKELMANN, pg. 170 *apud* GUARAGNI, et al 2015, pg.168): “(...) bem como algumas relações de autoridade e o estabelecimento de fontes de perigo para posições de garantidor, das quais resulta a obrigação do garantidor de resultados típicos”.

Essa liberdade de organizar e gerir o negócio é que compromete o administrador a tomar medidas de prevenção como forma de se proteger de possíveis punições por ofensa a bens jurídicos resguardados na esfera penal, e esse dever de vigilância pode englobar três possibilidades: “a responsabilidade sobre coisas perigosas, a responsabilidade por pessoas perigosas e a responsabilidade pela própria criação anterior do risco (ingerência)” (ESTELLITA, 2018, p. 100).

Por conseguinte, o diretor ou administrador possui a particularidade de uma relação de dependência ativa, em que devam evitar no exercício da liberdade organizacional, a adoção de condutas temerárias de manutenção das fontes de perigo, pois, ao assumir algum tipo de risco que coloque seus funcionários ou terceiros em um estado ou ameaça de lesão a qualquer bem jurídico tutelado pelo CPB, responderá este pelo crime de omissão imprópria.

É em função desta responsabilidade que se faz também necessário o estudo das departamentalizações ou setores criados no âmbito empresarial, tendo em vista que a criação desses departamentos possui precipuamente a finalidade da organização da atividade empresarial.

No entanto, quando criadas as departamentalizações, terceiros ou funcionários são incumbidos de algumas funções, que podem incluir a assunção de funções administrativas ou gerencias, logo se tornando responsáveis conjuntamente com os sócios e administradores na gestão dos riscos ou de pessoas perigosas, tornando-os garantidores ou vigilantes por derivação.

Nestes moldes, a delegação das funções de vigilância ou de garantia a funcionários, terceiros ou a setores de *Compliance*, na doutrina é assim entendida: “(...) de fato os deveres de proteção e vigilância podem ser delegados, sendo a delegação fundamento da constituição de uma nova posição de garantidor” (ESTELLITA, 2018, p. 104).

Apesar disso, “A posição de garante do CO *Compliance Officers* não é originária, senão derivada da delegação de funções que realiza o empresário”, (GUARAGNI *et al*, 2015, p.168).

Sendo assim, ao dar poder de gestão, sobre um departamento da empresa, para que outros exerçam conjuntamente a gestão sobre riscos ou pessoas, fará com que estes passem a ser garantidores ou vigilantes por derivação, devido a atuação

funcional que assumiu, “neste caso será adquirida o dever de vigilância ou garantia por assunção”, (ESTELLITA, 2018, p. 104).

Esse dever de proteção, “se trata de proteger os funcionários de suas próprias imprudências. (...) O que se argumenta é que o garante de proteção poderia ser responsabilizado pela autoria da omissão (SÁNCHEZ, 2012, pg. 353). “O garante de vigilância, na medida em que teria apenas a obrigação de manter os riscos afastados do bem jurídico que deva vigiar, poderia responder pela autoria de uma omissão penalmente relevante” (GUARAGNI, *et al* 2015, pg.178).

Contudo, ao delegar estas funções de garantia e proteção aos setores de *Compliance*, estariam os diretores e administradores desincumbidos de tal responsabilidade ou não? Conforme Estellita (2018, p. 131), “a indagação é, então, quais pessoas naturais estão (primeiramente) incumbidas do atendimento a esses deveres de vigilância e organização?

Antes de responder esses questionamentos faz-se necessário precipuamente entender como se dá a atuação da *Compliance* dentro das instituições, seus pilares e fundamentos legais instituídos no ordenamento jurídico brasileiro, para que posteriormente se possa definir a quem caberá a punibilidade pelos crimes de omissão impropria, no âmbito empresarial.

2.2. A COMPLIANCE NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

“O *Compliance* tem ganhado destaque no cenário mundial e, mais recentemente, também no Brasil” (CARVALHO, et al, 2019, p. 51).

Pode-se afirmar que, foi em razão do Decreto n° 8.420/2015, que regulamenta a Lei n° 12.846/2013, que dispõe sobre, “a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a Administração Pública, nacional ou estrangeira” (BRASIL, 2013, s/p.), e também pelo crescente número de denúncias de corrupção feitas pelo Ministério Público que desencadearam a operação (Lava Jato), que a *Compliance* tornou-se um dos assuntos mais discutidos na atualidade.

Esta operação se desencadeou por todo o país num esforço conjunto, de combate a corrupção e ao crime organizado, e foi perceptível o grande número de acordos de leniência, ou de “delações premiadas”, ou ainda, de conduções

coercitivas feitos, vocábulos que, até então, eram desconhecidos e nem faziam parte do léxico cotidiano da maioria absoluta da população.

Ao final de cada denúncia, respeitado o devido processo legal, as sentenças eram publicadas, e por se tratarem de casos midiáticos, que abrangeu grandes empreiteiras nacionais, essas sentenças acabaram circulando em canais de grande fluxo, tornando-se objeto de estudo para muitas áreas de pesquisa, desta forma, se tornou também relevante para o mundo jurídico e algo intrigante pode ser notado: é que ao final das referidas sentenças, mesmo que destinadas aos diretores e administradores e não as empresas as quais eles governavam, o juiz designado para as ações da “Lava Jato” recomendava que essas organizações, além de afastarem os executivos que estavam à frente da gestão, viessem a adotar e implementar programas de *Compliance* mais rigorosos, conforme os exemplos em anexo A, B e C.

Neste liame, a *Compliance* pareceu tornar-se uma ferramenta indispensável para o combate aos crimes contra a Administração Pública, pois há um grande interesse público e social quando se envolve bens jurídicos da coletividade. Alusivo a isso, (PRADO, 2019, p.126) aduz: “(...) Administração Pública, Administração da Justiça; b) bens jurídicos coletivos, que afetam um número mais ou menos determinável de pessoas e c) bens jurídicos difusos, tem caráter plural, indeterminado diz respeito a coletividade.” Desta forma, como se pode observar, faz-se necessário garantir que não haja, no âmbito empresarial, um quadro generalizado de corrupção, para que direitos de um número mesmo que indeterminado de pessoas possam ser preservados.

A *Compliance* passa a ser, portanto, um instrumento de assistência aos empresários, nas mais diversas formas e técnicas de Governança Corporativa, tendo por finalidade, a supressão de brechas, que poderiam incorrer em sanções cíveis e penais imputadas as empresas, por ilícitos praticados ou omitidos pelos seus diretores e administradores, durante as práticas de gestão. Por consequência, a *Compliance* lhes ampara também de eventuais responsabilizações pessoais, zelando de modo conjunto, com diretores e administradores, as funções de garantia e proteção, ao qual estes são incumbidos de forma originária.

Desta forma, a *Compliance* age como instrumento de mitigação das possíveis lesões a bens jurídicos de terceiros, ocasionando a provável imputação do crime de omissão imprópria aos responsáveis diretos por essa obrigação.

Mas o que é a *Compliance* e quais seus fundamentos? “A palavra *Compliance* deriva-se do termo em inglês, *to comply*, tendo como sentido conformidade. (...) significa agir de acordo com uma norma, uma regra ou um regulamento” (DUTRA, 2018, s/p. e-book).

O sentido de que a *compliance* serve simplesmente para agir em conformidade já está superado pelos operadores deste instrumento. Neste sentido (NASCIMENTO, 2016, s/p. e-book):

Em diversas áreas o *compliance*, visa somente estar em conformidade, mas, muito mais do que isto, tem a finalidade de antecipar ações que causem risco a reputação das empresas no âmbito corporativo. Por conseguinte, possui escopo na atuação preventiva de modo a resguardar a reputação, as finanças e qualquer risco que venha impactar a organização.

Nesta perspectiva, o empresário pode utilizar-se da *compliance* como forma de tentar prevenir-se dos riscos que assume quando se torna diretor ou administrador de um empreendimento de alto risco, ou de risco permitido. “(...) o *compliance* integra um sistema complexo e organizado de procedimentos de controle de riscos e preservação de valores intangíveis que deve ser coerente com a estrutura societária” (CARVALHO, et al, 2019, p. 39).

Para se beneficiar das prerrogativas da *compliance*, esses diretores e administradores deverão implementar um sistema ou programa de *compliance*, que vise conter possíveis falhas de integridade e se antecipar quanto a prováveis crimes praticados por terceiros ou funcionários, que estão sob sua guarda ou vigilância.

Para tanto, “existe a necessidade do entendimento de que a *compliance*, precisa de autonomia de sua função dentro da estrutura organizacional”, (CARVALHO, et al, 2019, p. 17).

A *compliance* está prevista legalmente como obrigatória em algumas normas da federação brasileira, como as Resoluções 554/1998 e 3.380/2006, do Banco Central do Brasil, que estabelecem medidas as instituições financeiras quanto à adoção de regulares cumprimentos das normas aos quais estão submetidas, assim como da implementação de estrutura de gerenciamento de risco.

Ainda na Lei 12.683/2012, há prescrição de que as pessoas jurídicas devam adotar políticas e controles internos compatíveis com seu porte, “criando o que se pode chamar de Programas de *Compliance* Antilavagem”, (DUTRA, 2018, s/p. e-book). Também há já mencionada Lei nº 12.846/2013, que dispõe sobre “a

responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira”, que prescreve (BRASIL, 2013, s/p.):

LEI Nº 12.846, de 01/08/2013. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções: VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica;

Desta forma, é possível perceber que, no âmbito empresarial, nunca haverá uma garantia de que todos os processos estejam sempre sob o controle dos diretores ou administradores, e que jamais haverá no desenvolvimento de suas atividades econômicas a consumação de algum crime.

No entanto, quando se há o cometimento de um delito, mas a empresa adota um bom programa de *compliance*, as sanções serão impostas levando-se em consideração esses programas internos de integridade.

Podem existir, ainda, outros códigos e legislações não citados sobre o tema, que compõem em seu texto legal terminologias distintas, porém, todos na acepção de que a empresa deva resguardar-se, adotando sistemas de contingenciamento das temeridades advindas de suas atividades, pelos programas de *compliance*.

Existem Estados (membro) da Federação Brasileira que impõem como critério e requisito legal que as empresas do setor privado, para participarem de licitações dentro de seus limites territoriais, devam possuir um sistema interno de *compliance*, como é o caso do Rio de Janeiro e o Distrito Federal, conforme se tem previsão:

Lei nº 7753 de 17/10/2017. Rio de Janeiro. Dispõe sobre a instituição do programa de integridade nas empresas que contratarem com a administração pública do estado do rio de janeiro e dá outras providencias
Art. 1º - Fica estabelecida a exigência do Programa de Integridade às empresas que celebrarem contrato, consórcio, convênio, concessão ou parceria público-privado com a administração pública direta, indireta e fundacional do Estado do Rio de Janeiro, cujos limites em valor sejam superiores ao da modalidade de licitação por concorrência, sendo R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) para obras e serviços de engenharia e R\$ 650.000,00 (seiscentos e cinquenta mil reais) para compras e serviços, mesmo que na forma de pregão eletrônico, e o prazo do contrato seja igual ou superior a 180 (cento e oitenta) dias. (Rio de Janeiro, 2017, s/p.)

Lei Nº 6112 DE 02/02/2018. Distrito Federal. *Dispõe sobre a implementação de Programa de Integridade em pessoas jurídicas que firmem relação*

contratual de qualquer natureza com a administração pública do Distrito Federal em todas as esferas de poder e dá outras providências.

Art. 1º Fica estabelecida a obrigatoriedade de implementação do Programa de Integridade em todas as pessoas jurídicas que celebrem contrato, consórcio, convênio, concessão, parceria público-privada e qualquer outro instrumento ou forma de avença similar, inclusive decorrente de contratação direta ou emergencial, pregão eletrônico e dispensa ou inexigibilidade de licitação, com a administração pública direta ou indireta do Distrito Federal em todas as esferas de poder, com valor global igual ou superior a R\$ 5.000.000,00. (Distrito Federal, 2017, s/p.)

Embora como visto acima algumas legislações prescrevam a adoção de programas de *compliance*, mas “não existe no ordenamento jurídico atual, um modelo padrão para explicar ou aplicar a *compliance*, podendo este ter variações, conforme as necessidades detectadas em cada caso” (GUSMÃO, 2019, s/p).

O Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015, elucida:

Art. 41. Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira. (BRASIL 2015, s/p.)

Consoante ao art. 41 supracitado, a Controladoria Geral da União (CGU), editou, em 2015, a Portaria 909, que indica parâmetro de avaliação para “os programas de integridade das pessoas jurídicas, para fins da aplicação do disposto no inciso V do art. 18 e no inciso IV do art. 37 do Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015”, que tratam da análise para concessão de benefícios às empresas que possuem programa de *compliance*, como, por exemplo, a realização de acordo de leniência e redução das multas aplicadas.

Além disso, conforme a cartilha, Programa de Integridade Diretrizes Para Empresas Privadas, da (CGU, 2015, s/p.), desenvolvida pela Diretoria de Promoção da Integridade, Acordos e Cooperação Internacional, retrata a *compliance* através de cinco pilares conforme a figura, abaixo:



Figura 1 - Os pilares que norteiam um programa de Integridade

Fonte: CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO, (2015, p.07).

De acordo com o próprio entendimento da CGU, em se tratando dos programas de *compliance*, compete a seguinte ponderação: “Atenção: Não há fórmula pronta! Cada Programa de Integridade deve ser construído para atender às necessidades da empresa, observando suas características e riscos da área de negócio”, (CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO, 2015, p.07).

Sendo assim, uma das formas de se tentar implementar um programa de *compliance* que atenda aos requisitos intrínsecos do seu desígnio, e que consinta a finalidade para qual está sendo criada, é recorrer as doutrinas que tratam sobre o assunto, e assim estabelecer alguns requisitos indicados por elas para se constituir uma estruturação confiável, ao qual deva ter um programa de integridade.

Neste aspecto Gusmão (2019, s/p.) aduz que “estes são alguns aspectos em comum entre os mais variados programas de *compliance*”:

(...) (I) Orientação e alinhamento das lideranças internas; (II) Elaboração de um código de conduta; (III) Implementação de um cronograma de treinamentos a todos os colaboradores; (IV) Definição de controles internos, que pode contar com a ajuda do departamento de auditoria interna ou empresa independente; (V) Criação de canais de comunicação, principalmente para realização de denúncias; (VI) Estabelecimento de critérios investigatórios bem definidos e padronizados; (VII) Inclusão de cláusula de obrigatoriedade e responsabilização por lapsos de integridade em todos os contratos empresariais; (VIII) Concepção de regras de ações de penalização e ações corretivas consistentes para os casos concluídos, sempre com a devida transparência que o assunto demanda.

Adotando as bases acima mencionadas, será possível estabelecer internamente um programa de integridade ou *compliance* adequado. Faz-se necessário distinguir também que a *compliance* não se trata de uma auditoria, mas sim de um acompanhamento diário das atividades desempenhadas pela empresa, dos diretores e administradores, assim como dos demais funcionários. “A auditoria realiza trabalhos periódicos com metodologia específica, já a *compliance* atua no dia a dia e se insere num contexto de cultura organizacional” (MANZI, 2008, s/p. e-book).

Em se tratando da NBR 19601, que certifica um Sistema de Gestão de *Compliance* Epelbaum (2018, s/p.) assenta que “(...) principais requisitos da NBR 19601 - o fluxograma da figura abaixo é consistente com outros sistemas de gestão e se baseia no princípio de melhoria contínua (*Plan-Do-Check-Act*)”, conforme se demonstra:

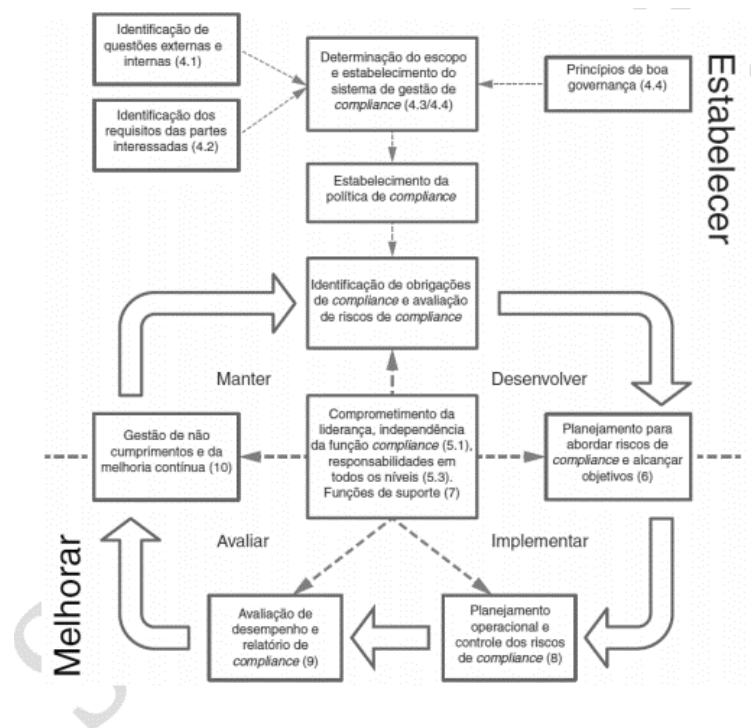


Figura 2 - Fluxograma de um sistema de gestão de Compliance

Fonte: EPELBAUM, (2018, s/p.)

Neste contexto, existe no Brasil uma certificação ISO 37001, chamado de Sistema de Gestão Antissuborno, e que deixa claramente patente a função da

compliance no âmbito empresarial, e aqueles que desejam obter tal certificação precisam se adequar, conforme o texto:

5.3.2 Função de *Compliance* antissuborno A Alta Direção deve atribuir a uma função de *Compliance* antissuborno a responsabilidade e autoridade para: a) supervisionar a concepção e a implementação pela organização do sistema de gestão antissuborno; b) prover aconselhamento e orientação para o pessoal sobre o sistema de gestão antissuborno e as questões relativas ao suborno; c) assegurar que o sistema de gestão antissuborno esteja em conformidade com os requisitos deste Documento; d) reportar o desempenho do sistema de gestão antissuborno ao Órgão Diretivo (se existir) e à Alta Direção e outras funções de *Compliance*, como apropriado. A função de *Compliance* antissuborno deve ser adequadamente provida de recursos e atribuída a pessoa (s) que tenha (m) competência, posição, autoridade e independência apropriadas. A função de *Compliance* antissuborno deve ter acesso direto e imediato ao Órgão Diretivo (se existir) e à Alta Direção, caso qualquer questão ou preocupação necessite ser levantada em relação ao suborno ou ao sistema de gestão antissuborno. (BRASIL. Norma Brasileira ABNT NBR ISO 37001. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/grupos-de-trabalho/55a-legislatura/comissao-de-juristas-administracao-publica/documentos/outros-documentos/NBRISO370012017.pdf>>. Acesso em: 10/11/2019, às 12:49 h.)

Com isso, pode-se dizer que os diretores ou administradores podem delegar em parte ou no total a função de *compliance*, antissuborno, quer seja por pessoais ligadas a setores internos ou externos a empresa, no entanto devendo certificar-se de que para os trabalhos serem realizados, o setor de *compliance* deverá ter total acesso aos demais setores.

Para Estellita (2018, p.147), os dirigentes podem delegar tanto a execução de tarefas e funções ligadas à persecução do objeto social da empresa, (...) como também podem igualmente delegar atividades de controle sobre as fontes de perigo, (...). Um exemplo contemporâneo é a contratação de *Compliance Officers* (...).

Essa é uma das formas de aquisição do dever de vigilância e garantia por delegação, conhecida também como garantidor por assunção, prescrito no CPB art. 13, §2º, alínea b, Brasil (s/p.), que dispõe: art. 13 (...) considera-se causa a ação ou omissão sem a qual o resultado não teria ocorrido. § 2º - A omissão é penalmente relevante quando o omitente devia e podia agir para evitar o resultado. O dever de agir incumbe a quem: b) de outra forma, assumiu a responsabilidade de impedir o resultado.

Assim, ao ser delegado ao setor de *Compliance* ou aos *Compliance Officers* os deveres de cuidado e vigilância, ficarão estes encarregados da gestão dos riscos,

e por delegação assumirão a posição de garante. Segundo a CGU, a gestão dos riscos poderá ser executada por estes de acordo com as seguintes recomendações:

1. Identificação de situações de risco: Mapear situações ou fatores que possam facilitar, camuflar ou contribuir para prática de atos lesivos contra a administração pública, nacional ou estrangeira. 2. Criação de políticas para mitigar os riscos: Com base nesse levantamento, desenvolver políticas com o objetivo de aumentar o controle sobre as situações de risco e diminuir as chances de ocorrência de atos lesivos. 3. Análise periódica de riscos e atualização das políticas: Mudanças no cenário de risco podem trazer a necessidade de adaptações e, até mesmo, reformulações nas políticas e controles estabelecidos pela empresa. (CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO, 2015, p.11).

Ao passo que, conhecendo a atuação da *compliance* e as atividades desenvolvidas por esta, tanto no quesito conformidade ou na gestão dos riscos, originados da atividade empresarial, permitida ou daquelas de alto risco, faz-se necessário examinar o investimento com sua implementação ou para outros “custos”.

É perceptível nos gestores certa resistência em se manter na estrutura organizacional um setor de *compliance* com pleno funcionamento, isso porque é exigido que algumas decisões sejam somente exercidas após ter sido submetida aos setores de *compliance*, para que seja realizada antes a avaliação dos impactos e riscos futuros, acarretados por aquele consenso, o que pode protelar, mas não muito, a efetivação das decisões tomadas pelos diretores e administradores das empresas.

Conforme Carvalho (et al, 2019, p. 290), essa oposição quanto o *compliance* “(...) se deve, em grau considerável, à ideia de que o *compliance* é caro”.

Essa manifestação é feita pelos gestores, sem que nem ao menos seja feita, antes, uma análise do impacto financeiro ou do quanto poderá custar o costume contínuo de práticas de desgovernabilidade a instituição, e esse custo pode se tornar muito mais caro, quando ultrapassa o âmbito empresarial, e se tornam alvos de encargos e culpabilidades aos diretores e administradores.

Assim sendo, faz-se necessário destacar alguns aspectos que carecem de ponderação, no quesito custos do não *compliance*. De tal modo, aduz Carvalho (et al, 2019, p. 303) que, entre os custos do não *compliance*, pode-se destacar:

i- Custo social (corrupção) – prejuízo da coletividade; ii- Prejuízos reputacionais – CNEP e CEIS por exemplo; iii- Desconfiança do mercado;

iv- Queda do valor de mercado da empresa; v- Aumento dos custos de transação; vi- Aumento do custo capital; vii- Perda de oportunidades negociais; viii- Ruptura de contratos – cláusulas *cross default*; ix- Diminuição de receitas, em razão da resistência por parte dos consumidores; x- Gastos com advogados e taxas processuais, para defesa em processos acusatórios/investigatórios. xi- Multas e outras penalidades pecuniárias; xii- Interrupção ou suspensão das atividades empresárias; xiii- Responsabilização objetiva da empresa; xiv- Responsabilização pessoal dos administradores e demais colaboradores envolvidos com o ato ilícito, o que pode levar, inclusive, a prisão; xv- Efeito surpresa; e xvi- Maiores dificuldades de recuperação/reestabelecimento, inclusive no âmbito dos programas de leniência da Lei de Defesa da Concorrência e Lei anticorrupção. (CARVALHO, et al, 2019, p. 303 e 304)

Logo, manter um setor de *compliance* não é só benéfico para a empresa sustentar a sua reputação social, mas serve como uma forma de perpetuá-la e preservá-la ao longo do tempo, mantendo suas atividades sempre em conformidade com as legislações atuais e garantindo que a mesma não sofra, com medidas e penalidades que inviabilizem financeiramente o contínuo de suas atividades econômicas.

Ainda, é através da *compliance* que, os *Compliance Officers* ou setores de *compliance* assumem parte da responsabilidade do dever de proteção e de garantia pelos riscos, quer seja pela fonte de perigo “empresa” ou pelo perigo criado através de “pessoas perigosas”.

O que resta ser estudado neste momento é a quem será imputada a responsabilidade pelos crimes omissivos, aos garantidores originários (dirigentes e administradores) ou aos garantidores derivados (setores de *Compliance* ou *Compliance Officers*)?

2.2.1. *Compliance* e a Responsabilidade dos Garantidores de Proteção e Vigilância

Talvez seja difícil demonstrar, claramente, as perspectivas futuras da *Compliance* no ordenamento jurídico, até porque o que há para analisar são meramente as tendências no âmbito jurisdicional.

No entanto, sua atuação e dever dentro da empresa, pode demonstrar claramente a quem é imputada a responsabilidade de garantia e de proteção, nos crimes de omissão impróprias praticadas no âmbito empresarial.

De certo, a mera delegação das funções de vigilância ou garantia não pressupõem que o diretor ou administrador se desonera desta obrigação, tendo em vista que os mesmos continuam como garantidores originários e ainda incumbidos destas responsabilidades, devendo, através dos seus poderes de gestão, fiscalizar o desenvolvimento da atividade econômica da empresa, assim como a atuação daqueles as quais tornaram-se garantidores por derivação, de tal modo que possa conter a criação de riscos, quer seja por pessoas, ou coisas perigosas e ingerência.

Quem sabe seja por esse aspecto que um dos “elementos dos contemporâneos programas de *compliance* é o estabelecimento de canais de comunicação (ou de denúncia), que visam compensar parcialmente os limites naturais do fluxo de informação dentro das empresas” (ESTELLITA, 2018, p. 51).

Portanto, para poder-se imputar a responsabilidade penal dos crimes omissivos impróprios, deve-se perquirir um trajeto da qual se possa encontrar quem, de fato, era o garantidor, pois, o único dispositivo que impõe aos diretores ou administradores o dever de impedir prática criminosa de outrem quando dela tiver conhecimento é o art. 2º da Lei 9.605/1998, que trata de lesão ao meio ambiente (ESTELLITA, 2018, p. 144).

Nestes casos, a própria Lei incumbe algumas funções como garantidores e vigilantes. No entanto, inexistente no ordenamento jurídico esta posição geral de vigilância na relação dos diretores e administradores uns para com os outros.

Nesta disposição, portanto, nem sempre todos os diretores serão responsabilizados, pois “a mera designação nos documentos sociais ou no organograma da companhia será irrelevante se não corresponder ao seu exercício fático”. (ESTELLITA, 2018, p. 168). Desta forma, serão responsabilizados pelos crimes de omissão imprópria no âmbito empresarial aqueles que de fato exercem a função de administrador, e não aqueles que simplesmente contam nos contratos sociais.

Assim, quando as funções de administração são de fato exercidas por mais de uma pessoa, deverá ser investigado se a cada um deles fora estipulado em contrato ou documento oficial, delimitações ao seu exercício funcional, ou a incumbência pessoalmente de cada um deles, se não, a todos eles poderão ser atribuídos a responsabilidade pelos crimes omissivos praticados por terceiros na esfera empresarial (ESTELLITA, 2018, p. 169).

Do contrário, se houver fixação de limitação funcional a cada um dos administradores, somente a aquele que detinha o domínio de poder parar o cometimento do delito será responsabilizado.

A atividade de *Compliance Officer* dá ao titular do cargo aquilo que a doutrina jurídica caracteriza como obrigação de garantidor (CARVALHO, et al, 2019, p. 143).

Contudo, quando um desses administradores delegam a função do dever de vigilância e proteção aos setores de *compliance*, através da departamentalização, terá este administrador, a partir de então, a simples obrigação e dever de supervisão sobre aquele que recebeu por delegação o dever de garantidor, porém, ao delegado (*Compliance Officer*), ao obter a posição de garante, poderá ser responsabilizado pelos crimes de omissão imprópria, ao qual estão sujeitos os diretores e administradores das empresas. No que se refere a isso Carvalho (et al, 2019, p. 273) aduz:

Assim, o *compliance officer* tem como objetivo a redução da responsabilidade dos demais membros da empresa. Porém tal redução pressupõe um comportamento que acaba por antecipar a própria responsabilidade. Como se percebe, trata-se de extensa gama de atividades, o que pode acarretar, facilmente, sua responsabilização penal, caso atue de forma faltosa quanto à prevenção criminal da empresa

Diante deste aspecto pode o *compliance officer* assumir não só a posição de garante, mas também daquele que tem o dever de impedir o resultado Carvalho (et al, 2019, p. 275).

Neste sentido, pode-se notar, no ano de 2002, através da Ação Penal nº 470, em acórdão proferido pelo Supremo Tribunal Federal, cujo relator era o Ministro Joaquim Barbosa, parte da fundamentação utilizada na condenação, utilizou-se de parte dos memoriais apresentado pela própria defesa, conforme segue:

Vinícius Samarane, por sua vez, segundo ele próprio, "em 2002 (...) foi nomeado Diretor de Controles Internos do BANCO RURAL sendo responsável pela auditoria interna e inspetoria da instituição; QUE em 2004 foi eleito Diretor Estatutário de Controles Internos e *Compliance* (...); QUE como Diretor Estatutário de Controles Internos e *Compliance* é responsável pela área de auditoria e inspetoria e *compliance* (...) QUE a atividade de *Compliance* consiste em acompanhar e monitorar a aplicação nas atividades do banco dos normativos internos e externos; (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação Penal 470. Distrito Federal/DF. Relator: Ministro Joaquim Barbosa. Acórdão de 15/10/2012. Disponível em: < <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=236494> >. Acesso em: 02/11/2022, às 21:05 h.)

Nesse mesmo memorial, a defesa argumentou, ainda na tentativa de inocentar o réu, “Vinicius Samarane está sendo condenado pelo crime de gestão fraudulenta de instituição financeira mesmo sem ser “gestor”.

Conforme Carvalho, (et al, 2019, p. 283): “Vinicius Samarane considerado *compliance officer*, do Banco Rural, foi condenado por gestão fraudulenta e lavagem de dinheiro, tendo em vista a posição que assumia dentro da empresa, por ter determinado a alterar relatórios do banco relativos a *compliance*”,

Neste aspecto, desde a ação 470, conhecida como “Mensalão”, muito se tem discutido sobre a função do *compliance* em no sistema jurídico, tendo em vista que fora a partir desta ação que houve a condenação do responsável do setor de *compliance* pelos crimes de omissão imprópria por corrupção e lavagem de dinheiro, pela autoria mediata (CARVALHO, et al, 2019, p. 284).

No entanto, ainda assim, não houve, nesta ação, delimitações para a aplicação da responsabilidade do *compliance officer*, que poderiam ser utilizadas como baliza ou bússola em ações futuras, que envolvessem a figura tão importante dos *Compliance Officers* em crimes praticados na esfera empresarial.

O que se tem exprime o que de antemão já fora evidenciado neste capítulo, isto é, que a responsabilização penal sobre os crimes de omissão praticados por funcionários ou terceiros no âmbito empresarial, poderá ser imputado a todos os dirigentes ou administradores, se não houver delimitação de suas funções, ou a um dos administradores quando a estes houver a fixação das suas funções e no exercício destas não agir como garantidor e protetor, ou ainda, quando ao delegar tais funções, não supervisione os que por assunção adquiriram esta responsabilidade.

Poderão, também, ser responsabilizados os *Compliance Officers* que atuam no setor de *compliance*, quando designados assumem a posição de garante, eximindo, portanto, os diretores e administradores da empresa pela responsabilidade parcial do dever de proteção e garantia.

Levando-se em consideração os aspectos já estudados, é possível compreender que a responsabilidade imposta aos diretores e administradores de empresas é a objetiva, nos crimes patrimoniais e extrapatrimoniais, e nestes casos é aplicado o Código Civil para dirimir eventuais conflitos jurídicos.

Porém, quando esses ilícitos praticados ou omissos ultrapassam a esfera cível e adentram na seara penal, por ferir bens jurídicos de terceiros, para uma

possível responsabilização penal, em crimes de omissão imprópria faz-se necessária a verificação de quem sustentava a posição de garantidor ou do dever de proteção e que deveria ter intervindo para cessação do ato criminoso, sendo que os dirigentes e administradores são considerados detentores desses deveres de forma originária. No entanto, nem todos os diretores ou administradores serão responsabilizados se no contrato social houver delimitação as funções específicas de cada um, será responsabilizado aquele que teria o domínio de impedir e fiscalizar a prática do fato.

A responsabilização penal, em casos de omissão imprópria, ocorre quando os ilícitos praticados ou omissos ultrapassam a esfera cível e afetam bens jurídicos de terceiros. Para essa responsabilização, é necessário verificar quem sustentava a posição de garantidor ou dever de proteção e que deveria ter intervindo para cessação do ato criminoso. Os dirigentes e administradores são considerados detentores desses deveres de forma originária. No entanto, se houver delimitação das funções específicas de cada um no contrato social, nem todos os diretores ou administradores serão responsabilizados. Nesse caso, será responsabilizado aquele que teria o domínio de impedir e fiscalizar a prática do fato. (CAVALI, 2021, p. 53)

Quanto aos outros que adquirem esta responsabilidade por delegação, entendido doutrinariamente por detentores do dever de proteção ou vigilância por derivação, respondem pela omissão imprópria no lugar dos dirigentes e administradores das empresas, tendo em vista que os mesmos são desincumbidos dessa responsabilidade, quando as delegam aos setores de *Compliance*.

Neste aspecto, a *compliance*, através dos *Compliance Officers*, quando assumem no âmbito empresarial a responsabilidade pela integridade das informações e procedimentos do dia a dia da empresa, assumem também por delegação a posição de garante, devendo, portanto, com toda a diligência, adotar através dos métodos de *compliance* formas de se manter a empresa, protegida de sanções civis ou criminais, do contrário poderão estes ser responsabilizados pelos crimes de omissão imprópria, que ocorrerem no âmbito empresarial, haja vista que para alguns doutrinadores, esta responsabilidade só poderá ser imposta, se através da omissão os *compliance Officers* obterem lucros, já para outros o simples domínio sobre o ato criminoso faz com que recaia sobre os mesmos o dever de cuidado e proteção.

Assim sendo, quando no âmbito empresarial há um programa de *compliance*, e por delegação os diretores e dirigentes, incumbem essas funções aos *Compliance Officers*, eles só responderão de forma residual, recaindo sobre o dirigente que

devesse fiscalizar e monitorar as ações do *Compliance Officers*, e se não houver determinação deste encargo em contrato, será levado em consideração as funções de fato desenvolvidas no dia a dia pelos membros da diretoria ou administração.

Quando existe um programa de compliance no ambiente empresarial e, por meio de delegação, os diretores e dirigentes atribuem essas funções aos *Compliance Officers*, estes só serão responsabilizados de forma residual. A responsabilidade principal recairá sobre o dirigente que deveria fiscalizar e monitorar as ações dos *Compliance Officers*. Se não houver determinação desse encargo em contrato, será levado em consideração as funções efetivamente exercidas pelos membros da diretoria ou administração no dia a dia da empresa. (CAVALI, 2021, p. 52)

Não há previsão legal de que a *compliance* possa de outra forma servir para eximir os diretores e administradores da possível responsabilização penal, se o setor de *compliance* for apenas consultivo, sem legitimidade alguma ou independência, não será considerada a delegação da posição de garantidor, não recai a assunção dessas funções sobre os *Compliance Officers*, o que ocorrerá a total responsabilização dos diretores e administradores de empresas.

Desta forma, ao manter um programa de *compliance* ou integridade que possua independência funcional, não conseguirá eximir a empresa de possíveis ilícitos, mas conseguirá de forma tempestiva, desincumbir a empresa ou seus representantes legais de possíveis condenações criminais, ou, no mínimo, a minimização dos danos que estes deveriam suportar. Portanto, a empresa não responde pelos atos omissivos dos seus gestores pessoas naturais, e essas pessoas naturais assumem os encargos penais e civis de seus abusos praticados na esfera empresarial, devendo suportar o risco do empreendimento e aqueles gerados por suas mazelas, podendo seus atos dar ensejo a possível desconsideração da personalidade jurídica.

Desta forma, fica evidente que os diretores e administradores que agem como tal, fazem com que o instituto “empresa” perca totalmente seu caráter e função social, sendo simplesmente utilizada como forma de corrupção, ou em outras palavras, agem sem observar as devidas e necessárias diligências para que haja a separação da pessoa natural e da pessoa jurídica, o que ocasionará a perquirição dos bens particulares desses indivíduos, para saldar as dívidas geradas por custo da irresponsabilidade, má gestão, e do não *Compliance*.

Com isso, a única forma de se reestabelecer uma relação equânime, nestas situações, é pedir a substituição dos diretores e administradores e instituir no âmbito empresarial se ainda não houver um sistema de *compliance*, que atendam os pilares norteadores da CGU, assim como das normas citadas, na lei anticorrupção de 2015, e se já houver a *compliance*, fortalecer seus canais através de métodos mais rigorosos.

3. AS NORMAS DE REGULAÇÃO E PUNIÇÃO PARA A CONTENÇÃO OU RESTRIÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Neste capítulo, serão estudadas as normas que regulamentam a *insider trading*, assim, como as punições impostas pela Comissão de Valores Mobiliários, o instituto da *Compliance* como forma de contribuição para a *Insider Trading*. Por fim, governança corporativa e a proteção do mercado, e a eficiência das fiscalizações.

3.1. NORMAS QUE REGULAMENTAM A *INSIDER TRADING* NO BRASIL

O mercado financeiro é um ambiente complexo e altamente regulado, com diversas leis e regulamentações que visam garantir a integridade e a confiança dos investidores. Dentre essas regulamentações, uma das mais importantes é a que trata do uso de informação privilegiada, também conhecido como *Insider trading*.

O uso de informações privilegiadas para obter vantagens financeiras é considerado uma prática ilegal e antiética, pois viola o princípio da igualdade de informação e prejudica outros investidores que não têm acesso a essas informações. Nesse contexto, surge a questão: as normas de regulação e punitivas são suficientes para a contenção ou restrição do uso de informação privilegiada?

Este trabalho tem como objetivo analisar as normas e regulamentações brasileiras que tratam do *Insider trading*, bem como as formas de fiscalização e punição.

Para isso, serão abordados os seguintes tópicos: i) normas que regulamentam a *Insider trading* no Brasil; ii) regulamentações complementares da Comissão de Valores Mobiliários para repressão ao *Insider trading*; iii) a efetividade das normas e regulamentações brasileiras para a repressão do *Insider trading* e, iv) a efetividade das formas de fiscalização e punição.

No Brasil, o uso de informação privilegiada é considerado crime e está previsto na Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários. O artigo 155 da lei define *Insider trading* como “aquisição ou a venda de valores mobiliários, por pessoa que, em razão de seu cargo, emprego ou profissão, tenha acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, cuja revelação possa influir na cotação dos valores mobiliários”.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários, incluindo o combate ao *Insider trading*.

Conforme o pensamento doutrinário:

O sistema financeiro pode ser dividido nos seguintes subsistemas: a) mercado de crédito; b) mercado monetário; c) mercado cambial; e d) mercado de capitais. Nesse último, no mercado de capitais, são efetuadas operações que não apresentam a natureza do negócio creditícios, mas sim, de aquisição de participações societárias, canalizando recursos para as empresas emissoras através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários. (CORSETTI, p.63, 2013)

Em 2013, a CVM editou a Instrução CVM nº 358, que estabelece regras para a divulgação de informações relevantes, e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado.

Outra norma importante é a Lei nº 10.303/2001, que alterou a Lei nº 6.385/76 e tornou o crime de *Insider trading* passível de pena de reclusão de 1 a 5 anos, além de multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

A prática de *Insider trading*, ou uso de informações privilegiadas, é uma das condutas mais graves no mercado financeiro, pois pode prejudicar gravemente os investidores e abalar a confiança dos mercados.

O crime de insider trading é a utilização, por parte de pessoas que possuem informações relevantes e ainda não divulgadas ao mercado, de tais informações para negociar com valores mobiliários, objetivando obtenção de lucro em detrimento dos demais investidores que não têm acesso a tais informações. Essa prática é tipificada como crime contra o mercado de capitais e prevê pena de detenção de 1 a 5 anos, além de multa. O crime é considerado grave, pois viola a transparência do mercado e prejudica a confiança dos investidores. (CAVALI, 2018, p. 172)

No Brasil, a regulamentação do *Insider trading* é feita por meio da Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é responsável pela fiscalização do mercado e pelo combate a essa prática ilegal.

O artigo 155 da Lei nº 6.385/76 define *Insider trading* como aquisição ou venda de valores mobiliários por pessoa que, em razão de seu cargo, emprego ou profissão, tenha acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, cuja revelação possa influir na cotação dos valores mobiliários. O objetivo dessa

definição é evitar que indivíduos detentores de informações privilegiadas se beneficiem injustamente em detrimento dos demais investidores.

A CVM, por sua vez, tem o papel de regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil, incluindo ações de combate ao *Insider trading*. Em 2013, a CVM editou a Instrução CVM nº 358, que estabelece regras para a divulgação de informações relevantes e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado. Essa instrução é complementar à Lei nº 6.385/76 e tem como objetivo coibir a prática do *Insider trading*.

Além disso, a Lei nº 10.303/2001 alterou a Lei nº 6.385/76 e tornou o crime de *Insider trading* passível de pena de reclusão de 1 a 5 anos, além de multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida. Essa alteração tem como objetivo endurecer as penas aplicáveis aos infratores, a fim de coibir a prática do *Insider trading*.

Apesar da existência de normas que regulamentam o *Insider trading* no Brasil, ainda existem desafios na fiscalização e punição de indivíduos que praticam essa conduta ilegal. Isso se deve, em parte, à complexidade das investigações e à dificuldade de obtenção de provas. Além disso, há críticas em relação à eficácia das sanções aplicadas, que muitas vezes são consideradas brandas.

Apesar dos avanços na legislação e na atuação dos órgãos reguladores, ainda existem desafios na fiscalização e punição de indivíduos que praticam o *insider trading*. A complexidade das investigações, a falta de recursos e de capacitação técnica por parte dos órgãos responsáveis, além da dificuldade em provar a materialidade do crime são alguns dos obstáculos enfrentados. É necessário que haja um esforço conjunto entre a CVM, o Ministério Público e o Poder Judiciário para aprimorar a efetividade da repressão a essa prática ilegal, garantindo a integridade e a transparência do mercado de capitais. (CAVALI, 2018, p. 173).

No entanto, é importante destacar que a CVM tem adotado medidas para aprimorar sua atuação na prevenção e combate ao *Insider trading*. Uma dessas medidas é o aperfeiçoamento dos mecanismos de detecção de práticas ilegais, por meio do uso de tecnologias avançadas e de técnicas de análise de dados. Além disso, a CVM tem atuado em parceria com outros órgãos de fiscalização e com o Ministério Público na investigação e punição de infratores.

Outra norma que regula o *Insider trading* no Brasil é a Instrução CVM nº 358/2002, que estabelece obrigações adicionais para as companhias abertas no

sentido de comunicar ao mercado informações relevantes que possam influenciar as decisões dos investidores.

Além disso, a instrução proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações ainda não divulgadas ao mercado.

Embora as normas e regulamentações brasileiras sejam bastante abrangentes em relação à prevenção do uso de informações privilegiadas no mercado financeiro, há ainda questões em aberto. Uma delas diz respeito à capacidade das autoridades reguladoras em detectar e punir efetivamente as violações dessas normas.

Um estudo realizado por Amaral e Filho (2017) aponta que, apesar da severidade das punições previstas para o *Insider trading* no Brasil, a aplicação das sanções não tem sido tão eficaz quanto se espera.

Ainda que a legislação brasileira preveja punições severas para o insider trading, como a prisão e multas, a eficácia da aplicação dessas sanções ainda é questionável, sendo necessário avançar na fiscalização e na adoção de medidas mais efetivas para coibir essa prática. (AMARAL e FILHO, 2017, p. 52)

Segundo os autores, isso se deve, em grande parte, à dificuldade de obtenção de provas e ao fato de que as negociações com informações privilegiadas são realizadas com o máximo de sigilo possível, tornando-as difíceis de serem detectadas.

Outro ponto a ser considerado é que as normas brasileiras para reprimir o *Insider trading* são relativamente recentes, e a cultura do mercado financeiro brasileiro ainda está em processo de amadurecimento.

Como consequência, há ainda muitos investidores e agentes do mercado que não têm pleno conhecimento das implicações legais do uso de informações privilegiadas, ou que simplesmente não se importam com as possíveis sanções.

De acordo com Barros (2015), o *Insider trading* ainda é uma prática comum no mercado financeiro brasileiro, principalmente entre as grandes empresas listadas na bolsa de valores. Embora o número de casos de *Insider trading* venha diminuindo ao longo dos últimos anos, ainda há um longo caminho a percorrer para eliminar essa prática por completo.

A prática de Insider trading ainda é comum no mercado financeiro brasileiro, especialmente entre as grandes empresas listadas na bolsa de valores. O uso de informações privilegiadas para obter vantagens financeiras, apesar de ser considerado ilegal e antiético, continua a ser uma realidade. A fiscalização e a punição dos envolvidos ainda apresentam desafios, o que enfraquece a confiança dos investidores no mercado. (BARROS, 2015, p. 35)

Nesse sentido, a conscientização e a educação dos investidores, das empresas e dos agentes do mercado em geral são fundamentais para a construção de um mercado financeiro mais ético e confiável.

É preciso investir em ações de divulgação das normas e regulamentações existentes, bem como na formação de profissionais mais conscientes e comprometidos com a integridade do mercado.

Em resumo, as normas e regulamentações que regulam o *Insider trading* no Brasil são bastante abrangentes e contundentes, prevendo punições severas para aqueles que se utilizam de informações privilegiadas para obter vantagens indevidas no mercado financeiro.

No entanto, a eficácia dessas normas depende da capacidade das autoridades reguladoras em detectar e punir efetivamente as violações, bem como da conscientização e da educação dos agentes do mercado e dos investidores em geral. Somente com a colaboração de todos os envolvidos será possível construir um mercado financeiro mais saudável e confiável.

Além disso, as empresas que se dedicam a práticas éticas e transparentes tendem a atrair mais investidores e a se destacar no mercado. Um estudo realizado por Eccles e Serafim (2013) revelou que empresas socialmente responsáveis, têm um desempenho financeiro superior a empresas que não adotam práticas sustentáveis.

A evidência está crescendo de que empresas socialmente responsáveis têm um desempenho superior às suas concorrentes em termos de desempenho financeiro. Um estudo recente realizado por Eccles e Serafim (2013) descobriu que empresas com altos padrões de sustentabilidade superaram suas concorrentes a longo prazo em termos de preço das ações e medidas contábeis de desempenho financeiro. (ECCLES; SERAFIM, 2013, p. 2)

Isso ocorre porque as empresas que investem em práticas éticas são percebidas como mais confiáveis e, portanto, atraem investidores que buscam retornos financeiros a longo prazo.

No entanto, a falta de ética nas negociações pode ter consequências graves, como escândalos financeiros, queda na confiança do mercado e prejuízos aos investidores. Portanto, é fundamental que as negociações sejam realizadas com integridade, transparência e respeito às leis e regulamentações vigentes.

Nesse contexto, a *Insider trading* é uma prática que pode gerar grande prejuízo ao mercado e aos investidores.

Para combater a *Insider trading*, a CVM editou a Instrução CVM nº 358 em 2013, que estabelece regras para a divulgação de informações relevantes e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado. Outra norma importante é a Lei nº 10.303/2001, que alterou a Lei nº 6.385/76 e tornou o crime de *Insider trading* passível de pena de reclusão de 1 a 5 anos, além de multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

No entanto, a efetividade dessas normas e regulamentações em conter ou restringir o uso de informações privilegiadas é um assunto de debate. Algumas críticas apontam que as punições por *Insider trading*, ainda são brandas e que a fiscalização do mercado financeiro é insuficiente para identificar e punir todos os casos de *Insider trading*. Além disso, há casos em que a divulgação de informações privilegiadas é difícil de ser comprovada, o que dificulta a aplicação das sanções.

Uma crítica comum ao regime jurídico do *Insider trading* é a eficácia das sanções aplicadas. Segundo Santos (2019), mesmo com o avanço das regulamentações e normas de compliance, as punições aplicadas são frequentemente consideradas brandas em relação à gravidade do crime. Além disso, a fiscalização do mercado financeiro ainda é considerada insuficiente para identificar e punir todas as violações do *Insider trading*. (SANTOS, 2019, p. 87).

Além disso, é importante que a legislação e as regulamentações sejam aprimoradas e atualizadas para acompanhar as mudanças no mercado de valores mobiliários e no ambiente empresarial.

Uma das críticas às normas brasileiras de combate ao *Insider trading* é a falta de clareza quanto aos procedimentos de investigação e punição. Muitas vezes, o processo de punição é demorado e complexo, o que pode desestimular as denúncias e permitir que as práticas ilícitas continuem a ocorrer.

Para melhorar a eficácia das normas e regulamentações de combate ao *Insider trading* é necessário a criação de um órgão especializado em investigar e punir essas práticas, nos moldes da SEC (*Securities and Exchange Commission*)

dos Estados Unidos. Esse órgão seria responsável por receber denúncias, investigar os casos de *Insider trading* e aplicar as penalidades cabíveis, de forma mais ágil e efetiva do que o atual sistema brasileiro.

Outra medida que pode ser adotada para fortalecer a regulamentação do mercado de valores mobiliários, e combater o *Insider trading* é a adoção de mecanismos de controle interno nas empresas, de forma a evitar vazamentos de informações.

Isso pode ser feito por meio de treinamentos, políticas internas de *compliance* e monitoramento das atividades dos funcionários que têm acesso a informações relevantes.

É importante ressaltar a importância da educação e conscientização dos investidores em relação ao *Insider trading*. Muitas vezes, os investidores são vítimas dessas práticas ilegais, sem ter conhecimento do uso de informações privilegiadas pelos agentes do mercado.

[...] a educação dos investidores é fundamental para prevenir e combater o insider trading, uma vez que muitas pessoas não têm conhecimento sobre o assunto e acabam se tornando vítimas dessas práticas. Segundo os autores, é preciso promover campanhas de conscientização e disseminar informações claras e acessíveis para os investidores, de modo a fortalecer a cultura de transparência e ética no mercado financeiro. (BARBOSA; MARQUES, 2019, p. 25).

Por isso, é fundamental que os investidores sejam educados sobre os riscos do *Insider trading* e sobre as medidas que podem ser tomadas para evitar serem lesados por essas práticas.

Em conclusão, as normas e regulamentações brasileiras de combate ao *Insider trading* representam um avanço importante na proteção dos investidores e na integridade do mercado de valores mobiliários.

No entanto, é necessário continuar aprimorando essas normas e regulamentações, de forma a garantir a efetividade no combate ao *Insider trading* e a proteção dos investidores.

Além disso, é fundamental que sejam adotadas medidas para fortalecer o controle interno nas empresas e para conscientizar os investidores sobre os riscos do *Insider trading*. Somente assim será possível construir um mercado de valores mobiliários mais saudável e confiável para todos os agentes envolvidos.

3.1.1. Regulamentações Complementares da Comissão de Valores Mobiliários Para Repressão ao *Insider Trading*

O *Insider trading* é um crime que prejudica a confiança e a transparência do mercado de valores mobiliários. Para combater essa prática, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) possui regulamentações complementares para reprimir o *Insider trading*.

Uma das principais normas da CVM é a Instrução CVM nº 358, atualmente revogada, que estabelece regras para a divulgação de informações relevantes e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado. Essa instrução exige que as companhias abertas divulguem informações relevantes por meio de fatos relevantes e comuniquem a CVM imediatamente após a sua divulgação.

De acordo com a Instrução CVM nº 358, revogada em 2021, a divulgação de informações relevantes por meio de fatos relevantes é uma das principais formas de prevenir o uso de informações privilegiadas no mercado financeiro. Essa instrução estabelece regras claras para a divulgação de informações e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas, o que contribui para o fortalecimento da transparência e ética no mercado financeiro. (MARQUES; BARBOSA, 2021, p. 78).

Além disso, ela estabelece a chamada janela de silêncio, período em que os diretores, conselheiros de administração e demais pessoas com acesso a informações relevantes não podem negociar com valores mobiliários de emissão da companhia.

Outra norma importante é a Instrução CVM nº 480, que trata das operações com valores mobiliários por administradores, conselheiros fiscais e outros profissionais ligados às companhias abertas. Ela exige que essas pessoas informem as suas operações com valores mobiliários à CVM e à companhia, além de estabelecer um prazo para a realização dessas operações após a divulgação de informações relevantes.

A Instrução CVM nº 483 é outra norma importante para a prevenção do *Insider trading*. Ela trata da divulgação de informações sobre programas de recompra de ações pelas companhias abertas. Essa instrução estabelece a

obrigatoriedade de que as companhias divulguem ao mercado as informações relevantes sobre seus programas de recompra, incluindo o preço máximo e mínimo de aquisição das ações, o prazo para a realização das operações e o volume de ações a serem adquiridas.

Além dessas normas, a CVM também tem investido em ações de fiscalização e monitoramento para coibir a prática do *Insider trading*. Para isso, ela utiliza diversos mecanismos, como a análise de operações suspeitas, a troca de informações com outras autoridades e a celebração de acordos de cooperação internacional.

A CVM possui diversas regulamentações complementares para reprimir o *Insider trading* no mercado de valores mobiliários. Essas normas visam aumentar a transparência e a confiança do mercado, bem como prevenir a manipulação de preços e a utilização de informações privilegiadas para benefício próprio. No entanto, é importante que a CVM continue aprimorando e atualizando essas regulamentações, para que elas possam acompanhar as mudanças e os desafios do mercado e garantir a integridade e a eficiência do sistema financeiro.

Para preservar a integridade e a eficiência do sistema financeiro, é essencial que as regulamentações complementares da CVM para repressão ao *Insider trading* sejam rigorosas e eficazes.

O fomento da eficiência na alocação do capital é sempre citado, também, como razão para a regulação do mercado. Nesse sentido, de acordo com a nossa legislação, a regulação deve buscar promover e assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão [...]. (CAVALI, p. 131, 2022).

Além disso, a CVM tem se esforçado para aumentar a eficácia de suas ações de fiscalização e aplicação de penalidades em casos de *Insider trading*. Através do uso de ferramentas tecnológicas e de inteligência, a CVM tem sido capaz de identificar casos de uso de informação privilegiada com maior rapidez e precisão, o que permite a aplicação de punições mais rápidas e efetivas.

No entanto, apesar dos avanços, ainda há desafios a serem enfrentados na repressão ao *Insider trading* no Brasil. Um deles é a falta de cultura de *compliance* em algumas empresas e setores do mercado financeiro.

Muitas empresas ainda não possuem políticas de *compliance* efetivas para prevenir o uso de informações privilegiadas, o que facilita a ocorrência de práticas ilegais.

Outro desafio é a necessidade de aprimoramento da legislação e das regulamentações para lidar com novas formas de *Insider trading*, como o uso de algoritmos e outras tecnologias para a obtenção de vantagens ilícitas no mercado financeiro.

Nesse sentido, é importante que a CVM esteja atenta às mudanças no mercado financeiro e tenha agilidade para atualizar suas regulamentações de acordo com as novas necessidades.

Em suma, a repressão ao *insider trading* é um desafio constante para a CVM e para o mercado financeiro como um todo. É essencial que as regulamentações sejam rigorosas e eficazes, mas também que haja uma cultura de *compliance* mais forte em todas as empresas do setor.

Além disso, o combate ao *insider trading* é fundamental para garantir a integridade e eficiência do sistema como um todo. Quando um indivíduo tem acesso a informações privilegiadas e se beneficia delas para obter vantagem no mercado de valores mobiliários, isso pode comprometer a confiança dos investidores no mercado e, conseqüentemente, afetar negativamente a economia como um todo. Isso porque a percepção de que o mercado não é justo pode levar os investidores a se afastarem do mercado, o que pode prejudicar a captação de recursos pelas empresas e, conseqüentemente, afetar o desenvolvimento econômico do país.

Nesse sentido, é importante que as regulamentações e medidas de combate ao *insider trading* sejam eficazes e efetivas. É fundamental que as instituições responsáveis pela regulamentação e fiscalização do mercado, como a Comissão de Valores Mobiliários, tenham recursos e capacidade técnica para identificar e punir as práticas ilegais de *insider trading*.

Nesse contexto, é crucial que as medidas de combate ao *insider trading* sejam realmente eficazes e efetivas, demandando para isso a atuação de instituições reguladoras dotadas de recursos e capacidade técnica para identificar e punir as práticas ilegais de maneira adequada." (MARQUES; BARBOSA, 2021, p. 112).

Além disso, é importante que haja transparência e clareza nas informações divulgadas pelas empresas, de forma a garantir que todos os investidores tenham acesso às mesmas informações ao mesmo tempo.

Isso pode ser feito por meio de normas que regulamentem a divulgação de informações pelas empresas, como a Instrução CVM nº 358/2013, que estabelece regras para a divulgação de informações relevantes e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado.

É importante que haja uma cultura de ética e integridade no mercado financeiro, tanto por parte dos reguladores quanto dos investidores e empresas. O combate ao *insider trading* deve ser uma preocupação de todos os agentes do mercado, de forma a garantir que o mercado seja justo e transparente, e que as empresas possam captar recursos de forma justa e competitiva.

Desta forma será possível garantir a integridade e eficiência do sistema financeiro como um todo, e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

É fundamental que os órgãos reguladores, estejam atentos às práticas ilegais no mercado de valores mobiliários e que as sanções aplicáveis, sejam suficientes para inibir a atuação de infratores.

Além disso, é importante que haja uma ampla conscientização sobre o *Insider trading*, tanto por parte dos reguladores quanto do público em geral. É preciso que haja transparência no mercado e que os investidores tenham acesso a informações precisas e atualizadas para que possam tomar decisões de investimento informadas.

Os órgãos reguladores do mercado financeiro devem estar atentos às práticas ilegais de *insider trading* e ser capazes de aplicar sanções efetivas para desencorajar a atuação de infratores. É fundamental que haja transparência e acesso a informações precisas para os investidores, a fim de que possam tomar decisões informadas. Além disso, é importante promover a conscientização sobre o *insider trading* e a importância da ética e da transparência no mercado financeiro para a construção de um ambiente saudável e confiável. (MARQUES; BARBOSA, 2021, p. 89)

Outro ponto relevante é a necessidade de aprimoramento das tecnologias de monitoramento e detecção de irregularidades no mercado de valores mobiliários. Com a evolução da tecnologia, surgem novas formas de práticas ilegais e, por isso, é essencial que os órgãos reguladores estejam sempre atualizados e preparados para lidar com essas situações.

Também, a colaboração entre as autoridades reguladoras e os participantes do mercado é essencial para a prevenção do *Insider trading*. Os reguladores devem trabalhar em conjunto com as empresas para garantir que as regras e regulamentações sejam seguidas e que a ética empresarial seja mantida. Essa cooperação é fundamental para garantir a integridade do mercado e prevenir práticas ilegais.

É importante que as normas e regulamentações aplicáveis ao *Insider trading* sejam aprimoradas e atualizadas regularmente para garantir que estejam em conformidade com as práticas atuais do mercado e que sejam capazes de prevenir práticas ilegais. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem um papel fundamental nesse sentido, uma vez que é responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil.

A prática do *Insider trading* é considerada uma ameaça à integridade e eficiência do mercado de valores mobiliários, sendo imprescindível a adoção de medidas regulatórias e sancionadoras adequadas para desencorajar tal conduta e assegurar um ambiente de investimento justo e transparente.

O *Insider trading* representa uma ameaça significativa à integridade e eficiência do mercado de valores mobiliários. É essencial que haja regulamentações e sanções adequadas para desencorajar essa prática e garantir um ambiente de investimento justo e transparente. (CAVALI, 2021, p. 45)

A colaboração entre as autoridades reguladoras e os participantes do mercado, a conscientização do público em geral e o aprimoramento contínuo das tecnologias de monitoramento e detecção são cruciais para garantir a integridade do mercado e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

Além das medidas regulatórias e de fiscalização, é fundamental que haja uma mudança cultural no mercado financeiro em relação à ética e transparência nas negociações.

As empresas e instituições financeiras devem incentivar a adoção de práticas éticas e o treinamento de seus funcionários para evitar práticas ilegais, como o *Insider trading*.

Além de violar normas e regulamentações, ela afeta a confiança dos investidores e prejudica a concorrência leal entre os participantes do mercado. Por isso, é necessário que as autoridades regulatórias mantenham-se vigilantes para

identificar e punir os infratores, e que haja um esforço conjunto de todos os envolvidos no mercado para garantir a integridade do mercado e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

O combate ao *Insider trading* é fundamental para garantir um mercado justo e transparente, onde os investidores possam tomar decisões baseadas em informações igualmente disponíveis a todos.

A existência de normas e regulamentações claras, juntamente com uma atuação firme das autoridades regulatórias, são essenciais para coibir práticas ilegais e garantir o cumprimento das leis.

Para garantir um mercado justo e transparente, onde os investidores possam tomar decisões baseadas em informações igualmente disponíveis a todos, o combate ao *Insider trading* é fundamental. Isso só pode ser alcançado por meio de normas e regulamentações claras, juntamente com uma atuação firme das autoridades regulatórias para coibir práticas ilegais e garantir o cumprimento das leis. (MARQUES; BARBOSA, 2019, p. 112)

Cabe destacar que a luta contra o *Insider trading* não é apenas uma questão de moralidade ou justiça, mas também tem impactos diretos sobre a economia do país.

A preservação da confiança dos investidores e a manutenção de um mercado justo e transparente são fundamentais para atrair investimentos e estimular o crescimento econômico. Por isso, é necessário que a regulamentação e a fiscalização do mercado financeiro sejam constantemente aprimoradas, para garantir que as normas sejam efetivamente cumpridas e que o *Insider trading* seja combatido de forma eficaz.

Em conclusão, o *Insider trading* é uma prática ilegal e prejudicial ao mercado financeiro e à economia como um todo. A existência de normas e regulamentações claras, aliada a uma atuação firme das autoridades regulatórias e a uma mudança cultural em relação à ética e transparência nas negociações, são essenciais para coibir essa prática e garantir um mercado justo e transparente. Somente assim será possível garantir a integridade do mercado e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

3.1.2. As Normas e Regulamentações Brasileiras de Repressão da *Insider Trading* no Brasil

Com o crescente avanço do mercado financeiro, a regulamentação e fiscalização de práticas ilegais como o *Insider trading* tornou-se uma preocupação cada vez maior. No Brasil, há diversas normas e regulamentações que têm como objetivo reprimir essa prática, mas será que elas são suficientes?

A Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, define o *Insider trading* como a aquisição ou venda de valores mobiliários por pessoa que, em razão de seu cargo, emprego ou profissão, tenha acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, cuja revelação possa influir na cotação dos valores mobiliários. O artigo 155 da lei estabelece que essa prática é considerada crime e pode ser punida com penas que incluem reclusão e multa.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, incluindo o combate ao *Insider trading*. Em 2013, a CVM editou a Instrução CVM nº 358, que estabelece regras para a divulgação de informações relevantes e proíbe a negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado.

Outra norma importante é a Lei nº 10.303/2001, que alterou a Lei nº 6.385/76 e tornou o crime de *Insider trading* passível de pena de reclusão de 1 a 5 anos, além de multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida. Além disso, a CVM possui outras normas e regulamentações complementares, que visam coibir a prática do *Insider trading* no país.

Porém, apesar de todas essas normas e regulamentações, há ainda uma grande discussão sobre se elas são suficientes para a repressão do *Insider trading* no Brasil.

Afinal, essa prática ainda é uma realidade no mercado financeiro, e muitos investidores continuam buscando informações privilegiadas para obter vantagem em relação aos demais investidores.

A CVM ainda precisa aprimorar suas técnicas de investigação e fiscalização, para garantir que as normas sejam efetivamente cumpridas.

Além disso, argumentam que o fato de ainda existir a prática do *Insider trading* não significa que as normas não estão sendo efetivas, mas sim que a fiscalização precisa ser ainda mais intensa.

De fato, é importante destacar que as normas e regulamentações brasileiras para a repressão do *Insider trading* são bastante avançadas em comparação com outros países. No entanto, é preciso reconhecer que sempre há espaço para aprimoramentos e atualizações, e isso é válido também no que diz respeito às normas e regulamentações brasileiras de combate ao *Insider trading*.

Embora existam diversas regras estabelecidas pela Lei nº 6.385/76, pela Lei nº 10.303/2001 e pela CVM, alguns aspectos ainda podem ser revistos para tornar o combate ao *Insider trading* ainda mais eficiente e eficaz.

Uma das possíveis áreas de melhoria é a própria definição de *Insider trading*, que pode ser aprimorada para deixar mais clara e objetiva a conduta que se deseja coibir. Além disso, seria importante estabelecer sanções mais severas para os infratores, de modo a desestimular a prática do *Insider trading*.

Outra questão que merece atenção é a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de fiscalização e investigação. Embora a CVM tenha papel importante na fiscalização do mercado de valores mobiliários, há limitações em sua capacidade de investigação e punição dos infratores.

Seria necessário investir em recursos e tecnologias mais avançadas para garantir que as regras sejam cumpridas e os infratores sejam devidamente punidos.

Além disso, há a necessidade de um maior engajamento das empresas e dos investidores na prevenção e no combate ao *Insider trading*.

As empresas, podem adotar políticas internas mais rígidas para evitar o vazamento de informações relevantes e, conseqüentemente, a prática do *Insider trading*. Já os investidores, por sua vez, podem se informar melhor sobre as normas e regulamentações de combate ao *Insider trading* e denunciar eventuais irregularidades.

A transparência no mercado de valores mobiliários é fundamental para garantir que todos os investidores tenham acesso às mesmas informações ao mesmo tempo. Para tanto, é necessário que as informações relevantes sejam divulgadas de forma clara e objetiva, evitando a possibilidade de alguns investidores possuírem informações privilegiadas.

Outro aspecto que merece ser revisto é a necessidade de maior transparência no mercado de valores mobiliários. É fundamental que as informações relevantes sejam divulgadas de forma clara e objetiva, de modo que todos os investidores tenham acesso às mesmas informações ao

mesmo tempo, evitando a possibilidade de alguns investidores possuírem informações privilegiadas. (CAVALI, 2018, p. 296)

Para isso, seria necessário investir em tecnologias mais avançadas para a divulgação de informações relevantes e aumentar a fiscalização sobre as empresas que atuam no mercado de valores mobiliários.

Por fim, é importante destacar que o combate ao *Insider trading* não pode ser encarado como um fim em si mesmo. É preciso reconhecer que essa prática tem relação direta com a integridade do mercado e com a confiança dos investidores, e que, portanto, é fundamental garantir a integridade do mercado e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

Destaca-se que o *Insider trading* é um fenômeno global e os esforços para combatê-lo são constantes em todo o mundo. Portanto, é necessário que o Brasil esteja em constante atualização e aprimoramento das suas normas para não ficar para trás em relação a outros países.

É importante que as empresas tenham uma cultura de *compliance* forte e que os profissionais envolvidos no mercado financeiro sejam capacitados e conscientes dos riscos e consequências da prática de *Insider trading*.

Além disso, é fundamental que haja uma fiscalização eficiente por parte da CVM e das demais autoridades competentes para garantir o cumprimento das normas e regulamentações existentes. A falta de fiscalização ou a ineficiência na aplicação das sanções pode levar à impunidade e enfraquecer o combate ao *Insider trading*.

As normas e regulamentações brasileiras são importantes e eficazes para combater o *Insider trading*, mas a efetividade da sua aplicação depende de uma série de fatores, como a cultura de *compliance* das empresas, a capacitação dos profissionais e a fiscalização eficiente.

3.1.3. As Formas de Fiscalização e Punição para a Repressão da *Insider Trading* no Brasil

O *Insider trading* é um crime que pode afetar a credibilidade do mercado financeiro, o que resulta em prejuízos para investidores e para a economia em geral.

No Brasil, a prática é proibida e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é responsável pela fiscalização e punição de casos de *Insider trading*. Entretanto, ainda há questionamentos sobre a eficácia das formas de fiscalização e punição existentes.

Embora a CVM tenha poderes para aplicar penalidades em caso de infração, algumas vezes no mercado argumentam que a punição não é suficientemente rigorosa para inibir a prática.

O fato de a CVM poder apenas aplicar sanções administrativas, como multas, e não ter autoridade para processar os criminosos na esfera penal, é uma das principais críticas.

Além disso, algumas pessoas argumentam que a fiscalização da CVM pode não ser tão eficaz quanto deveria. A CVM tem uma estrutura limitada e recursos financeiros limitados, o que pode dificultar a identificação de casos de *Insider trading*. Além disso, as investigações podem levar muito tempo, o que pode tornar a punição menos efetiva.

Apesar desses questionamentos, é importante destacar que a CVM tem feito esforços para aprimorar a fiscalização e punição de casos de *Insider trading*. A CVM tem aumentado a quantidade de informações divulgadas ao público, o que permite que investidores e o mercado em geral possam ter mais transparência e visibilidade das práticas no mercado financeiro.

Além disso, a CVM tem buscado cooperação com outras entidades e órgãos para fortalecer a fiscalização e punição de crimes financeiros, incluindo o combate ao *Insider trading*. Essas ações têm resultado em um aumento do número de processos abertos pela CVM nos últimos anos, o que mostra um compromisso da entidade em garantir a integridade do mercado financeiro.

É possível que a CVM precise de mais recursos e investimentos para fortalecer sua capacidade de fiscalização e punição. Além disso, a legislação brasileira pode precisar ser aprimorada para tornar as punições mais efetivas e rigorosas.

As formas de fiscalização e punição são aspectos cruciais para reprimir o *Insider trading* no Brasil. Essas medidas visam garantir a lisura do mercado financeiro e evitar que informações privilegiadas sejam utilizadas em benefício próprio. No entanto, há um debate em torno da efetividade das atuais formas de fiscalização e punição no país.

Em termos de fiscalização, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a principal responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil. A CVM tem uma equipe especializada para investigar denúncias de *Insider trading* e outras práticas ilícitas. Além disso, a CVM tem acesso a um amplo conjunto de informações financeiras e tem o poder de solicitar informações a empresas e indivíduos envolvidos em negociações de valores mobiliários. Essas informações podem ser usadas para identificar casos de *Insider trading*.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) possui poder para aplicar sanções em casos de *Insider Trading*, como multas e até mesmo proibição de negociação de valores mobiliários. Tais sanções podem ser direcionadas tanto a indivíduos quanto a empresas envolvidas na prática. Ademais, a CVM tem a competência de encaminhar casos para o Ministério Público, que tem a prerrogativa de instaurar processos criminais contra os responsáveis por esse tipo de atividade ilícita.

Além disso, a CVM pode aplicar penalidades, tais como multas e proibições de negociação de valores mobiliários, tanto a pessoas físicas quanto a jurídicas, em casos de *insider trading*. A CVM também pode encaminhar casos ao Ministério Público, que tem o poder de instaurar processos criminais contra os envolvidos em *insider trading*." (CAVALI, 2017, p. 272)

No entanto, algumas críticas têm sido feitas em relação à efetividade da fiscalização da CVM. Algumas denúncias de *Insider trading* têm sido investigadas por anos sem que haja conclusão. Além disso, as multas aplicadas pela CVM muitas vezes são consideradas baixas em comparação com os ganhos obtidos com o *Insider trading*. Isso pode levar a uma sensação de impunidade e incentivar a prática ilícita.

Além da fiscalização, as formas de punição também têm sido alvo de críticas. Embora o *Insider trading* seja considerado crime no Brasil, as penas são relativamente brandas. A Lei nº 10.303/2001 estabelece pena de reclusão de 1 a 5 anos, além de multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida. No entanto, em muitos casos, a pena de prisão é convertida em serviços comunitários ou pagamento de cestas básicas.

Diante desse cenário, é necessário repensar as formas de fiscalização e punição do *Insider trading* no Brasil. É importante que a CVM tenha mais recursos e seja capaz de concluir suas investigações com mais rapidez e efetividade.

Além disso, as sanções aplicadas pela CVM precisam ser mais rigorosas e proporcionais aos ganhos obtidos com o *Insider trading*. É fundamental que o Brasil tenha uma legislação mais dura para coibir a prática de *Insider trading* e garantir a integridade do mercado financeiro.

Outro fator que contribui para a efetividade das formas de fiscalização e punição é a colaboração entre os órgãos reguladores e as empresas do mercado financeiro. É fundamental que as empresas estejam comprometidas em seguir as normas e regulamentações, e que sejam transparentes na divulgação das informações relevantes. Isso facilita o trabalho dos reguladores e torna mais difícil a ocorrência de práticas ilegais como o *Insider trading*.

Além disso, é importante que haja uma cultura de ética e integridade no mercado financeiro. Isso pode ser incentivado por meio de campanhas de conscientização e treinamentos específicos para os profissionais do setor.

Quando os indivíduos têm uma compreensão clara das normas e regulamentações, e compreendem a importância da integridade, eles são menos propensos a se envolver em práticas ilegais.

O desafio é a falta de recursos para as instituições reguladoras, que muitas vezes não possuem equipe suficiente para fiscalizar adequadamente todas as operações do mercado financeiro.

Diante desses desafios, é fundamental que sejam implementadas medidas para fortalecer as formas de fiscalização e punição do *insider trading* no Brasil. Isso pode incluir o aumento de recursos para os órgãos reguladores, aprimoramentos nos mecanismos de detecção e investigação e ações mais rigorosas por parte do Poder Judiciário. Somente assim será possível garantir a integridade do mercado financeiro e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

Uma das iniciativas importantes nesse sentido é a divulgação de informações por parte das empresas, como balanços financeiros e resultados operacionais. Essas informações são úteis tanto para os investidores quanto para a própria empresa, uma vez que permitem avaliar o desempenho da empresa e tomar decisões mais informadas sobre investimentos.

Outra ação relevante é o fortalecimento das instituições responsáveis pela fiscalização e repressão ao *insider trading*. É importante que essas instituições tenham recursos adequados e profissionais capacitados para realizar seu trabalho de forma eficiente e eficaz. Além disso, é essencial que haja cooperação entre essas

instituições, como a CVM e o Ministério Público, para que haja uma maior integração e troca de informações.

Além disso, é importante que haja um trabalho de conscientização e educação para investidores e para o público em geral sobre a importância de respeitar as normas e regulamentações relacionadas ao *insider trading*. A conscientização pode ser feita por meio de campanhas publicitárias, eventos e palestras, entre outros meios.

No entanto, é preciso reconhecer que a repressão ao *insider trading* é um desafio constante. Os praticantes dessa prática ilegal estão sempre buscando novas formas de agir e evitar a detecção, o que exige uma constante atualização e aprimoramento das técnicas de fiscalização e repressão. Além disso, a fiscalização deve se estender além das fronteiras nacionais, uma vez que as transações financeiras ocorrem cada vez mais em âmbito global.

Em resumo, as formas de fiscalização e punição existentes no Brasil são um avanço importante na repressão ao *insider trading*, mas ainda há desafios a serem superados.

É necessário um esforço contínuo e coordenado de todas as partes envolvidas, incluindo empresas, reguladores e investidores, para garantir a integridade do mercado financeiro e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

3.2. A COMPLIANCE COMO FORMA DE CONTENÇÃO DA INSIDER TRADING DENTRO DAS ORGANIZAÇÕES

A prática do *insider trading*, que consiste na negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas, é considerada uma das formas mais graves de violação ao mercado de valores mobiliários.

Portanto, é necessário destacar as finalidades da regulação, que pode ser compreendida como:

A própria finalidade da regulação no mercado de capitais se encontra na confluência das propostas destas linhas de pensamento. Trata-se de viabilização do mercado como mecanismo de financiamento de atividade produtiva, através de captação e alocação de recursos superavitários para projetos mais eficientes de investimento. Essa finalidade é a razão de ser do

mercado de capitais, de modo que seu desempenho eficaz, por um lado, atende ao objetivo de eliminação das falhas estruturais, bem como, por outro, consiste em maior atribuição que o mercado de capitais pode oferecer ao desenvolvimento da economia como um todo. (CAVALI, p. 130, 2022).

Apesar dos esforços das autoridades regulatórias, a prática do *insider trading* ainda é uma realidade no mercado financeiro brasileiro. Nesse contexto, a adoção de programas de *compliance* tem sido apontada como uma das principais ferramentas de prevenção e contenção desse tipo de prática ilícita.

De acordo com Castro e Menezes (2018), a *compliance* pode ser definida como um conjunto de ações e medidas implementadas pelas empresas com o objetivo de garantir o cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis às suas atividades. Dessa forma, a implementação de programas de *compliance* pode contribuir para a contenção da prática do *insider trading* dentro das organizações.

Um dos principais benefícios da adoção de programas de *compliance* é a criação de uma cultura de ética e transparência dentro das organizações.

Nesse sentido, a existência de um código de conduta claro e transparente pode ser um importante instrumento de prevenção da prática do *insider trading*, uma vez que os colaboradores estarão cientes das regras e dos valores éticos da empresa.

Segundo Amaral e Silva (2019), a existência de um código de conduta efetivo pode reduzir a probabilidade de ocorrência de práticas ilícitas, uma vez que os colaboradores estarão mais conscientes das consequências de suas ações.

Além da implementação de códigos de conduta, os programas de *compliance* também podem incluir treinamentos e capacitações específicas sobre o tema.

Nesse sentido, os colaboradores serão orientados sobre as principais leis e regulamentos aplicáveis ao mercado de valores mobiliários, bem como sobre as consequências jurídicas e reputacionais decorrentes da prática do *insider trading*. Dessa forma, os colaboradores estarão mais conscientes das suas obrigações legais e éticas, contribuindo para a prevenção e contenção da prática do *insider trading*.

Ademais, a implementação de programas de *compliance* também pode contribuir para a identificação e reporte de práticas ilícitas.

Nesse sentido, a existência de canais de denúncia e mecanismos de monitoramento interno podem ser importantes instrumentos de prevenção e contenção da prática do *insider trading*.

De acordo com Oliveira e Cruz (2019), a existência de canais de denúncia efetivos pode incentivar a denúncia de práticas ilícitas por parte dos colaboradores, contribuindo para a identificação e punição de infratores.

No entanto, é importante destacar que a adoção de programas de *compliance* não é uma solução mágica para a prevenção e contenção da prática do *insider trading*.

De acordo com Padilha e Lopes (2020), a implementação de programas de *compliance* deve ser acompanhada por outras medidas, como aprimoramento da legislação e das regulamentações, bem como a atuação efetiva das autoridades regulatórias e de fiscalização.

Diante desse cenário, a adoção de programas de *compliance* pode ser uma importante ferramenta de prevenção e contenção da prática do *insider trading* dentro das organizações.

No entanto, é importante destacar que a eficácia desses programas depende de uma série de fatores. Primeiramente, é necessário que a cultura organizacional da empresa esteja alinhada com a ética e a integridade nos negócios. Isso significa que os líderes devem ser os primeiros a dar o exemplo, demonstrando conduta exemplar e valores éticos em suas ações e decisões.

Além disso, a *compliance* deve ser uma área independente e ter autonomia suficiente para agir sem interferência dos demais setores da organização. Afinal, a função da *compliance* é garantir a aderência da empresa às leis e regulamentações, evitando práticas que possam resultar em sanções ou danos à reputação da companhia.

Outro fator relevante é a capacitação constante dos colaboradores. É fundamental que os funcionários estejam cientes das políticas de *compliance* e das consequências de não cumpri-las, além de serem treinados para identificar possíveis situações de *insider trading* e como reportá-las.

Nesse sentido, a disseminação da cultura de *compliance* deve ser uma preocupação constante das empresas, com a promoção de campanhas de conscientização e ações educativas.

Segundo Montalvão (2018), a criação de um canal de denúncias é fundamental para o sucesso de um programa de *compliance*. Esse canal deve ser confidencial e seguro, permitindo que os colaboradores relatem eventuais violações sem medo de retaliação.

É importante que a empresa garanta a apuração efetiva das denúncias, investigando-as com imparcialidade e rigor, para que a sua política de *compliance* seja efetiva e confiável.

Outra medida relevante para o combate ao *insider trading* é a utilização de tecnologias de monitoramento, que permitam a identificação de transações atípicas ou suspeitas.

Ferramentas de análise de dados e inteligência artificial, são capazes de identificar padrões de comportamento que possam indicar a prática de *insider trading*, permitindo que a empresa adote medidas preventivas antes que o dano seja causado.

Cabe destacar a importância do papel das autoridades regulatórias e de fiscalização. A CVM, por exemplo, tem papel fundamental na prevenção e combate ao *insider trading*, por meio da criação de normas e regulamentações, além da fiscalização do mercado financeiro. É importante que as empresas estejam em constante diálogo com as autoridades regulatórias, buscando compreender as mudanças nas normas e regulamentações, além de estar *sempre* atualizada sobre as melhores práticas de *compliance*.

Diante disso, a *compliance* é uma ferramenta importante no combate ao *insider trading* dentro das organizações. Para que seja efetiva, no entanto, é necessário que haja um compromisso da empresa com a ética e a integridade nos negócios, além de um programa de *compliance* independente, capacitado e bem estruturado.

Somente assim será possível garantir a eficácia da *compliance*, na prevenção e combate ao *insider trading*, contribuindo para a construção de um mercado financeiro mais justo e transparente.

A prevenção e a contenção da prática de *insider trading* são uma preocupação constante para as organizações, tendo em vista a importância da integridade do mercado financeiro para o desenvolvimento econômico do país.

Nesse sentido, a implementação de programas de *compliance* se torna fundamental para evitar o vazamento de informações privilegiadas e garantir a conformidade com as leis e regulamentações.

A *compliance*, ou conformidade, pode ser definida como um conjunto de processos e medidas adotados por uma empresa para se adequar às leis, regulamentos e normas aplicáveis à sua atividade. O objetivo principal desse tipo de programa é prevenir a ocorrência de práticas ilegais e irregularidades, como é o caso do *insider trading*.

A eficácia da *compliance* para a contenção do *insider trading* está relacionada à sua capacidade de criar um ambiente ético e transparente dentro das organizações. A implementação de códigos de conduta e ética, a adoção de políticas claras e a conscientização dos funcionários sobre a importância da conformidade com as leis, são algumas das medidas que podem ser tomadas para evitar a prática de *insider trading*.

Além disso, a *compliance* pode ser utilizada para monitorar o fluxo de informações dentro das organizações e identificar possíveis irregularidades. Nesse sentido, a adoção de sistemas de controle e monitoramento, como o controle de acesso a informações, a restrição de determinadas áreas da empresa e a utilização de softwares de análise de dados, pode ser uma forma eficaz de prevenir a prática de *insider trading*.

No entanto, é importante destacar que a eficácia desses programas depende de uma série de fatores, como a cultura organizacional, o comprometimento dos funcionários e a capacidade de identificar e corrigir possíveis falhas. Por isso, a implementação da *compliance* deve ser acompanhada de treinamentos e capacitações para os colaboradores, além de uma cultura de transparência e ética dentro da empresa.

Um exemplo de sucesso na implementação de programas de *compliance* para a contenção do *insider trading* é a empresa americana *General Electric*. Em 2018, a companhia foi acusada de práticas fraudulentas e utilizou a *compliance* para lidar com o problema.

A empresa contratou uma equipe especializada em *compliance*, e adotou medidas de controle interno para prevenir a ocorrência de novas irregularidades. Como resultado, a *General Electric* conseguiu reduzir significativamente o risco de novas práticas ilegais.

Nesse sentido, a *compliance* se apresenta como uma ferramenta importante para a prevenção e a contenção da prática de *insider trading* dentro das organizações.

Santos (2017) argumenta que a criação de um programa de *compliance* efetivo exige esforços de diferentes áreas dentro da empresa, incluindo os departamentos de recursos humanos, finanças, jurídico e auditoria interna. É importante que haja uma comunicação clara e efetiva entre essas áreas para que o programa seja capaz de cumprir com sua função.

Para garantir a efetividade do programa de *compliance*, é necessário que as empresas realizem treinamentos regulares para seus funcionários, visando conscientizá-los sobre a importância de seguir as regras e procedimentos internos, bem como sobre as implicações legais e éticas do *insider trading*.

Além disso, é fundamental que as empresas estabeleçam canais de denúncia seguros e eficazes, para que os funcionários possam relatar comportamentos suspeitos de forma anônima e sem medo de retaliação. Isso permite que as empresas identifiquem rapidamente possíveis violações de *insider trading* e tomem medidas para contê-las.

É importante destacar que a implementação de um programa de *compliance* não deve ser vista como um custo adicional para a empresa, mas sim como um investimento em sua reputação e integridade. Segundo uma pesquisa realizada pela PWC Brasil (2019), empresas com programas de *compliance* mais maduros e efetivos apresentam um retorno sobre investimento (ROI) médio de 3,3 vezes o valor investido.

Dessa forma, é possível concluir que a implementação de programas de *compliance* efetivos pode contribuir significativamente para a contenção da prática de *insider trading* dentro das organizações.

A implementação de programas de *compliance* para conter a prática do *insider trading* dentro das organizações tem se tornado cada vez mais comum.

A responsabilidade pela implementação de programas de *compliance* não é apenas da alta direção, mas também dos colaboradores. É necessário que haja um envolvimento de todos os funcionários da empresa, para que sejam disseminados os valores éticos e a cultura de conformidade. A comunicação eficaz é essencial para que haja uma compreensão adequada das normas e políticas internas.

Segundo Santos (2018), o *compliance* é uma ferramenta importante para prevenir práticas ilícitas e, ao mesmo tempo, promover a confiança e a credibilidade das empresas no mercado. A implementação de programas de *compliance* traz diversos benefícios para as organizações, como a mitigação de riscos jurídicos, financeiros e reputacionais.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem se mostrado cada vez mais rigorosa na fiscalização e punição de práticas ilícitas no mercado financeiro, incluindo o *insider trading*. A implementação de programas de *compliance* pode auxiliar as empresas a evitarem sanções e multas, além de promover uma conduta ética e transparente.

De acordo com a pesquisa realizada por Barbosa e Ferreira (2019), a adoção de programas de *compliance* pelas empresas tem aumentado nos últimos anos, refletindo a importância desse tema no cenário atual.

A pesquisa também aponta, que, a efetividade dos programas de *compliance* pode ser afetada pela falta de engajamento dos colaboradores e pela falta de recursos e investimentos adequados.

Portanto, é essencial que as empresas invistam em programas de *compliance* efetivos, que promovam uma cultura ética e transparente, e que incentivem o engajamento de todos os colaboradores na disseminação desses valores, e de promoção da integridade e da transparência no mercado financeiro.

O aprimoramento da cultura de *compliance* dentro das empresas é um importante passo para prevenir e combater o *insider trading*. Essa cultura deve ser desenvolvida desde os altos cargos executivos até os demais funcionários, por meio de treinamentos e orientações sobre as políticas e regras da empresa, além de alertas sobre os riscos e consequências do *insider trading*.

Além disso, é importante que as empresas estabeleçam canais de denúncia anônima, para que funcionários que identifiquem a prática de *insider trading* possam fazer a denúncia sem medo de represálias. Essa medida pode ajudar a identificar e coibir a prática, garantindo a integridade do mercado financeiro.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também tem um papel importante na promoção da cultura de *compliance*, por meio de fiscalizações e punições às empresas que descumprem as normas e regulamentações.

A fiscalização e punição são fundamentais para que as empresas entendam a importância de se adequarem às leis e regulamentos, prevenindo assim a prática do *insider trading*.

É importante ressaltar que a *compliance* não é um processo estático, mas sim dinâmico e que exige constante monitoramento e atualização. As empresas devem estar sempre atentas às mudanças nas regulamentações e normas, bem como às novas técnicas utilizadas pelos infratores.

Em suma, a cultura de *compliance* é fundamental para prevenir e combater o *insider trading* dentro das empresas. O fortalecimento dessa cultura depende de um comprometimento desde os altos cargos executivos até os demais funcionários, treinamentos e orientações, alertas sobre os riscos e canais de denúncia anônima.

3.3. A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A PROTEÇÃO DE MERCADO

A governança corporativa, ética, transparência e proteção de mercado são temas fundamentais para a sustentabilidade e sucesso das empresas em todo o mundo.

A adoção de boas práticas de governança corporativa, como a separação de funções entre o conselho de administração e a diretoria executiva, a implementação de comitês de auditoria e remuneração e a transparência nas informações financeiras e estratégicas, promove a confiança dos investidores e dos consumidores nas empresas, fortalecendo a sua reputação no mercado e aumentando a sua capacidade de competir em um ambiente saudável.

A falta de governança corporativa pode gerar riscos para os investidores e afetar a integridade do mercado. Empresas que não adotam práticas adequadas de governança estão mais sujeitas a fraudes, conflitos de interesse, corrupção e outros tipos de condutas antiéticas. Essas práticas podem afetar negativamente a reputação da empresa, levando à perda de confiança dos investidores e dos consumidores, além de prejudicar a concorrência no mercado.

Portanto, a governança corporativa é fundamental para a proteção do mercado e para a promoção da concorrência saudável. Empresas que adotam boas práticas de governança têm maior probabilidade de operar dentro dos padrões éticos

e legais, o que contribui para a preservação da integridade do mercado e para a promoção de um ambiente competitivo e justo.

A Governança corporativa é o conjunto de práticas, normas e valores que norteiam o relacionamento entre os acionistas, a diretoria, a administração e os demais *stakeholders* de uma empresa. A governança corporativa visa promover a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa.

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm por objetivo aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade. (CVM - Comissão de Valores Mobiliários, 2018)

Quanto à ética é o conjunto de valores, princípios e normas que orientam o comportamento das pessoas e das organizações. A ética empresarial diz respeito à responsabilidade social e ao respeito aos direitos humanos, ao meio ambiente e à cultura local.

Ética é a parte da filosofia que se dedica à reflexão crítica sobre a moralidade, isto é, sobre o conjunto de valores e princípios que orientam o comportamento humano. No âmbito empresarial, a ética pode ser entendida como o conjunto de valores, princípios e normas que orientam o comportamento dos indivíduos e das organizações na busca do desenvolvimento econômico e social. (FERREIRA, 2014. p. 28)

A qualidade de ser aberto, honesto e acessível às informações e processos da empresa é conhecida como transparência. No contexto empresarial, a transparência é essencial para estabelecer relações de confiança com os stakeholders, prevenir conflitos de interesse e gerenciar riscos de forma efetiva.

"Transparência é a qualidade de ser aberto, claro, honesto e acessível às informações e processos da empresa. A transparência empresarial é fundamental para a construção de uma relação de confiança com os stakeholders, para a prevenção de conflitos de interesse e para a gestão de riscos." (TCU - Tribunal de Contas da União, 2016)

Já a proteção de mercado, é a garantia de que a concorrência seja justa e equilibrada, e de que os consumidores tenham acesso a produtos e serviços de qualidade a preços competitivos. A proteção de mercado, é fundamental para a

promoção da inovação, da eficiência econômica e do bem-estar social, o combate a monopólios e oligopólios, a regulação de fusões e aquisições, a proteção da propriedade intelectual e o estabelecimento de regras para a prestação de serviços públicos essenciais, como energia, transporte e comunicações.

Além disso, os órgãos governamentais também podem promover políticas de incentivo à concorrência, como a criação de programas de capacitação para pequenas empresas, a redução de barreiras à entrada no mercado e o estímulo à inovação tecnológica.

Todas essas medidas, têm como objetivo promover a concorrência entre as empresas e garantir que os consumidores tenham acesso a uma ampla variedade de produtos e serviços de qualidade a preços justos. A livre concorrência é fundamental para o bom funcionamento da economia e para o desenvolvimento social e econômico de um país.

3.4 FISCALIZAÇÃO EFICIENTE

A fiscalização eficiente é um dos principais pilares para a garantia da integridade do mercado e da concorrência saudável. Através da fiscalização, os órgãos reguladores e governamentais podem monitorar as atividades das empresas, identificar práticas anticompetitivas e aplicar as sanções necessárias para coibir essas condutas. Uma fiscalização eficiente é fundamental para a proteção dos consumidores e para o desenvolvimento econômico do país.

A fiscalização é um elemento essencial para a regulação do mercado, na medida em que monitora a conduta das empresas, verifica se as regras estão sendo cumpridas e identifica situações que possam configurar infrações à ordem econômica.

Além disso, é importante ressaltar a necessidade de investimentos em capacitação e treinamento dos agentes de fiscalização, para que possam desempenhar suas funções de forma eficiente e eficaz. É preciso que a fiscalização seja realizada por agentes qualificados e capacitados, com conhecimento técnico e jurídico suficientes para identificar e coibir as práticas anticompetitivas.

Um princípio fundamental da ciência econômica e o equilíbrio do mercado. [...] Esse princípio se aplica, da mesma forma a economia em geral, bem como ao mercado financeiro em especial. Quando escolhem a área em que querem compreender – ou expandir e contrair negócios existentes –, buscam as oportunidades que entendam mais rentáveis, movimentando os recursos de que dispõem de um para outro projeto. (CAVALI. p. 35, 2022)

Portanto, a fiscalização eficiente é fundamental para a proteção do mercado e para a promoção da concorrência saudável. É preciso que os órgãos governamentais e reguladores, tenham os recursos necessários para desempenhar suas funções de forma eficaz e que sejam realizados investimentos em capacitação e treinamento dos agentes de fiscalização, para que possam identificar e coibir práticas anticompetitivas no mercado.

Além disso, uma fiscalização eficiente pode promover a igualdade de oportunidades no mercado de capitais, evitando que informações relevantes fiquem restritas a um pequeno grupo de investidores privilegiados. Como destacado pelo presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Marcelo Barbosa, "a fiscalização é importante não só para garantir a proteção dos investidores, mas também para promover um ambiente de negócios justo e transparente para todos os participantes do mercado" (Fonte: CVM, 2019).

Além disso, a fiscalização eficiente pode ajudar a prevenir crises financeiras, identificando e corrigindo práticas inadequadas antes que elas causem danos significativos ao sistema financeiro como um todo. Como afirmou o ex-presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC), Mary Jo White, em um discurso sobre o papel da SEC na proteção dos investidores: "Fiscalização efetiva é crucial para prevenir fraudes, manter a integridade do mercado e proteger os investidores, bem como a estabilidade financeira mais ampla" (Fonte: SEC, 2016).

Esse mercado equilibrado será um mercado eficiente na medida em que os recursos sejam rapidamente retirados dos projetos menos vantajosos e converjam para projetos econômicos mais rentáveis e produtivos. (CAVALI. p. 36, 2022)

Em resumo, uma fiscalização eficiente é fundamental para garantir a integridade, transparência e estabilidade do mercado de capitais, promovendo a igualdade de oportunidades e protegendo os investidores de práticas inadequadas.

Além disso, a fiscalização eficiente também pode incentivar a inovação e o desenvolvimento de novos produtos financeiros, criando um ambiente mais propício

para investimentos de longo prazo. Conforme destacado por especialistas em finanças, "a fiscalização eficiente pode aumentar a confiança dos investidores no mercado, o que pode atrair mais capital para investimentos produtivos e estimular a inovação financeira" (Fonte: Financial Times, 2020).

Por outro lado, a falta de fiscalização adequada pode levar a situações de abuso de poder e conflitos de interesse, como ocorreu na crise financeira de 2008, em que muitas instituições financeiras se aproveitaram da falta de regulamentação e fiscalização para adotar práticas de risco excessivo. Como apontou o economista Joseph Stiglitz, "a falta de regulamentação e fiscalização permitiu que os bancos tomassem decisões que beneficiavam apenas a si mesmos, em detrimento dos investidores e da economia como um todo" (Fonte: The Guardian, 2018).

Portanto, é fundamental que os órgãos reguladores e fiscalizadores atuem de forma eficiente e diligente, monitorando as atividades do mercado de capitais e punindo os infratores de forma justa e adequada. Somente assim poderemos garantir um ambiente de negócios justo, transparente e sustentável, capaz de atender às necessidades dos investidores e da economia como um todo.

Uma fiscalização ineficiente pode levar a uma série de problemas no mercado de capitais, como fraudes, manipulações, abusos e práticas inadequadas por parte de empresas e investidores. Isso compromete a confiança dos investidores no mercado e pode causar prejuízos significativos.

De acordo com o Banco Central do Brasil (BCB), "a supervisão é um dos pilares fundamentais da regulação e da supervisão bancária". Essa supervisão tem como objetivo garantir a estabilidade do sistema financeiro e proteger os interesses dos clientes e investidores.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é responsável por fiscalizar o mercado de capitais no Brasil, tendo como objetivo principal a proteção dos investidores e a garantia da transparência e integridade do mercado.

Outra abordagem sustenta que soluções contratuais para o tema que seriam mais eficientes e recomendáveis do que a regulação pública, (CAVALI, p. 42, 2022).

Embora uma parte da doutrina sustente outro viés para resolver a insider trading, a fiscalização eficiente da CVM continua sendo de extrema importância para prevenir a ocorrência de fraudes, manipulações e abusos no mercado de capitais. A

falta de fiscalização pode levar a uma perda de confiança dos investidores, o que pode resultar em prejuízos significativos para o mercado.

Por isso, é essencial que a CVM continue aprimorando seus mecanismos de fiscalização e supervisão, buscando sempre a melhoria da transparência e da integridade do mercado de capitais. Somente dessa forma, é possível garantir a confiança dos investidores e a estabilidade do sistema financeiro.

III – CONCLUSÃO

Tendo em vista os aspectos observados, a transparência das informações demonstrou-se essencial para garantir o acompanhamento e supervisão na divulgação das informações relevantes para investidores e sócios e, ainda, para a proteção do mercado financeiro e criminalização da *Insider Trading*.

A prática de *Insider Trading* objeto de pesquisa deste trabalho é ilegal e compromete a integridade do mercado, diminuindo a confiança dos investidores no sistema financeiro. Verificou-se que a Comissão de Valores Mobiliários desempenha um papel fundamental na regulação e fiscalização do mercado de valores mobiliários, incluindo a prevenção do *Insider Trading*. Além disso, a CVM julga e aplica sanções aos infratores das normas do mercado financeiro, incluindo a prática ilegal de *Insider Trading*.

Conforme foi estudado as decisões da CVM a resolução nº 44/2021 trouxerm mudanças importantes, como a especificação das presunções de uso, acesso e ciência de informações privilegiadas, além de vedações autônomas a negociações de *Insiders* antes da divulgação de informações contábeis. Inclusive a alteração legislativa trouxe de forma genérica os sujeitos que podem figurar como insider trading.

Fazendo com que se tenha maior amplitude na responsabilização dos diretores das empresas, inclusive daqueles que estão sob seu comando hierárquico.

Nesse aspecto a *Compliance*, foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei nº 12.846/2013, e tornou-se essencial para auxiliar empresários nas diversas técnicas de Governança Corporativa, com o objetivo de eliminar irregularidades no âmbito empresarial que possam resultar em sanções cíveis e penais, ainda, um programa de integridade auxilia os diretores e administradores a diminuir os riscos de possíveis responsabilizações pessoais.

Tendo em vista, que a cada dia os mecanismos para interceptação de infratores no mercado financeiro pela Comissão de Valores Mobiliários tem sido aperfeiçoado, assim como, suas normatizações de regulação e punição para a contenção ou restrição do uso de informação privilegiada e a utilização de informações privilegiadas conforme estabelecido pela Lei nº 6.385/76, que regula o mercado de valores mobiliários.

A CVM, portanto, destaca-se por ser responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários, incluindo a prevenção do *Insider Trading*. A recente Resolução nº 44, editada pela CVM em 23 de agosto de 2021, trata da divulgação de informações relacionadas a atos ou fatos relevantes, bem como da negociação de valores mobiliários durante a pendência de informações relevantes não divulgadas. Como resultado, desta atualização, as instruções CVM nº 358, nº 369 e nº 480 foram revogadas.

Outros pontos apresentados foram as normas de regulação e punição para a contenção ou restrição do uso de informação privilegiada ao qual carece de estabelecer sanções mais rigorosas para desestimular a prática do *Insider trading*.

Outro ponto que merece atenção é a necessidade de aprimorar os mecanismos de fiscalização e investigação, apesar de a Comissão de Valores Mobiliários desempenhar um papel importante na fiscalização do mercado de valores mobiliários, no entanto, resguardadas as suas limitações em sua capacidade de investigação e punição dos infratores.

Para que haja uma repressão ao *insider trading*, é fundamental que as empresas adotem boas práticas de governança corporativa para fortalecer a confiança dos investidores e consumidores.

Faz-se necessário, ainda, a separação de funções entre o conselho de administração e a diretoria executiva, por exemplo, tornando-se uma medida que pode contribuir para evitar conflitos de interesse e assegurar a tomada de decisões transparentes e equilibradas. Além disso, a implementação de comitês de auditoria e remuneração pode garantir a transparência e a equidade no tratamento dos *stakeholders*.

A transparência nas informações financeiras e estratégicas, também é crucial para a reputação das empresas e a integridade do mercado. Quando as empresas fornecem informações precisas e atualizadas aos investidores e ao público em geral, elas aumentam a confiança dos *stakeholders* e reduzem a probabilidade de ocorrência de fraudes e práticas ilegais.

Por outro lado, a falta de governança corporativa pode gerar riscos para os investidores e afetar a integridade do mercado. Empresas com práticas duvidosas ou conflitos de interesse podem perder a credibilidade e a confiança dos investidores, o que pode levar a uma desvalorização de suas ações e a prejuízos financeiros para os acionistas.

Por isso, a adoção de boas práticas de governança corporativa deve ser uma prioridade para as empresas que desejam competir de forma justa e sustentável em um ambiente de negócios cada vez mais exigente.

Uma cultura de ética e integridade no mercado financeiro é fundamental, tanto para os reguladores quanto para os investidores e empresas. Todos os agentes do mercado devem estar comprometidos em combater o *insider trading*, a fim de garantir que o mercado seja justo e transparente, permitindo que as empresas obtenham recursos de maneira justa e competitiva.

Em suma, a fiscalização efetiva é um elemento crucial para a manutenção da integridade do mercado e da concorrência saudável. Ela permite que sejam identificadas e punidas as práticas anticompetitivas, garantindo a proteção dos consumidores e o desenvolvimento econômico do país.

Além disso, a fiscalização eficiente promove a transparência e a confiança dos investidores no mercado financeiro, estimulando o crescimento das empresas e aumentando a sua capacidade de competir em um ambiente justo e equilibrado.

Portanto, é fundamental que os órgãos reguladores e governamentais sejam dotados de recursos e mecanismos adequados para a realização de uma fiscalização eficiente, garantindo a proteção dos interesses dos consumidores e a promoção da competição saudável no mercado.

Desta forma, é possível compreender que para se conter ou restringir uma informação, não se trata da edição de novas normas, embora, demonstrem uma evolução para definições e condutas antijurídicas, além, da Comissão de Valores Mobiliários, que tem a cada dia através de mecanismos e normatizações, vem aplicando cada vez mais as penalidades previstas no crime de *Insider Trading*, não é o suficiente para se conter ou restringir uma informação.

Para que informações possam ser contidas, depende de todos os agentes envolvidos que detém a informação ainda não divulgada, logo, o necessário é que seja estabelecida uma cultura institucional de punição e repressão da *insider trading*.

Uma cultura de prevenção da *insider trading* é fundamental para garantir a integridade do mercado financeiro e a confiança dos investidores. As instituições financeiras têm um papel importante na promoção dessa cultura, por meio da implementação de políticas e procedimentos que visam coibir essa prática ilegal.

É essencial que as instituições estabeleçam controles internos rigorosos, treinem seus funcionários para reconhecer e denunciar atividades suspeitas, e promovam uma cultura ética e transparente em todas as áreas do negócio.

Além disso, é importante que haja uma comunicação clara sobre a importância da prevenção da *insider trading*, não apenas para os funcionários, mas também para os clientes e parceiros de negócios.

Ao adotar uma cultura de prevenção da *insider trading*, as instituições financeiras podem proteger a integridade do mercado, evitar sanções e multas, e garantir a confiança dos investidores e do público em geral.

A prevenção da *insider trading* não é apenas uma questão de conformidade regulatória, mas também é uma responsabilidade moral e ética das instituições financeiras e de todos os seus colaboradores.

REFERÊNCIAS

ALCÂNTARA, Silvano Alves. **Direito Empresarial e Direito do Consumidor (Livro Eletrônico)**. Curitiba. Editora Intersaberes, 2017.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **NBR 6022**: informação e documentação: artigo em publicação periódica técnica e/ou científica: elaboração. Rio de Janeiro: ABNT, 2018.

BENY, L. N. Do *Insider Trading* Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence. **American Law & Economics Review**, Oxford, vol. 7, n. 1, p. 144–183, 2005.

BACIGALUPO, Enrique. **Derecho Penal Económico**. Buenos Aires: Hammurabi, 2004.

BAJO FERNÁNDEZ; Miguel; BACIGALUPO, Silvina. **Derecho Penal Económico**. Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces, 2001.

BARBOSA, E. C.; FERREIRA, A. R. A importância do *compliance* nas empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, v. 10, n. 1, p. 33-46, 2022.

BATISTI, Beatriz Miranda. **Compliance E Corrupção: Análise De Risco E Prevenção Nas Empresas Em Face Dos Negócios Públicos**. Curitiba: Juruá, 2017.

BOTELHO, Martinho Martins. WINTER, Luís Alexandre Carta. **A lei de informação privilegiada: uma análise jurídico-econômica. Este artigo é um capítulo de livro digital do Conpedi**. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=109a44b224f37495>. Acesso: 10.jul. 2021.

BUJÁN, Perez, Carlos Martínez. **Derecho Penal Económico Y De La Empresa**. Parte General. 2. ed. Valencia: Tirand lo Blanch, 2007.

BRASIL, Ministério Público Federal. **Documentos e Sentenças da Operação Lava Jato**. Acesso em: <<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/atuacao-na-1a-instancia/parana/denuncias-do-mpf/documentos> Acesso em: 05/09/2019, às 14:45h.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Súmula nº 333**. Cabe mandado de segurança contra ato praticado em licitação promovida por sociedade de economia mista ou empresa pública. Brasília, DF: Superior Tribunal de Justiça, 2007. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/docs_internet/revista_eletronica/stj_revista_sumulas-2012_28_capSumula333.pdf>Acesso em: 05/09/2022.

BRASIL, **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm> acesso em: 05/09/2022, às 14:59h.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Instituiu o Código Civil**. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm> Acesso: 05/09/2022, às 15:04.

BRASIL. **Lei nº 6112 De 02/02/2018**. Brasília, DF. Governador do Estado. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=356400>> Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Lei nº 7753 De 17/10/2017**. Rio de Janeiro, RJ. Governador do Estado. Disponível em: <<https://gov-rj.jusbrasil.com.br/legislacao/511266335/lei-7753-17-rio-de-janeiro-rj>>. Acesso em: 26/10/2019, às 22 h.

BRASIL. **LEI Nº 11.101, De 9/02/2005**. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Programa de Integridade: Diretrizes para Empresas Privadas**. Disponível em: <<https://www.cgu.gov.br/Publicacoes/etica-e-integridade/arquivos/programa-de-integridade-diretrizes-para-empresas-privadas.pdf/view>>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013**. Diário Oficial República Federativa do Brasil, Brasília, DF. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Lei nº 8.420, de 18 de março de 2015**. Diário Oficial [da] República Federativa Do Brasil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Decreto/D8420.htm>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Portaria nº 909, de 7 de abril de 2015, do Ministro de Estado Chefe da Controladoria-Geral da União**. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/sobre/legislacao/arquivos/portarias/portaria_cgu_909_2015.pdf>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Portaria nº 910, de 7 de abril de 2015, do Ministro de Estado Chefe da Controladoria-Geral da União**. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/sobre/legislacao/arquivos/portarias/portaria_cgu_910_2015.pdf>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL, Ministério Público Federal. **Documentos e Sentenças da Operação Lava Jato**. Acesso em: <<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/atuacao-na>>

1a-instancia/parana/denuncias-do-mpf/documentos Acesso em: 05/09/2022, às 14:45h.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Súmula nº 333**. Cabe mandado de segurança contra ato praticado em licitação promovida por sociedade de economia mista ou empresa pública. Brasília, DF: Superior Tribunal de Justiça, 2007. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/docs_internet/revista/electronica/stj-revista-sumulas-2012_28_capSumula333.pdf> Acesso em: 05/09/2022.

BRASIL, **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm> acesso em: 05/09/2019, às 14:59h.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Instituiu o Código Civil**. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm> Acesso: 05/09/2022, às 15:04.

BRASIL. **Lei nº 6112 De 02/02/2018**. Brasília, DF. Governador do Estado. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=356400>> Acesso em: 26/10/2022, às 22h.

BRASIL. **Lei nº 7753 De 17/10/2017**. Rio de Janeiro, RJ. Governador do Estado. Disponível em: <<https://gov-rj.jusbrasil.com.br/legislacao/511266335/lei-7753-17-rio-de-janeiro-rj>>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **LEI Nº 11.101, De 9/02/2005**. Brasília, DF. Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Programa de Integridade: Diretrizes para Empresas Privadas**. Disponível em: <<https://www.cgu.gov.br/Publicacoes/etica-e-integridade/arquivos/programa-de-integridade-diretrizes-para-empresas-privadas.pdf/view>>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013**. Diário Oficial República Federativa do Brasil, Brasília, DF. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Lei nº 8.420, de 18 de março de 2015**. Diário Oficial [da] República Federativa Do Brasil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Decreto/D8420.htm>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Portaria nº 909, de 7 de abril de 2015, do Ministro de Estado Chefe da Controladoria-Geral da União**. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF. Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/sobre/legislacao/arquivos/portarias/portaria_cgu_909_2015.pdf>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL. **Portaria nº 910, de 7 de abril de 2015, do Ministro de Estado Chefe da Controladoria-Geral da União**. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil,

Brasília, DF. Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/sobre/legislacao/arquivos/portarias/portaria_cgu_910_2015.pdf>. Acesso em: 26/10/2022, às 22 h.

BRASIL, **Superior Tribunal de Justiça STJ - RECURSO ESPECIAL: REsp 1601555 SP 2015/0231541-7** - Inteiro Teor. Acesso em: 01/11/2022 às 15:00 h.

BRASIL. **Supremo Tribunal Federal. Ação Penal 470**. Distrito Federal/DF. Relator: Ministro Joaquim Barbosa. Acórdão de 15/10/2012. Disponível em: < <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=236494> >. Acesso em: 02/11/2022, às 21:05 h.)

BRASIL, **Superior Tribunal de Justiça STJ - RECURSO ESPECIAL: REsp 1601555 SP 2015/0231541-7** - Inteiro Teor. Acesso em: 01/11/2022 às 15:00 h.

BRASIL. **Supremo Tribunal Federal. Ação Penal 470**. Distrito Federal/DF. Relator: Ministro Joaquim Barbosa. Acórdão de 15/10/2012. Disponível em: < <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=236494> >. Acesso em: 02/11/2022, às 21:05 h.)

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H. The World Price of *Insider Trading*. **Journal of Finance**, s. l., vol. 57, n. 1, p. 75–108, 2002.

BACIGALUPO, Enrique. **Derecho Penal Económico**. Buenos Aires: Hammurabi, 2004.

BAJO FERNÁNDEZ; Miguel; BACIGALUPO, Silvina. **Derecho Penal Económico**. Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces, 2001.

BUJÁN, Perez, Carlos Martínez. **Derecho Penal Económico Y De La Empresa**. Parte General. 2. ed. Valencia: Tirand lo Blanch, 2007.

BATISTI, Beatriz Miranda. **Compliance E Corrupção: Análise De Risco E Prevenção Nas Empresas Em Face Dos Negócios Públicos**. Curitiba. Editora Juruá, 2017.

CARVALHOSA, M.; LATORRACA, N. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

CARVALHO, André Castro; ALVIM, Tiago Cripa; BERTOCCELLI, Rodrigo de Pinho; VENTUTINI, Otavio. (Org.). **Manual de Compliance**. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

CASAGRANDE, Morgana. **Documentações Para Um Programa de Compliance**. Disponível em: <<https://clickcompliance.com/documentos-programa-compliance/>>. Acesso em: 05/09/2022, às 14:36h.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial, Volume 3: Direito de Empresa**. 13. Ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

CVM. (2017). **Regulamentação CVM nº 358/02**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/358-02.pdf>. Acesso em: 17 de fevereiro de 2023.

CARVALHO, André Castro; ALVIM, Tiago Cripa; BERTOCCELLI, Rodrigo de Pinho; VENTUTINI, Otavio. (Org.). **Manual de Compliance**. Editora Forense. Rio de Janeiro, 2019.

CASAGRANDE, Morgana. **Documentações Para Um Programa de Compliance**. Disponível em: <<https://clickcompliance.com/documentos-programa-compliance/>>. Acesso em: 05/09/2022, às 14:36h.

CASTILHO, Ela Wiecko V. de. **O controle penal nos crimes contra o sistema financeiro nacional**. Belo Horizonte, Del Rey, 1997.

DUTRA, Lincoln Zub. **Compliance No Ordenamento Jurídico Brasileiro**. Organização de Lincoln Zub Dutra e vários Colaboradores. Curitiba: Juruá, 2018.

DAVID, Décio Franco. **Compliance e direito Penal**. Organização Décio Franco David e vários Colaboradores, Guarani, Fábio André; Busato, Paulo César. São Paulo. Editora Atlas, 2015.

DÍEZ, Carlos GÓMEZ JARA. **A Responsabilidade Penal Da Pessoa Jurídica Teoria Do Crime Para Pessoas Jurídicas**. São Paulo, Atlas 2015.

DUTRA, Lincoln Zub. **Compliance No Ordenamento Jurídico Brasileiro**. Organização de Lincoln Zub Dutra e vários Colaboradores. Curitiba, 2018.

EPELBAUM, Michel. **Avanços da Norma Brasileira NBR 19601 – Sistema de Gestão de Compliance!** Disponível em: <<http://blog.bluetax.com.br/profiles/blogs/avancos-da-norma-brasileira-nbr-19601-sistemas-de-gestao-de-compl>>. Acesso em: 01/11/2022, às 15:00 h.

ESTELLITA, Heloisa. **Responsabilidade Penal De Dirigentes De Empresas Por Omissão**, Edição:1ª. São Paulo: Marcial Pons, 2017. Coleção Direito Penal & Criminologia.

EASTERBROOK, F. H. *Insider trading* as an agency problem. In: PRATT, J. W.; ZECKHAUSER, R. J. (eds.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: MA: Harvard Business School Press: 1985, p. 81-99.

_____. *Insider trading*, secret agents, evidentiary privileges, and the production of information. **Supreme Court Review**, s. I., vol. 309, p. 309-365, 1981.

EIZIRIK, N. A instrução CVM 31/84 e a regulamentação do *insider trading*. **Revista de Direito Mercantil**, n. 55, São Paulo, Malheiros, p. 170-175, julho-setembro de 1984.

EPELBAUM, Michel. **Avanços da Norma Brasileira NBR 19601 – Sistema de Gestão de Compliance!** Disponível em: <<http://blog.bluetax.com.br/profiles/>>

[blogs/avancos-da-norma-brasileira-nbr-19601-sistemas-de-gestao-de-compl> Acesso em: 01/11/2022, às 15:00 h.](#)

GENERAL ELECTRIC. **Our Commitment to Compliance**. Disponível em: <https://www.ge.com/about-us/governance/our-commitment-to-compliance>. Acesso em: 17 fev. 2023.

GOMES, Leonardo; COELHO, Guilherme; FERREIRA, Heloisa. **Compliance e regulação no mercado de capitais: uma análise dos casos envolvendo o crime de Insider Trading no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 30.

GUSMÃO, Diogo Ribeiro de. **O Compliance e seus efeitos nas Relações Contatuais**. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI305196,41046-O+compliance+e+seus+efeitos+nas+relacoes+contratuais>>. Acesso: 28/08/2022, às 15:30h.

_____. *Insider trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil**, nº 50, São Paulo, Malheiros, p. 45-55, abril-junho de 1983.

IPP, Gilson. **Comentários sobre A Lei Anticorrupção**. São Paulo Saraiva Educação 2016.

JUNIOR, Gerci. **Responsabilidade Civil do Empregador no Atos Praticados por Seus Empregados e Suas Excludentes**. Disponível em: <<https://gercijr.jusbrasil.com.br/artigos/143401485/a-responsabilidade-civil-do-empregador-nos-atos-praticados-por-seus-empregados-e-suas-excludentes>>. Acesso em: 05/09/2022, às 14:41h.

HAYEK, F. A. The Use of Knowledge of Society, **American Economic Review**, vol. 35, no. 4: p. 519–530, 1945.

LAMBOY, Christian K. de. **Manual De Compliance**. Rio de Janeiro. Forense, 2018. Disponível em: <<https://viaetica.com/images/Manual-de-Compliance-Amostra.pdf>>. Acesso em: 10/11/2022, às 14:01 h.

LOPES JR, Aury. **Fundamentos do Processo Penal: Introdução Crítica**. 5. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2019.

LOPES JR, Aury. **Direito Processual Penal**. 13. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2016.

LOPES JR, Aury. **Direito Processual Penal**. 15. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2018.

MANNE, H. G. *Insider trading and the stock market*. New York: Free Press, 1969.
PADILLA, A. **Can Regulation Eliminate the Agency Problems Posed by Insider Trading?** Commentaries on Law & Economics, s. I., vol. 2, p. 47–81, 2005.

_____. Can Regulation of *Insider Trading* Be Effective? In: VIDYA, C. ***Insider Trading: Regulatory Perspectives***. Hyderabad, India: The Icfai University Press: p. 75–109, 2007.

MAGLIARELLI, Filipe. **Compliance e a Responsabilidade do Gestor**. Disponível em: <<https://alfonsin.com.br/compliance-e-a-responsabilidade-do-gestor/>>. Acesso em: 05/09/2022, às 14:30h.

MANZI, Vanessa A. **Compliance no Brasil – Consolidação e Perspectivas**. Editora Saint Paul. São Paulo, 2008.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O *Insider Trading* no Direito Brasileiro**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Orientador: Joaquim de Arruda Falcão Neto. 2015.

NASCIMENTO, Juliana Oliveira. **Compliance e sustentabilidade: Perspectivas do Futuro Corporativo sob o Prisma do Direito do Trabalho**. Editora LTR. São Paulo. 2016.

OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. **Gestão De Riscos No Mercado Financeiro**. São Paulo Saraiva 2018.

PRADO, Luiz Regis. **Tratado de Direito Penal brasileiro: Parte Geral, volume 1**. 3ª Edição. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2019.

PRADO, Luiz Regis. **Bem Jurídico - Penal e Constituição**. 8ª Edição. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2019.

PIRES, Adriane pinto Rodrigues da Fonseca. **Lavagem De Capitais E Delitos Omissivos: Responsabilidade Penal Pelo Descumprimento Dos Deveres Do Compliance**. Curitiba. Editora Juruá. 2015.

POSNER, R. **Economic analysis of law**. 2nd ed. Boston, MA: Little Brown, 1977.
SPIEGEL, M.; SUBRAHMANYAM, A. The Efficacy of *Insider Trading* Regulation, **Working Paper 257**, Berkeley, University of California, Institute of Business and Economic Research, 1995.

PwC Brasil. (2019). **Pesquisa Global de Fraude e Desvio**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/risk-resilience/pesquisa-global-fraude-e-desvio-2018.html>. Acesso em: 17 de fevereiro de 2023.

SÁNCHEZ, Jesús Maria Silva. **A Expansão Do Direito Penal: Aspectos Da Política Criminal Nas Sociedades Pós-Industriais**. Tradução: Luiz Otávio de Oliveira Rocha. Edição 3ª. Re. E atual. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2013. (Direito e ciências afins, v. 6 / coordenação Alice Bianchini, Luiz Flávio Gomes, Willian Terra de Oliveira).

SANTOS, Patrícia M. C. **Compliance: o que é e como implementar na sua empresa**. São Paulo: Editora Leader, 2017.

SARAIVA, Fábio. **Compliance: a nova Lei Anticorrupção**. São Paulo: RT, 2015.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 10ª Edição Revista. Editora Malheiros Editores. São Paulo, 1995.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil**. Responsabilidade Civil. 5ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2005, Vol. IV.

VERÍSSIMO, Carla. **Compliance incentivo à adoção de medidas anticorrupção**. São Paulo Saraiva 2017.

ANEXO A – SENTENÇA DA CAMARGO CORREA⁴

603. Esta condenação pela indenização mínima não se aplica a Alberto Youssef, Paulo Roberto Costa, Dalton dos Santos Avancini e Eduardo Hermelino Leite sujeitos a indenizações específicas previstas nos acordos de colaboração.

604. Do valor fixado para indenização poderão ser abatido os bens confiscados ou as indenizações dos colaboradores, caso não fiquem comprometidos também por confisco em outros processos.

605. Embora a presente sentença não se dirija contra a própria Camargo Correa, tomo a liberdade de algumas considerações que reputo relevantes. Considerando as provas do envolvimento da empresa na prática de crimes, incluindo a confissão de seu ex-Presidente, recomendo à empresa que busque acertar sua situação junto aos órgãos competentes, Ministério Público Federal, CADE, Petrobrás e Controladoria Geral da União. Este Juízo nunca se manifestou contra acordos de leniência e talvez sejam eles a melhor solução para as empresas considerando questões relativas a emprego, economia e renda. A questão relevante é discutir as condições. Para segurança jurídica da empresa, da sociedade e da vítima, os acordos deveriam envolver, em esforço conjunto, as referidas entidades públicas - que têm condições de trabalhar coletivamente, não fazendo sentido em especial a exclusão do Ministério Público, já que, juntamente com a Polícia, é o responsável pelas provas - e deveriam incluir necessariamente, nessa ordem, o afastamento dos executivos envolvidos em atividade criminal (não necessariamente somente os ora condenados), a revelação irrestrita de todos os crimes, de todos os envolvidos e a disponibilização das provas existentes (não necessariamente somente os que foram objeto deste julgado), a adoção de sistemas internos mais rigorosos de **compliance** e a indenização completa dos prejuízos causados ao Poder Público (não necessariamente somente os que foram objeto deste julgado). Como consignei anteriormente, a Camargo Correa, por sua dimensão, tem uma responsabilidade política e social relevante e não pode fugir a elas, sendo necessário, como primeiro passo para superar o esquema criminoso e recuperar a sua reputação, assumir a responsabilidade por suas faltas pretéritas. A iniciativa depende muito mais dela do que do Poder Público.

606. Deverão os condenados também arcar com as custas processuais.

607. Transitada em julgado, lancem o nome dos condenados no rol dos culpados. Procedam-se às anotações e comunicações de praxe (inclusive ao TRE, para os fins do artigo 15, III, da Constituição Federal).

Registre-se. Publique-se. Intimem-se.

Curitiba, 20 de julho de 2015.

Documento eletrônico assinado por **SÉRGIO FERNANDO MORO, Juiz Federal**, na forma do artigo 1º, inciso III, da Lei 11.419, de 19 de dezembro de 2006 e Resolução TRF 4ª Região nº 17, de 26 de março de 2010. A conferência da autenticidade do documento está disponível no endereço eletrônico <http://www.trf4.jus.br/trf4/processos/verifica.php>, mediante o preenchimento do código verificador **700000879245v49** e do código **CRC 32b03359**.

⁴ BRASIL, Ministério Público Federal. **Documentos e Sentenças da Operação Lava Jato**. Acesso em: <<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/atuacao-na-1a-instancia/parana/denuncias-do-mpf/documentos>> Acesso em: 05/09/2022, às 14:45h

ANEXO B – SENTENÇA ENGEVIX⁵

805. Não vislumbro, porém, a título de indenização mínima, condições de fixar outro valor além das propinas direcionadas à Diretoria de Abastecimento, isso sem prejuízo de que a Petrobrás ou o MPF persiga indenização adicional na esfera cível.

806. Esta condenação pela indenização mínima não se aplica a Alberto Youssef e Paulo Roberto Costa, sujeitos a indenizações específicas previstas nos acordos de colaboração.

807. Do valor fixado para indenização poderão ser abatidos os bens confiscados ou as indenizações dos colaboradores, caso não fiquem comprometidos também por confisco em outros processos.

808. Não vislumbro como, nesse momento, decretar o confisco dos bens titularizados pelos demais condenados, pois não houve a discriminação necessária nas alegações finais nem demonstração de que seriam produto de crime. Rigorosamente, quanto ao dirigente da Engevix Engenharia responsável pela corrupção e lavagem, os bens do patrimônio pessoal não constituem produto do crime de corrupção, já que estes devem ser identificados no patrimônio dos corrompidos.

809. De todo modo, os bens dos condenados, inclusive do dirigente da Engevix Engenharia, submetidos à constrição nos processos conexos ficam sujeito à indenização, na medida de sua participação nos delitos, segundo detalhes constantes na fundamentação e dispositivo.

810. Embora a presente sentença não se dirija contra a própria Engevix Engenharia, tomo a liberdade de algumas considerações que reputo relevantes. Considerando as provas do envolvimento da empresa na prática de crimes, recomendo à empresa que busque acertar sua situação junto aos órgãos competentes, Ministério Público Federal, CADE, Petrobrás e Controladoria Geral da União. Este Juízo nunca se manifestou contra acordos de leniência e talvez sejam eles a melhor solução para as empresas considerando questões relativas a emprego, economia e renda. A questão relevante é discutir as condições. Para segurança jurídica da empresa, da sociedade e da vítima, os acordos deveriam envolver, em esforço conjunto, as referidas entidades públicas - que têm condições de trabalhar coletivamente, não fazendo sentido em especial a exclusão do Ministério Público, já que, juntamente com a Polícia, é o responsável pelas provas - e deveriam incluir necessariamente, nessa ordem, o afastamento dos executivos envolvidos em atividade criminal (não necessariamente somente os ora condenados), a revelação irrestrita de todos os crimes, de todos os envolvidos e a disponibilização das provas existentes (não necessariamente somente os que foram objeto deste julgado), a adoção de sistemas internos mais rigorosos de **compliance** e a indenização completa dos prejuízos causados ao Poder Público (não necessariamente somente os que foram objeto deste julgado). Como consignei anteriormente, a Engevix Engenharia, por sua dimensão, tem uma responsabilidade política e social relevante e não pode fugir a elas, sendo necessário, como primeiro passo para superar o esquema criminoso e recuperar a sua reputação, assumir a responsabilidade por suas faltas pretéritas. É pior para a reputação da empresa tentar encobrir a sua responsabilidade do que assumi-la. Com as devidas adaptações, o recente exemplo da reação pública da automotora Volkswagen é ilustrativo do comportamento apropriado de uma grande empresa quando surpreendida na prática de malfeitos, diga-se de passagem aparentemente

⁵ BRASIL, Ministério Público Federal. **Documentos e Sentenças da Operação Lava Jato**. Acesso em: <<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/atuacao-na-1a-instancia/parana/denuncias-do-mpf/documentos>> Acesso em: 05/09/2022, às 14:45h.

ANEXO C –SENTENÇA ODEBRECHT⁶

11/12/2018

SENT

meio do Setor de Operações Estruturadas da Odebrecht, com a participação de Olívio Rodrigues, Rogério Araújo, Márcio Faria e Cesar Rocha, e envolveram a utilização de contas em nome de offshores no exterior; l) que Isabel Izquierdo, na qualidade de agente do Banco Société Générale no Brasil teria auxiliado o repasse de vantagens indevidas a Paulo Aquino e a Maurício Guedes; m) que restou comprovado o crime de pertinência   organiza o criminosa em rela o a Paulo Aquino, Djalma Rodrigues, Glauco Colepicolo e Maurício Guedes. Pugnou o MPF, ao final, pela condena o dos acusados, com a observância dos termos dos acordos de colabora o premiada dos acusados colaboradores.

A Petrobras, Assistente de Acusa o, em alega es finais (evento 345), ratificou o teor das alega es finais do MPF, com a ressalva de que ela, a vítima, deve ser a destinatária dos valores criminosos recuperados. Promoveu, ainda, a juntada de documentos confidenciais da empresa, sob os quais foi anotado sigilo nível 2, pela Secretaria, para que fiquem disponíveis somente às partes deste processo.

A Defesa de Isabel Izquierdo Mendiburo Degenring Botelho, em alega es finais (evento 369), argumenta: a) que os pressupostos t oricos e acad micos esposados nas alega es finais da Acusa o não devem reger o caso concreto; b) que não deve haver condena o baseada em indícios, provas indiretas e presun es; c) que a constitui o de uma Força-Tarefa pelo MPF para atuar nos casos da assim denominada Opera o Lava Jato afronta o princípio do promotor natural; d) que ao contrário do apregoado pelo MPF, a interpreta o das regras não deve ser flexibilizada para permitir melhor êxito nas investiga es; e) que são utilizadas de forma excessiva medidas cautelares e pessoais contra investigados; f) que Isabel Izquierdo era mera gestora de investimentos e não era funcionária do Banco Société Générale, mantendo apenas contrato de presta o de serviços, o que não dava a ela autonomia para abrir e encerrar contas, efetuar depósitos ou promover transferências; g) que a acusada desconhecia a origem ilícita dos valores que gerenciava; h) que a abertura de contas no banco era prerrogativa exclusiva de funcionários; i) que as provas contra a acusada decorrem apenas das declara es de colaboradores; j) que o prestígio social e os altos cargos ocupados por Rogério Araújo, Paulo Aquino e Maurício Guedes ensejaram a confiança na acusada de que os valores por ele aplicados seriam lícitos; k) que Isabel Izquierdo era a responsável pela colheita de informa es pessoais dos clientes e elabora o de relatórios (know your customer), e não pela autoriza o e abertura das contas propriamente ditas, que ficavam a cargo do **setor de compliance**; l) que a engenharia financeira constituída pela Odebrecht para o pagamento de propinas, com setor próprio, atuou para ocultar da acusada a origem ilícita dos ativos, induzindo-a a erro; m) que cabia ao banco verificar a identidade do cliente e aceitá-lo ou não como correntista; n) que Marcelo Lambertini, na qualidade de vice-presidente do Société Générale no Uruguai, era o responsável por coletar documentos de clientes e remetê-los   sede da institui o, em Genebra; o) que Rogério Araújo possivelmente orientou Paulo Aquino e Maurício

https://eproc.jfpr.jus.br/eprocV2/controlador.php?acao=acessar_documento_publico&doc=701543577270045690089330137042&evento=811&... 7/114

⁶ BRASIL, Ministério Público Federal. **Documentos e Sentenças da Opera o Lava Jato**. Acesso em: <<http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/atuacao-na-1a-instancia/parana/denuncias-do-mpf/documentos>> Acesso em: 05/09/2022, às 14:45h.

