

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E POLÍTICAS

ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

O *INSIDER TRADING* NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

ORIENTADOR: ROBERTO TRINDADE

Rio de Janeiro

2018

O *INSIDER TRADING* NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

CIRANO VIEIRA DE CERQUEIRA FILHO

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao curso de Direito  
como requisito para obtenção do  
título de bacharel.

Área de Concentração: Empresarial  
Professor Orientador: Roberto Trindade

Rio de Janeiro

2018

CIRANO VIEIRA DE CERQUEIRA FILHO

O *INSIDER TRADING* NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro (UNIRIO) como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Rio de Janeiro, \_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2018.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. (Nome do orientador)

Filiações

---

Prof. (Nome do professor avaliador)

Filiações

---

Prof. (Nome do professor avaliador)

Filiações

---

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todas as pessoas próximas que, de alguma maneira, me deram suporte ao longo da vida e durante os 5 anos de graduação. Cada um foi importante. Aos colegas de trabalho da 15ª Vara de Fazenda Pública, Fábio, Branquinho, Kassuga, Val, Fernando, Evandro, Nilson, Gil, Juliana, Priscila, aos amigos do BNDES, Antônio, Bernardo, Antônio, Jesus, Jerônimo, Haroldo, Ricardo, aos amigos da PGE, Barifouse, Andreia, Fernando, Balthazar, Areal, Dona Áurea, Vivian, aos amigos do Master Juris, Egon, Breno, Rafael e Ludmila. Obrigado por auxiliarem no trabalho e pelo apoio moral. Aos familiares: meus pais Fátima Frutuoso e Cirano Cerqueira, irmão Vinícius, sobrinho Arthur, cunhada Thainá, avós Teresa e Cedi, tios Antônio, Racine, Helena, Sônia, Sônia, primos Guilherme, Renata, Daniel, aos avôs já falecidos. Obrigado pela força e união. Aos docentes e discentes da UNIRIO, que foram importantes por engrandecer meu conhecimento, especialmente ao professor Trindade, que teve paciência e proatividade na minha orientação. Forte agradecimento aos professores Celso, Verônica, Sabino e demais professores. Aos amigos mais próximos da vida, Lawrence, Nunudo, Clayton e Leonardo. A ela, que surgiu como um presente da espiritualidade e por quem me apaixonei, Nathalya Valério, amo você. Aos amigos do Centro Espírita CEPELEC, em especial Diogo e Camila, obrigado pelas lições espirituosas. Aos amigos de Pentagna, lugar de fuga, de segurança e de lembranças maravilhosas, em especial Luísa, meu muito obrigado. Aos amigos do Bloco do Sargento Pimenta e do Bloco Distribui Sem Juízo, obrigado pelos momentos de diversão e distração, em especial a Raphael e Sal. Aos amigos do Colégio Metropolitano, em especial a Felipe, Ryan, João Victor, Pedro, Alex, Lincoln e Marcela, obrigado pelos momentos inesquecíveis. E, para pessoas muito especiais que, apesar de existir o ditado “na faculdade não se fazem amigos”, me apoiaram indiretamente nessa empreitada e jogaram esse ditado pela janela, fazendo da Unirio a melhor do mundo. Falo de Pedro, Bruno, Rodrigo, Hiago, Carlão, Marcelo, Igor, Jéssica, Melissa, Pernas, Catão, Pepeca, Raphael, Léo Gomes, Catein. Obrigado demais. Tenho muitos amigos, devo muito a eles!

## RESUMO

O presente trabalho visa analisar os impactos do *insider trading*, ou utilização de informações privilegiadas para negociar no mercado de capitais, prática tão danosa ao desenvolvimento econômico, de um sólido mercado de capitais e, por conseguinte, ao desenvolvimento nacional, objetivo cristalizado em nossa Constituição. Será apresentado o mercado de capitais, o direito à informação e a necessidade de sua regulação, assim como as consequências trazidas pelo *insider trading*, seus requisitos caracterizadores, assim como a importância de medidas de *compliance* e atuação do fiscalizador de maneira a sustar prática tão maléfica ao nosso mercado de capitais.

Palavras-Chave: Confiança, Mercado de Capitais e Insider Trading

## **ABSTRACT**

This paper aims to examine the misuse of privileged information in the securities market. First, will be addressed the concept of securities market and for what it exists. Furthermore, we will talk about what is insider trading and the reasons why the legislator prohibits and punishes such conduct. Furthermore, will be conducted an analysis of insider trading prevention mechanisms, contemplating the internal policies adopted by companies and the measures used by third parties in their business relationship with companies, always with enforcement mechanisms in the administrative, criminal and civil spheres, principally in the administrative sphere.

Key Words: Trust - Securities Market – Insider trading

## SUMÁRIO

<b>CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO</b> .....	9
<b>CAPÍTULO 2 – ESTRUTURA E DINÂMICA DO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	11
2.1 A FUNÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	11
2.2 AS CONDIÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	13
2.3 O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS .....	14
2.4 A IMPORTÂNCIA DA CONCORRÊNCIA NO MERCADO DE CAPITAIS.....	16
<b>CAPÍTULO 3 – O DIREITO À INFORMAÇÃO E A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	19
3.1 O DIREITO À INFORMAÇÃO .....	19
3.2 O DIREITO À INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS.....	21
3.3 O PAPEL DO ESPECULADOR NO MERCADO DE CAPITAIS .....	23
3.4 AS DIVERSAS CLASSES DE INFORMAÇÃO E O DEVER DE LEALDADE .....	26
<b>CAPÍTULO 4 – O INSIDER TRADING E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	29
6.1 DEFFINIÇÃO DE INSIDER TRADING E O ABALO À CONFIANÇA.....	29
6.2 PANORAMA LEGISLATIVO BRASILEIRO NO COMBATE AO INSIDER TRADING.....	31
6.3 A COMINAÇÃO CIVIL, ADMINISTRATIVA E PENAL DA PRÁTICA DE INSIDER TRADING.....	34
<b>CAPÍTULO 5 – OS REQUISITOS PARA A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING</b> .....	39
10.1 A EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NÃO DIVULGADA AO MERCADO .....	39
10.2 O ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....	42
10.3 A NEGOCIAÇÃO COM INTENÇÃO DE OBTER VANTAGEM DA INFORMAÇÃO RELEVANTE.....	46
<b>CAPÍTULO 6 – O APRIMORAMENTO AO COMBATE À PRÁTICA AO INSIDER TRADING: DA CHINESE WALL ATÉ A DIFICULDADE DE SE PROVAR A OCORRÊNCIA DO ILÍCITO</b> .....	50
15.1 O MÉTODO DA CHINESE WALL COMO PREVENÇÃO À PRÁTICA DO INSIDER TRADING.....	50

15.2 A DIFÍCIL TAREFA DE SE PROVAR A OCORRÊNCIA DO ILÍCITO DE INSIDER TRADING.....	53
CAPÍTULO 7 – CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	56
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	59

## CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

A expressão *insider trading*, tema deste trabalho, é originária do direito americano e utilizada para nomear transações desleais no âmbito do mercado de capitais. Acontece quando investidores estão negociando assimetricamente, ou seja, uns possuem informações que outros não, seja em razão do cargo que ocupam ou muitas vezes pelas amizades que mantém.

Essa prática, o uso de informações privilegiadas no mercado de capitais, é mundialmente repudiada, visto que afasta investidores do mercado, pois afeta o sentimento que baseia todas as relações jurídicas em um Estado: a confiança.

O modelo regulatório brasileiro ressalta a importância do sistema de divulgação e disseminação de informações pelos emissores de valores mobiliários. A política de divulgação tem regras bem definidas pela CVM, de aplicação obrigatória pelas companhias abertas, aquelas que negociam seus títulos em bolsas de valores ou mercados de balcão. O objetivo é permitir aos investidores e potenciais investidores tomar decisões de compra, venda ou manutenção de posições a partir do fornecimento de informações completas, iguais e disponibilizadas simultaneamente para todos, em consonância com o que é conhecido como princípio do *full disclosure*<sup>1</sup>.

O desenvolvimento nacional, cristalizado como um objetivo fundamental da República Federativa Brasileira, no art. 3º, II, CRFB, pressupõe o desenvolvimento econômico, este dependente em larga escala de um mercado de capitais robusto.

Fácil se perceber, ainda que em fase introdutória, a estreita relação entre a efetividade de um mercado de capitais e o nível de regulação destinado a si, regulação esta que pode evitar grandes malefícios econômicos e éticos, causando grandes prejuízos ao país.

---

<sup>1</sup> *O mercado de valores mobiliários brasileiro* / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

Para se evitar situações como essas, entraremos no bojo da prevenção e repressão à conduta. Sobre prevenção usaremos de teorias as quais buscam explicar a necessidade de segregação de informações dentro de companhias, como a chamada *Chinese Wall*, a qual será comparada à teoria da mente corporativa, tão potencialmente prejudicial à empresa (em seu sentido leigo).

A repressão existe, como se verá, nas três esferas: administrativa, civil e penal. Daremos destaque, tendo em vista o foco eminentemente empresarial deste trabalho, na esfera administrativa sancionadora, tendo a Comissão de Valores Mobiliários papel central no combate ao *insider trading*.

Fora isso, mister destacarmos o papel do legislador e da doutrina. Não podemos negar a larga evolução legislativa sobre o tema, passando desde a inexistência de qualquer conceituação como ilícito, até a ampliação dos possíveis agentes (*insiders*), resultando na hodierna cominação penal da conduta, claro, tendo o doutrinador o papel de sempre prover completude às divergências de aplicação.

Iniciaremos este trabalho definindo e apresentando a função de um mercado de capitais forte, o porquê de sua importância e o objetivo final da economia. Após isto, mister destacar o direito à informação e a necessidade de se regular o mercado, coibindo práticas ilícitas como o *insider trading*, conduta esta, como se verá em capítulo próprio, extremamente danosa ao mercado de capitais.

Avançando, apresentaremos os requisitos clássicos, consolidados pela melhor doutrina, para a caracterização do *insider trading*, e o porquê da importância de se apresentarem todos estes requisitos, relacionando-os à segurança jurídica a qual deve imperar em todo o âmbito econômico.

Já na parte final do trabalho, teceremos algumas considerações sobre mecanismos de prevenção e controle de informações, dentro das próprias instituições, assim como a difícil, porém necessária análise dos casos concretos de forma pormenorizada, a fim de se provar a existência da conduta, uma das mais danosas à confiança que os investidores possuem para com o nosso mercado de capitais.

# CAPÍTULO 2 – ESTRUTURA E DINÂMICA DO MERCADO DE CAPITAIS

## 2.1 A FUNÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais refere-se à oferta e procura de dinheiro passível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações. Outras definições possíveis baseiam-se em elementos como a poupança, ou os empréstimos de longo prazo.

A função do mercado de capitais reside na formação de capital, abrigando negócios financeiros em escala de longo prazo, em razão da transformação de serviços específicos do mercado em diferentes aspectos e formas, definição esta que não serve tanto para mercados internacionais quanto para o próprio mercado de capitais brasileiro<sup>2</sup>.

Acerca da explicação do mercado de capitais em função de atividades de transformação, é importante a lição de José Marcelo Martins Proença<sup>3</sup>:

“A conversão de ativos em investimentos fixos, onde um poupador pode desejar aplicar o seu dinheiro por um certo período (seis meses ou cinco anos), mas ele pode não estar inclinado a optar por investimentos fixos e sem liquidez, a exemplo do investimento direto em uma fábrica; um mercado de capitais bem organizado permite, exatamente, este tipo de intercâmbio de oportunidades de investimento.”

No mesmo sentido, continua:

“A transformação de prazos, onde um mercado de capitais é planejado para transformar empréstimos concedidos relativamente em curto prazo em empréstimos tomados possivelmente em longo prazo; o emprestador original pode resolver liquidar seu investimento quando assim o desejar, enquanto o tomador recebe recursos de longo prazo, aplicáveis em investimento de longo prazo, por um período definido e sob acordos fixados de retorno e reembolso.”

---

<sup>2</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: regime jurídico do uso das informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

<sup>3</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 73.

Percebe-se que o mercado de capitais é um sistema amplo, presente nas operações financeiras de um país, não podendo ser definido de forma simplista, ainda mais em um país em desenvolvimento como o Brasil, ainda perseguido pela falta de ética nas negociações de valores mobiliários, tal como o *insider trading*, tema deste trabalho e, pela presença de uma máquina burocrática deveras ineficiente.

Aprofundando as informações dadas pelo supracitado autor, percebe-se que a transformação também impera nas magnitudes de capital e de riscos. A primeira é representada pela transformação de pequenos e médios montantes de capital em grandes montantes, isso porque, no mercado de capitais, o capital, via de regra, é acumulado gradativamente, ou seja, pequenas quantias, surgindo umas após as outras, acabam tornando-se grandes investimentos, somente viáveis por meio dos serviços de captação do mercado de capitais.

Além dessas tarefas de transformação, o mercado de capitais produz outros resultados, de natureza econômico-financeira. Se operado a contento, ajuda a dinamizar grande parte de transferências e atividades no que diz respeito à poupança e investimento, dispensando a presença de instituições estatais com função de fomentar o mercado, como é o papel do BNDES no Brasil.

Por conseguinte, normalmente, o investidor não precisa se preocupar em atuar diretamente a fim de garantir o pagamento de seus dividendos, juros, ou reembolsos, ou ainda com a data exata de pagamento, dado que tudo isso acaba sendo, em grande parte, administrado pelos bancos ou instituições similares, em benefício do investidor (cliente).

A transparência e a maior eficiência informativa, isto é, a tradução das informações existentes na realidade dos preços dos títulos, constituem as principais características de um mercado de capitais apropriado, no qual impera a confiança na liquidez das operações, propiciando o surgimento de ofertadores e demandadores mais informados (investidores em geral).

## 2.2 AS CONDIÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

O desenvolvimento do mercado de capitais requer a observância de algumas precondições, valendo apontar, dentre outras: condições mínimas para que o mercado opere livremente, padrões mínimos legais e éticos, grau justo de estabilidade social e política, relativa a estabilidade monetária e estrutura básica para instituições financeiras e outros intermediários financeiros.

Segundo o Professor Nelson Eirizik:

“Trata-se de precondições na órbita político-institucional, ... é essencial uma política governamental explícita para o seu fortalecimento, caracterizada por uma firmeza de convicções e estabilidade nas regras do jogo, tomando medidas coerentes com o objetivo do desenvolvimento futuro do mercado de capitais”<sup>4</sup>.

A organização da sociedade, por outro lado, também constitui em elemento indissociável do desenvolvimento do mercado de capitais. Isso porque economias socializadas raramente necessitam de instituições como as bolsas de valores e, em circunstâncias normais, não adotariam o *modus operandi* dos mercados de capitais, que surgiram sob condições de livre barganha e livre empreendimento, e sem interferência governamental.

Ademais, as relações financeiras e comerciais são condicionadas por fatores sociais e padrões éticos mínimos. Nas relações financeiras, insere-se a feição incentivadora e liberal de leis concessivas de oportunidades suficientes para as atividades financeiras e que, concomitantemente, protegem contratos existentes e atuam como uma salvaguarda para qualquer acordo financeiro possível dentro dos limites da lei. Nas relações comerciais, figuram um mínimo de boa conduta e de ética comercial dentro do campo das finanças, sem o que nem as leis bem formuladas, nem sequer a jurisdição efetiva, mostram-se hábeis para sustentar um mercado de capitais organizado.

---

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson; NETTO, Horácio de Mendonça. O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 10, p. 7, 1978.

Uma outra forma de estabilidade diz respeito à sociedade como um todo. A história monetária mostra que a poupança e a formação de capital são também funções da estabilidade política.

Aliás, a estabilidade deve ser mencionada como requisito no tocante à inflação e à atividade econômica como um todo. Riscos de mudanças futuras, inconsistência dos índices de preços e, conseqüentemente, incerteza quanto à taxa real de inflação, podem levar o investidor a adotar uma atitude de relutância, de desconfiança, e a uma grande propensão ao consumo, ao acúmulo de bens, ao invés de poupar dinheiro, tudo resultando em empecilho ao desenvolvimento do mercado de capitais. Em suma, uma estabilidade monetária mínima e um clima de confiabilidade são necessários à poupança doméstica e à oferta de capital.

Uma estrutura institucional adequada também se configura em pré-requisito do crescimento do mercado de capitais. Faz-se necessária uma infraestrutura do sistema bancário, da regulação de títulos, das bolsas de valores, de tipos específicos de intermediários, de fundos de investimentos e outros. A confiabilidade nessas instituições e a manutenção de informações aos investidores assumem o caráter de *conditio sine qua non* para o desenvolvimento do mercado de capitais.

### **2.3 O PAPEL DO MERCADO DE CAPITALIS**

Considerando o crescimento econômico como uma das necessidades básicas de qualquer país e reconhecendo que não existe crescimento econômico sem investimento, pode-se asseverar que a formação de capital constitui um dos anseios primordiais das nações. Nota-se, portanto, que mercados de capitais bem organizados logram promover tanto a formação de poupanças quanto a rapidez do processo de financiamento.

Em termos gerais, pode-se afirmar que o mercado de capitais contribui para promover a formação de capital, para ligar poupança e investimento e para aumentar a eficácia da aplicação econômica do capital disponível. O mercado de capitais pode incentivar a formação da poupança e torná-la disponível. Em um

segundo passo, essa poupança será alocada e transformada em investimentos, por meio de ofertas padronizadas e de um sistema dinâmico de contratações.

Consumo atual de um lado e formação de capital ou poupança de outro são as alternativas que se abrem a uma sociedade. Caso garantidos à poupança retornos justos e segurança, torna-se mais atrativo moderar o consumo em prol de investimentos, o que ainda não ocorreu de maneira duradoura no Brasil, visto que últimos governos ainda insistem em estimular o consumo de massas, sem dar a necessária importância ao acúmulo de capital, preferindo aportar recursos em instituições financeiras interventoras, tais como os bancos de desenvolvimento, as quais inundam o mercado com recursos subsidiados, desestimulando a formação de um eficaz mercado de capitais. Este último, com boa transparência, pode favorecer a formação de capital e, por corolário, o crescimento econômico.

Como se vê, a grande vantagem do mercado de capitais reside na ligação poupança/investimento de forma eficiente, talvez a mais produtiva de todas as outras possíveis. Normalmente, grande número de fornecedores de capital tende a produzir, individualmente, modestos pecúlios e esperam, invariavelmente, ótimos retornos, com pequena margem de risco e liquidez imediata.

A demanda, por sua vez, usualmente exige capital em grandes proporções, em condições determinadas e de longo prazo, e a um custo de empréstimo o mais baixo possível. O mercado tem que equalizar estas condições da melhor maneira, ou seja, transformando pequenas quantias em grandes quantias, ativos líquidos em investimentos fixos, preferências de curto prazo em exigências de longo prazo e riscos diferentes em uma mesclagem de riscos em escalas diferentes, tudo isto através do fornecimento de segurança e informação.

Um mercado de capitais bem desenvolvido realiza essas transformações por meio de uma variedade de intermediários financeiros e pelas diversas formas de oportunidades de investimento. O modelo de investimento monetário, convém frisar, oferece uma ampla gama de tipos de títulos, como representações de dívidas de uma companhia (debêntures), títulos estes de longo prazo, ou mesmo a própria compra e venda de ações ordinárias. O fato destes títulos poderem ser vendidos e cotados, sem qualquer dificuldade, nas bolsas de valores, revela que interesses

opostos entre oferta e procura permitem um comprometimento útil e soluções racionais.

No dizer do Professor Karl Häuser<sup>5</sup>:

“O mercado de capitais pode contribuir para uma menor concentração de renda e riqueza, uma vez que permite taxas mais altas de juros ou retornos aos poupadores, particularmente a pequenos poupadores e àqueles que vivem de rendas; oferece formas de investimento mais diretas do que quaisquer outras possíveis, ou seja, há mais participação do que exclusivamente direitos à renda monetária, aproximando-se o poupador do investidor; diminuem-se as tensões sociais por meio de uma maior diluição da propriedade do capital privado; e há oportunidade de uma tributação mais direta, mais equânime, pois, na maioria dos casos, dividendos e outros retornos de capital podem facilmente ser taxados na fonte<sup>6</sup>.”

## **2.4 A IMPORTÂNCIA DA CONCORRÊNCIA NO MERCADO DE CAPITAIS**

Para se tratar, no Brasil, da problemática da concorrência nos mercados, faz-se imprescindível principiar com uma remissão à nossa Lei Maior, promulgada em 1988, que reveste a livre iniciativa do caráter de valor social, erigindo-a em fundamento da nossa República e da nossa ordem econômica, submetendo esta, por sua vez, ao princípio da livre concorrência. (CF, artigos 1º, inciso IV, e 170, *caput* e inciso IV).

Traduzida, ordinariamente, como delegação do comando da economia ao cidadão, ao setor privado, aqui referido em oposição ao Estado, ao setor público, a expressão livre iniciativa vem associada, habitualmente, à ideologia do liberalismo.

Como se vê e bem salienta o Professor Eros Roberto Grau, a liberdade absoluta de iniciativa econômica corresponde a uma ideia pura, sem parâmetro exato na realidade, pois, segundo acima patenteado, mesmo no auge do prestígio

---

<sup>5</sup> HÄUSER, Karl. O papel do mercado de capitais em uma economia de mercado. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v.1, n. 3, p. 439-450, set./dez. 1975.

<sup>6</sup> Não se pode deixar de mencionar que o Prof. Karl Häuser, nesse mesmo artigo, salienta que nada existe no mundo sem um movimento oposto. Eventual concentração (apesar de existirem forças opostas) e especulação (que pode ser normalmente útil em movimentos abruptos e súbitos no mercado ora tratado) são alguns exemplos citados.

das teorias liberais, o Estado esteve presente, regrido e policiando os agentes da produção<sup>7</sup>.

Voltando à nossa Constituição, no capítulo I do seu título VII, onde impressas as finalidades e os princípios gerais da ordem econômica, e assentados os limites dos domínios da iniciativa privada e da intervenção direta do Estado, encontra-se o que se poderia qualificar de núcleo duro da Constituição Econômica Brasileira, residindo, o propósito último e global dessa ordenação, em “assegurar a todos a existência digna, conforme os ditames da justiça social” (art. 170, *caput*).

A leitura, não só do artigo 170, mas de todo o capítulo I, do título VII da Constituição, mormente os artigos 172 e 174, não deixa margem a dúvidas: o legislador constituinte autorizou restrições de natureza pública ao exercício da liberdade empresarial, a ela sobrepondo, como mandamentos, valores e finalidades sociais.

A livre iniciativa, que pode ser entendida como faculdade de criar e explorar uma atividade econômica e, sobretudo, como rejeição da atividade econômica estatal, acha-se flexibilizada, como se atestou, pela própria Constituição, não podendo ser exercitada como liberdade absoluta, mas, unicamente, em razão do seu valor social. Interpretada no contexto da ordem econômica, idealmente concebida pela nossa Constituição, curva-se a uma série de normas e princípios, a fim de, repita-se “assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social”<sup>8</sup>.

No tocante à livre concorrência, aparece no inciso IV do supracitado artigo 170, como um princípio ao qual se deve submeter a livre iniciativa. Acredita-se, por conseguinte, que o legislador constituinte estabeleceu uma distinção entre livre iniciativa e livre concorrência.

O princípio da livre concorrência, como se disse, tem um significado próprio que o distingue do princípio de livre iniciativa, consubstanciando-se, na verdade, em elemento necessário à presunção de que a livre iniciativa promove a realização do

---

<sup>7</sup> GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica...* p. 215 e ss.

<sup>8</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 79.

bem comum e alcança o seu valor social. A livre concorrência, vale reiterar, desempenha um papel fundamental para que a livre iniciativa possa gozar da presunção de beneficiar a coletividade<sup>9</sup>.

Aliando-se a possibilidade de se impor restrições ao exercício da liberdade empresarial e harmonizando-se o princípio da livre concorrência com a busca da existência digna, conforme os ditames da justiça social, pode-se afirmar que a tutela da livre concorrência aparece como um limite negativo ao exercício da livre iniciativa, instrumentalizada no mercado de capitais, esta condição necessária ao desenvolvimento nacional, estampado no art. 3º da nossa Carta Magna.

Portanto, pode-se concluir que a concorrência é inerente ao mercado de capitais, sendo o *insider trading* um forte obstáculo ao bom funcionamento do mercado, tendo em vista a posição assimétrica em que se encontram investidores quando da prática de *insider trading*, que fere o princípio que move todas as relações no mercado, a confiança.

---

<sup>9</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 112.

## **CAPÍTULO 3 – O DIREITO À INFORMAÇÃO E A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

### **3.1 O DIREITO À INFORMAÇÃO**

Diz-se que a informação, consistiu, sempre, num anseio e numa busca por parte da humanidade, seja para a vida cotidiana, para o desenvolvimento tecnológico e científico, seja até mesmo no campo místico. Hodiernamente, em função da grande evolução na área das comunicações, a informação pode fluir com muita agilidade, o que, certamente, causa um forte impacto nos costumes das sociedades modernas<sup>10</sup>.

Decisões podem ser tomadas de forma rápida, sim, aumentando o ritmo de todas as atividades sociais. Por outro lado, determinadas ações podem ser postergadas até o “último minuto”, no aguardo de um maior número de dados informativos, capazes de influenciá-las enormemente.

Para a atividade comercial e empresarial em geral, a quantidade, a precisão e a rapidez das informações sempre foram determinantes para o êxito dos negócios. O empresário diligente sempre procurou, portanto, obter o maior número possível de informações a respeito de seu produto, ramo de atividade e, igualmente, de seus clientes, a fim de manter a atividade empresarial na rota do bom retorno financeiro. Estaria ele, o empresário, se assim não o fizesse, incorrendo em negligência em relação a seus negócios<sup>11</sup>.

Por outro lado, o comprador de qualquer bem ou serviço é, supostamente, conhecedor das características daquilo que está adquirindo e, se não o é, tem o direito, ou mesmo a obrigação, de buscar informações previamente. Realizado o negócio, em nele existindo boa-fé de parte a parte, em termos genéricos, não há o que se alegar acerca do desconhecimento, da desinformação.

---

<sup>10</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 129.

<sup>11</sup> O princípio do “dever de diligência” foi expressamente positivado pela legislação pátria, LSA, em seu art. 153.

Conforme ensina Leandro Bittencourt Adiers:

“Dentro de princípios elementares de lealdade contratual e boa-fé, é presunção hominis que a pessoa que pretende comprar ou vender um bem deve procurar saber o que está negociando e qual o seu valor corrente, o que se constitui em dever elementar e básico de diligência, o qual, negligenciado, caracteriza uma das modalidades de culpa, derivando, também, em uma segunda: a imprudência. Pessoas maiores, capazes, que alegam não ter diligenciado acerca de elementos à sua disposição e alcance, de seu exclusivo interesse, não podem arguir que agem de boa-fé pretendendo revisar um negócio mal feito...Os deveres de informação e de diligência se aplicam a elementos objetivos – inerentes à coisa ou à pessoa. Os elementos subjetivos, impressões ou previsões que cada parte projete para o seu futuro em relação ao destino do bem ou possível evolução de seu preço no mercado fica na esfera eminentemente pessoal, não sendo exigido que vendedor ou comprador os externem. Não se exige ainda que sejam prestadas informações que a outra parte pode obter pessoalmente ou de terceiros<sup>12</sup>.”

Neste comentário de Adiers, releva chamar a atenção para as condicionantes “à sua disposição e alcance”, pois são o ponto basilar da legislação sobre *insider trading*, que deve ocupar-se, precipuamente, em garantir que informações indispensáveis claras, de boa qualidade, verídicas e completas, estejam à disposição e ao alcance do público, assegurando também a possibilidade do cumprimento do dever de diligência das partes envolvidas em qualquer tipo de transação. A informação é, conseqüentemente, crucial em qualquer negócio e, mais do que isto, é obrigação de diligência de ambas as partes envolvidas: obter e fornecer todas as informações disponíveis acerca dos bens transacionados.

Contemporaneamente, com a tecnologia disponível, torna-se cada vez mais fácil obter e confirmar dados a respeito dos mais diversos ramos da atividade humana, fator este muito positivo, embora o excesso de informação possa, é verdade, ser usado por aqueles de má fé, no sentido de desviar a atenção do leigo por meio de sofismas ou para aspectos sem importância.

“A compreensão do pensamento econômico como uma arte (sujeitas tanto uma como outra às imperfeições que o ser humano imprime em seus atos) e como exercício de lógica, raciocínio, análise, especulação, qualificam o investidor como um ser pensante, em busca de resposta e de soluções. Trabalha com a mesma matéria, os

---

<sup>12</sup> ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 40, n. 121, p. 173, jan./mar.2001.

mesmos fatos, a mesma realidade, as mesmas probabilidades, apresentadas a seus semelhantes. É a capacidade de apanhar e diferenciar os elementos relevantes, equacioná-los e projetar o futuro dentro de uma lógica, que efetivamente o antecipe, que determina o êxito de uma escolha, sempre envolto em risco. As variáveis escapam ao alcance de quem imagina um mundo estático, de valores rígidos, de premissas imutáveis. Olvida que a capacidade de raciocínio e de uso da informação, longe de ser prejudicial, deu suporte a todo desenvolvimento do homem, e que a realidade não se limita apenas àquilo que se vê, pois a opinião não contém nem molda o mundo.”<sup>13</sup>

Por conseguinte, o cuidado de informar corretamente por um lado, e por outro, de pesquisar todas as informações disponíveis e ainda as conferir, não é importante apenas para o mercado de capitais, consistindo em preocupação inerente a toda a atividade econômica, alcançando, logicamente, os investidores.

### **3.2 O DIREITO À INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS**

Justifica-se a relevância da regulação da informação no mercado de capitais, no sentido de ser esta um meio eficaz de proteção do investidor, já que cria condições necessárias para habilitá-lo a tomar conscientemente, ao menos respaldada por informações precisas, em tese, as suas decisões de investimento. Deve-se colocar todos em um mesmo patamar de informações, para que a partir delas tomem decisões.

Comparando o investidor à figura do consumidor, principalmente em seu conceito lato, enquanto visto como a parte mais fraca nas relações contratuais do mercado de bens e serviços, permite, analogicamente, uma extensão aos instrumentos legais tendentes à proteção dos direitos de ambos. Com efeito, ao aplicar as suas economias no mercado de capitais, o investidor encontra-se potencialmente exposto aos mesmos impasses com os quais se depara o consumidor perante o fornecedor de bens e serviços, geralmente uma organização e, por corolário, a parte mais forte.

Não obstante, não há de se olvidar, que esclarecimentos completos e idôneos, acerca da negociação, levam o consumidor e o investidor a tomarem

---

<sup>13</sup> ADIERS, Leandro Bittencourt. Op. cit. p. 166.

decisões racionais, impedindo ou, no mínimo, dificultando a formação de posições assimétricas entre investidores, onde uns possuem mais informações do que outros.

Em contraposição à evidenciada importância da informação, como um valor indissociável de toda a gama de interações sociais, urge mencionar a relevância da definição de seus limites, a partir da injeção de um importante princípio que rege as práticas no mercado de capitais: **o princípio da *full disclosure***.

O supracitado princípio rege o mercado de capitais, podendo-se dizer que a obrigação de informar, o dever de transparência, deve cessar no momento em que se ponha em causa o desenvolvimento do referido mercado, fato de interesse público porque enseja o desenvolvimento econômico, conforme já visto em capítulo anterior.

Daí, adiante-se, a inteligência da legislação acerca do *insider trading* e da utilização do supracitado princípio: **informe, seja transparente, mas se, por qualquer motivo não for possível informar, abstenha-se de negociar no mercado de capitais**. Alguma dificuldade existe, efetivamente, na definição do quanto é necessário informar, e isso cabe à regulação. Porém, nenhuma dificuldade existe, em tese, em se interpretar a regra da proibição de negociar no mercado se por qualquer motivo não se divulgou informação relevante<sup>14</sup>.

Observe-se, a propósito, nas palavras de Sofia Nascimento Rodrigues<sup>15</sup>:

“Transparência informativa é o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores, razão pela qual a proteção passa necessariamente pela consagração de medidas tendentes à prestação obrigatória de informação... Torna-se, portanto, necessário tutelar os investidores perante a possibilidade de atuações prejudiciais de outros participantes do mercado, mais qualificados. Isso significa entre outras coisas, que a lei deve acautelar a ponderação dos interesses envolvidos, procurando suprimir desigualdades. Assim, por exemplo, a preocupação com a tendencial desigualdade informativa é, nesse sentido, decorrência da necessidade de proteger os investidores e manifesta-se no tratamento conferido aos deveres de informação por parte dos diversos agentes do mercado. Por outro lado, é também a necessidade de repor desigualdades que justifica a tipificação penal

---

<sup>14</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 132.

<sup>15</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. A proteção dos investidores em valores mobiliários. Porto: Almedina, 2001. p. 37 e ss.

de todo o tipo de atividade de caráter abusivo cujo objeto seja a obtenção de informação privilegiada.”

Portanto, é importante frisar que o conjunto normativo regulador da informação no mercado de capitais necessita atentar e se ocupar em atingir dois objetivos primordiais: garantir a possibilidade do cumprimento do dever de diligência por parte dos investidores por um lado e, por outro, prevenir as práticas de *insider trading* e manipulação do mercado, estabelecendo e mantendo a equidade entre os investidores.

### **3.3 O PAPEL DO ESPECULADOR NO MERCADO DE CAPITALIS**

Interessante aludir o papel do especulador no mercado de capitais, já que se trata de um ator muitas vezes mal interpretado pelo público leigo, ajudando também a deixar ainda mais clara a questão da interpretação de informações e da boa diligência do investidor. Na verdade, o especulador é aquela pessoa que, talvez, tenha um dos papéis mais benéficos para a sociedade, dentro do mercado financeiro, pois ele toma para si o risco que outros não podem, não devem ou não querem correr.

Usando ativos agrícolas como exemplo, suponha-se que um determinado agricultor, após a plantação de sua cultura, verifique que os preços de seus grãos se encontram altamente favoráveis e que, se mantidos neste patamar até o final da colheita, garantir-lhe-ão um bom retorno aos investimentos. Por outro lado, caso recuem para abaixo de determinado patamar, seu empreendimento estará perdido. Ora, para repassar este risco a outrem, recorre aos mercados futuros, entrando aí o especulador que, concluindo suas análises, acredita na manutenção da alta dos preços e, com esta crença, toma para si tal risco. O especulador, como se vê, não manipula preços, nem mercados, ações que devem ser coibidas e punidas. Ele, ao invés, usa todas as informações públicas e sua capacidade de análise para, com audácia, realizar investimentos de alto risco que, por outro lado, oferecem um retorno, quando positivo, acima da média.

Inegável, então, que o especulador é figura presente em qualquer mercado e, sob certos aspectos, até importante para sua liquidez. Ele compra e vende ações em

um horizonte temporal claramente definido (pode comprar e vender no mesmo dia, como pode reter por uma semana ou um mês) na expectativa da emergência de fatores que na sua concepção farão as ações subirem ou descerem de preços, quando realiza sua posição (é evidente que às vezes com prejuízo).

Em tese, o especulador atua principalmente com base nas análises técnicas de mercado ou na sua intuição. Portanto o especulador é protagonista ativo do mercado, porém ele não forja o mercado, criando condições artificiais que venham facilitar o objetivo de realização de lucros em curto prazo. Muito embora, em níveis exagerados, a especulação possa ser criticada, pois torna o mercado volátil, com altas alterações de preços e volume de capital, ela não se reveste de qualquer ilegalidade, quando praticada dentro das regras do jogo<sup>16</sup>.

Isto posto, improcede confundir especulação com manipulação (ou mesmo *insider trading*): o especulador parte do mesmo ponto de outros investidores, usando de sua intuição, conhecimentos técnicos e aceitando riscos a fim de obter lucros maiores<sup>17</sup>.

Outro ponto importante a ser destacado a esse respeito é que, no mundo financeiro atual, invadido pela globalização, no mais das vezes não se logra personificar o especulador pois, no mercado global, os grandes movimentos de capitais devem-se, habitualmente, à ação de profissionais, administradores de recursos de terceiros (fundos de investimentos, fundos de pensão, entre outros veículos). Por este motivo, alguns movimentos, aparentemente especulativos, consistem, na verdade, em pecúlios de pessoas comuns, aplicados em diversos veículos de investimentos, e administrados pelos aludidos profissionais que, atentos ao nível de risco dos mercados, pois geralmente os recursos que administram têm limites de tolerância ao risco pré-estabelecidos, no cumprimento diligente de suas funções, deslocam o dinheiro de seus clientes para ativos com nível de risco

---

<sup>16</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 138.

<sup>17</sup> Neste sentido, a Professora Rachel Sztajn defende: “É preciso que haja investidores e especuladores que, no mercado de bolsa, são os geradores de liquidez. É a presença deles, especuladores, e dos embates entre eles, que fomenta a liquidez. Quanto mais especuladores houver no mercado, maior há de ser sua liquidez. Adotar medidas para afastá-los causa iliquidez. Sem especuladores que disponham de recursos para investir (ou especular), a liquidez do mercado e das ações nele admitidas à negociação será baixa”, op. cit. p. 21.

adequado, apoiando-se em informações públicas e em análises fundamentadas e técnicas.

A propósito, anota Leandro Bittencourt Adiers<sup>18</sup>:

*“Perceber ou utilizar uma oportunidade de mercado, onde se acredita favorável à compra e à venda de um ativo, com o objetivo de auferir ganho, não traz em si qualquer irregularidade, sendo, ao contrário, lógico e sensato, principalmente no mercado de capitais, onde os agentes que não visam o controle acionário ou o comando de uma empresa se movimentam única e exclusivamente em busca do lucro.”*

Retomando a questão da importância da informação no mercado de capitais, ressalte-se que aí, talvez, o trânsito das informações atinja a sua dinâmica máxima, não só pela velocidade com que ocorre, mas, principalmente, em função da possibilidade de direcionar ou redirecionar grandes quantidades de recursos em poucos segundos. Um negócio fechado a partir de uma informação errada ou da falta dela, pode causar prejuízos irreparáveis, e desta vez não só às partes envolvidas, mas a todo interesse público, dada a amplitude do envolvimento do mercado de capitais em toda a sociedade.

Mas não se pretenda que a legislação deva afiançar bons retornos aos investidores, a estes cumprindo-lhe, tão somente, respaldar com informações acuradas e sempre disponíveis. O investidor pode fazer um mau negócio em função do seu julgamento e livre arbítrio, o que não pode é ser levado a tal por informações irreais ou mesmo pela falta delas, sob pena de flagrante e absoluto desrespeito à isonomia e equidade. Vale lembrar: o que irá diferenciar os investidores são suas capacidades pessoais de análise, equipe técnica e intuição para investir.

O objetivo de proteção dos investidores tem por finalidade criar um contexto jurídico e econômico em que os interesses, no que toca ao investimento que realizam, tenham um tratamento adequado quanto a uma diversidade de aspectos: informação, igualdade de oportunidades, regularidade das transações, entre outros.

Contudo, todo o investimento em valores mobiliários tem um risco econômico determinado, conforme a atuação já explanada do especulador. Porém, o risco

---

<sup>18</sup> ADIERS, Leandro Bittencourt. op. cit. p. 165.

econômico sempre existirá, fazendo com que um aspecto complementar do investimento seja a necessidade, cada vez maior, de conscientizar os investidores através de informações, tornando o mercado “visível e transparente”, e criando mecanismos de prevenção e alerta para esses riscos advenientes da atividade econômica. A decisão do investidor pode ser errada, mas precisa ter sido uma decisão esclarecida.

### **3.4 AS DIVERSAS CLASSES DE INFORMAÇÃO E O DEVER DE LEALDADE**

Superadas as considerações sobre a importância da informação no mundo dos negócios e, em especial, para o mercado de capitais, mister elucidar alguns problemas relacionados com este último, principalmente pelas diversas classes de informações que existem<sup>19</sup>.

Nada melhor do que uma ilustração exemplificativa: supondo um lançamento de ações no mercado primário, mostra-se indispensável que a empresa, ao abrir ao público seu capital, preste ao mercado informações fundamentais, não apenas acerca de sua situação econômico-financeira, mas também sobre seu estatuto social, sua organização societária e operacional, seus produtos e correspondentemente mercado e concorrentes, proporcionando a correta avaliação de sua situação e, conseqüentemente, do potencial de valorização de suas ações. Depois disso, em já tendo suas ações negociadas, agora no mercado secundário, incumbe-lhe, habitual e periodicamente, dar publicidade a determinadas informações recorrentes, como balancetes contábeis, atas de assembleias, desempenho de seus mercados e produtos. Denominadas básicas, tais informações são reguladas, tanto no tocante à sua forma, quanto relativamente à sua periodicidade, por instruções editadas pela CVM.

Agrupadas em classe diversa, acham-se outras informações que podem não estar incluídas no rol das antes referidas: **são os chamados “fatos relevantes”**,

---

<sup>19</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 143.

porque passíveis de transformar ou mudar a vida da empresa para melhor ou para pior.

**A definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço.** O texto da legislação pertinente não discrepa desse entendimento: “ Os administradores de companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”<sup>20</sup>

Sobreleva, nesse ponto, conceituar informações privilegiadas e o dever de lealdade, em contraposição ao dever de informar e quanto aos denominados fatos relevantes, cabendo, primeiramente, entender o que são informações privilegiadas para, posteriormente, questionar-lhes a divulgação.

**Informações privilegiadas são aquelas atinentes a matérias relevantes, sendo um ônus do administrador ou de quem as detenha, conhecê-las.** A título exemplificativo de informações sigilosas, tomem-se as que, se extemporaneamente divulgadas ao público, acarretariam males irreparáveis à empresa, como o cancelamento de negócios de expressão ou a ação predatória de um concorrente. São informações relativas ao lançamento de novos produtos, a uma campanha publicitária, a um acordo operacional com outra cia, local ou estrangeira, à entrada de um novo sócio, a uma fusão. Enfim, qualquer companhia pode passar por momentos decisivos em que o sigilo é essencial. Além de prejudicar a própria companhia, a publicidade de uma informação sigilosa pode também induzir investidores ao erro, uma vez que a mesma pode achar-se incompleta, estando a cia à espera de sua confirmação ou complementação para divulgá-la ao público<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> Parágrafo 4º do art. 157 da LSA. A questão foi primeiramente tratada na IN 358. Foi definido de maneira clara pela IN 31/84 da CVM, que também arrolou uma série de exemplos de fatos relevantes. Tal IN foi revogada e atualmente a matéria encontra-se regulada pela IN 358/2002.

<sup>21</sup> ADIERS, Leandro Bittencourt. op. cit. p. 189.

Via de regra, os primeiros a terem acesso à informações sigilosas são os próprios administradores da companhia, não se devendo olvidar que a terceiros também é dado, no exercício de suas atividades normais, tomar conhecimento delas, cumprindo, ao legislador, atentar para todas essas situações. Em capítulo próprio será definido o conceito de cada um destes atores, tanto os que obtêm a informação diretamente, como aqueles que em razão de suas atividades ou mesmo por eventualidade, fiquem informados indiretamente.

Conquanto num parêntese, impõe-se a investigação do fundamento do sigilo, ou seja, da procedência da não divulgação de determinadas circunstâncias da vida societária. Este aventado fundamento advém do “dever de lealdade”, do qual estão investidos os administradores, de acordo com o art. 155 da LSA.

Os deveres de lealdade, urge sublinhar, não se impõem junto à própria empresa, “mas também junto aos seus acionistas, aos empregados, ao mercado de capitais e à própria comunidade. Tais deveres decorrem em grande medida da posição privilegiada em que se encontram, principalmente face ao acesso às informações vitais da companhia, as quais muito seguidamente não são de conhecimento público. Também em capítulo posterior será avaliada a viabilidade desta informação, no que tange à chamada teoria da *Corporate Mind* em comparação aos mecanismos de controle interno das empresas (*compliance*), mais especificamente sobre a chamada *Chinese Wall*.

A ordem jurídica compatibiliza o dever de lealdade com a defesa do mercado de capitais e dos seus agentes, valendo-se, basicamente, de dois mandamentos, os quais serão tratados no capítulo próximo.

## **CAPÍTULO 4 – O INSIDER TRADING E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O MERCADO DE CAPITAIS**

### **6.1 DEFFINIÇÃO DE *INSIDER TRADING* E O ABALO À CONFIANÇA**

Esta expressão, *insider trading*, originária do direito norte americano, é hoje internacionalmente conhecida e consagrada para designar as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais.

Consiste no aproveitamento de informações relevantes ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores ignaros dessas mesmas informações. Se estes últimos tivessem tido ciência, em tempo oportuno, daquelas informações privilegiadas, ou não teriam realizado aquelas operações, ou as teriam celebrado em condições diversas.

Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.

Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que “está por dentro”), que consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte dos administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.

É fácil de se perceber que determinadas pessoas, principalmente em virtude da posição ocupada na estrutura organizacional de uma companhia de capital aberto (administradores em geral), ou da posse do seu controle acionário (acionistas majoritários), têm acesso irrestrito aos dados atinentes às condições financeiras e

negociais da empresa, podendo, em tal condição, comportar-se como *insiders*, vale dizer, negociar em condições privilegiadas relativamente aos demais participantes (investidores) do mercado. Exemplificando, tome-se a recente aquisição no ramo das cervejarias multinacionais ocorrida em 2016: a compra da cervejaria Miller (controlada pelo grupo SabMiller) pelo Anheuser – Busch Inbev (grupo controlador da Ambev). Procederia como *insider* o diretor de uma delas se passasse a comprar ações da Miller, prevendo a sua necessária valorização por força da aquisição ainda desconhecida do mercado. Os que vendessem ações as fariam ignorando sua provável, na realidade, inevitável valorização, sofrendo, conseqüentemente, um injusto prejuízo.

É dado igual tratamento, na condição de *insiders*, aos membros de conselhos e aos ocupantes de funções técnicas e de assessoramento em uma companhia de capital aberto e aos que, em face de atividade, função ou cargo (advogados, auditores, analistas de investimento, instituições financeiras) obtenham dados relevantes sobre as circunstâncias econômico financeiras.

Decorrência do surgimento do capitalismo financeiro, o insider trading situa-se no contexto atual das sociedades anônimas e do mercado de capitais como consequência inevitável do seu desenvolvimento, enquanto forma de organização do capital e do modo de financiamento das empresas.

Baseado, como se mostrou, em práticas desleais, o comportamento dos *insiders* lesiona os direitos dos investidores outsiders, obviamente desprotegidos perante grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas do mercado. Paralelamente, o *insider* prejudica o próprio mercado, destruindo a confiança e a lisura de suas relações, elementos que constituem sua base e propiciam seu desenvolvimento.

## 6.2 PANORAMA LEGISLATIVO BRASILEIRO NO COMBATE AO INSIDER TRADING

O uso indevido de informação privilegiada, tal como definido em lei, o *insider trading*, é um dos ilícitos tidos como mais prejudiciais ao mercado de capitais e, por isso, tem sido enfrentado com rigor e preocupação pelos órgãos regulatórios por todo o mundo. Isso por que o *insider trading* fere um dos princípios mais relevantes do mercado de capitais, pois abala a confiança dos investidores.

No Brasil, não poderia ser diferente. O *insider trading* é um dos principais focos de ação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Constitui tanto infração administrativa, tipificada no art. 155 da Lei n. 6.404/76 (Lei das S.A.) e no art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002, como ilícito penal, conforme o art. 27-D da Lei n. 6.385/76.

Porém, antes mesmo da existência de cominação penal, a mais avançada tipificação ao combate do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, a compreensão do regime jurídico do *insider trading* no Brasil mostra a necessidade de um panorama legislativo em constante evolução. O primeiro dispositivo a tratar especificamente do tema no país foi o art. 3º, X, da Lei n. 4.728/65, que disciplina o mercado de capitais. Tal diploma cuida de atribuições do Banco Central do Brasil e dispunha:

Art. 3º Compete ao Banco Central:

(...)

X – Fiscalizar a utilização de informações privilegiadas não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.

Fácil identificar que o primeiro diploma a tratar do assunto é anterior à própria existência da CVM, criada para zelar pelo bom funcionamento do mercado brasileiro de valores mobiliários<sup>22</sup>. Apesar de a norma sinalizar um primeiro esforço do

---

<sup>22</sup> A CVM, entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, só veio a ser criada cerca de uma década de pois, por força da Lei n. 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários no país. Em linhas gerais, o objetivo da CVM consiste em zelar pelo funcionamento bom e

legislador no combate ao *insider trading*, é flagrante sua superficialidade. Essa regra, até então isolada no sistema jurídico brasileiro, não tornava crime, nem ato ilícito, o uso indevido de informação privilegiada. De redação simples, o dispositivo também não oferecia qualquer parâmetro para a caracterização do *insider trading*<sup>23</sup>.

Neste sentido, justifica-se a crítica de Fábio Konder Comparato, ao afirmar que uma norma que atribui competência fiscalizatória requer a existência de outras regras que disciplinem o tema, bem como de um sistema adequado de sanções para garantir a repressão da prática<sup>24</sup>.

Tratamento mais consistente foi oferecido com o advento da Lei das S.A., que, ao consagrar o dever de lealdade do administrador em seu artigo 155, tratou, em seus parágrafos, da vedação ao *insider trading*:

Art. 155. (...)

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

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

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

Verificou-se na disciplina da Lei das S.A. uma completude maior na abordagem, trazendo elementos capazes de permitir não só um melhor delineamento da figura do *insider trading*, como também a possibilidade de reparação pelos danos sofridos (caracterização da responsabilidade civil).

---

eficiente do mercado de valores mobiliários brasileiro, mediante atividades de fiscalização, normatização, disciplina e desenvolvimento.

<sup>23</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.

<sup>24</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 2, p. 46, 1971.

Inicialmente, o parágrafo primeiro cria para o administrador um dever de sigilo, que recai sobre qualquer informação ainda não divulgada no mercado. É preciso, porém, que essa informação não divulgada seja apta a influenciar de modo considerável a cotação de valores mobiliários e que o administrador dela tenha conhecimento em razão da função exercida. O administrador não apenas deve guardar sigilo sobre essas informações, como não pode utilizar delas para obter vantagens para si ou para terceiros.

O parágrafo segundo, por sua vez, atribui ao administrador um dever adicional: o de impedir que a informação seja utilizada por seus subordinados ou terceiros de sua confiança. Trata-se de clara hipótese de responsabilidade por omissão, cabendo a ele evitar o vazamento de informações sigilosas, *leakage*, que em capítulo posterior será mitigado pela apresentação de mecanismos de proteção à informação, como a *chinese wall*.

O parágrafo terceiro versa sobre a responsabilização civil pelos danos causados. Como regra geral, essa possibilidade exige a verificação dos pressupostos da responsabilidade civil, ou seja, a conduta ilícita, a existência de dano ou prejuízo e o nexo de causalidade a ligar os dois elementos.

Importante inovação na repressão ao *insider trading*, foi a possibilidade de qualquer pessoa, em seu sentido lato, poder figurar como *insider*, isso nos seguintes termos da Lei. 10.303/2001, que acrescentou novo parágrafo ao art. 155 da Lei das S.A.:

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

Os parágrafos primeiro e quarto trazem dados suficientes para permitir a extração dos três requisitos necessários (**existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado, acesso a essa informação privilegiada e a intenção de negociar tirando proveito de tal informação**) para a configuração da prática do *insider trading*, os quais serão vistos em capítulo próprio, dada sua importância, a fim de evitar mudanças jurisprudenciais perigosas na definição da prática de negociação de informações privilegiadas.

Norma Jonssen Parente defende<sup>25</sup>, amparada na aplicação do art. 18, II, a e b, da Lei n. 6.385/76, a possibilidade de a CVM ampliar o conceito de *insider trading* constante da Lei das S.A., dada a atribuição pela referida lei ao Conselho Monetário Nacional e à CVM para assegurar a observância das práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

A mais recente construção legislativa sobre o tema, sem dúvidas é o advento da Lei n. 13.506/2017. Este diploma ampliou a redação do art. 27-D da Lei n. 6.385/76 em consonância ao art. 155 da LSA, além de atualizar o procedimento administrativo sancionatório da CVM, autarquia que ganhou ainda mais liberdade de atuação com esta inovação.

Abaixo, mas não menos importante, na escala das fontes normativas, identifica-se a Instrução CVM n. 358/2002, que dispõe, entre outros temas, sobre vedações e condições para a negociação de ações de companhias abertas na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, regulamentando a disciplina legal sobre a matéria.

### **6.3 A COMINAÇÃO CIVIL, ADMINISTRATIVA E PENAL DA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING***

Neste ponto, cabe ressaltar que, devido ao caráter altamente reprovável da conduta, o *insider trading* enseja responsabilização em diversas frentes, abrangendo as esferas civil, administrativa e, mais recentemente, penal.

Basta pensar que um dos maiores problemas que a prática do *insider trading* traz consigo, é o abalo à lisura, liquidez e confiança que os investidores possuem em depositar recursos no mercado de capitais. Com efeito, o *insider trading*, ao lesar o investidor, “termina também por minar o próprio mercado de capitais, cuja base

---

<sup>25</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos jurídicos do “insider trading”. Rio de Janeiro: Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. p. 7. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf).

está na confiança e lisura das próprias relações”<sup>26</sup>. Trata-se, mesmo, de uma questão eminentemente de credibilidade e confiança, de amplo e profundo alcance.

O insider, ao usar deslealmente informações privilegiadas, faz mais que violar o dever de informação e de lealdade que deveria pautar sua conduta; ele também desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência. Fere a transparência e ética, elementos que devem ser preservados para o bom funcionamento do mercado conforme foi direcionado pela nossa Constituição. Reconhece-se, de fato que “o desempenho do mercado de valores mobiliários será, em última instância, sempre afetado pela referida prática”<sup>27</sup>.

Portanto, o ilícito de insider trading é combatido pela legislação nas mais diversas frentes, sendo tratado como ilícito civil, administrativo e penal.

A responsabilidade civil é prevista, como já apontado, na própria Lei das S.A., no art. 155, § 3º, cabendo ao insider ressarcir todos aqueles afetados pelo ilícito perpetrado. Optou o legislador pela exclusividade da solução resarcitória, sem cogitar da possibilidade de anulação do ato, garantindo o atendimento do interesse daqueles que foram prejudicados sem abalar a segurança e a estabilidade necessárias aos negócios realizados no mercado.

Neste sentido, é válido destacar importante instrumento para garantia da efetividade da reparação civil que é a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, prevista na Lei n. 7.913/89, a qual alterou a redação da Lei da Ação Civil Pública (Lei n. 7.347/85) atribuindo ao Ministério Público legitimidade ativa para o ajuizamento da referida ação, de ofício ou por solicitação da CVM.

Ademais, é interessante frisar: o ilícito do *insider trading* fere não apenas as pessoas envolvidas na operação econômica concretamente considerada, mas, a rigor e, sobretudo, a própria coletividade no âmbito do mercado de valores mobiliários e, como se viu, o próprio mercado. Dito de maneira mais concisa, a

---

<sup>26</sup> COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. *Insider trading*. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 723, p. 695, jan. 1996.

<sup>27</sup> PASCHOALINI, Ana Paula [et al.]. Utilização de informação privilegiada: *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 4, p. 159, jul. 2014.

prática afeta diretamente os chamados interesses difusos, isto é, aqueles interesses indivisíveis, que transcendem o individual e cujos titulares são pessoas indeterminadas, mas unidas por circunstâncias de fato, ou seja, os investidores de modo geral.

Indo além, ainda, de acordo com a doutrina, para além do alcance e da extensão de danos que a conduta poderia causar, há que se lembrar que o abuso de informação ocorre num mercado anônimo e massificado, fato que, se não impede, dificulta em muito a individualização dos lesados.

Dado seu caráter difuso, portanto, os referidos interesses são tutelados, especialmente, pela via coletiva. E a tutela coletiva ganha corpo por meio da ação civil pública, regulada pela já mencionada Lei n. 7.347/85 e, quanto ao insider trading, pela referida Lei n. 7.913/89, óbvio que sem prejuízo da possibilidade de tutela no âmbito individual para reparação de danos das pessoas prejudicadas pela conduta de uso indevido de informação privilegiada.

Saindo da seara civil e entrando na administrativa, a responsabilização administrativa se dá perante a CVM, por meio de processo administrativo, conforme o art. 9º, V e VI, da Lei n. 6.385/76. As instruções n 358/2002 e n. 491 da CVM enquadram o *insider trading* como infração grave<sup>28</sup>, sujeitando o infrator às penalidades previstas nos incisos III a VIII do artigo 11 da Lei n. 6.385/76, consoante o parágrafo 3º do mesmo dispositivo, devendo as sanções serem aplicadas com proporcionalidade<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> A instrução normativa n 358/2002 da CVM, em seu art. 18, configura como grave a prática de *insider trading*, conforme positivado na Lei 6.385/76. No mesmo sentido, a instrução n 491 Dispõe sobre hipóteses de infração grave, nos termos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

<sup>29</sup> Sobre a proporcionalidade na aplicação de sanções: “O *insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem mais de fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado” (*Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 18/01*, trecho do voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade: Caso Fator, j. em 4-11-2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

Além das responsabilidades civil e administrativa, a crescente preocupação do legislador quanto à relevância atribuída à tutela do mercado de capitais levou à inclusão, pela Lei n. 10.303/2001, do crime de uso indevido de informação privilegiada na Lei n. 6.385/76, em capítulo dedicado aos crimes contra o mercado de capitais:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, com valores mobiliários:

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

Essa evolução do direito brasileiro na regulação do crime de *insider trading* em definição própria no diploma especial é importantíssima, muito embora a conduta já pudesse ser enquadrada ao tipo genérico do estelionato (art. 171 do Código Penal). A tutela penal, imbuída do caráter de *ultima ratio* que lhe é inerente, surge na esteira da inefetividade do combate ao ilícito tão somente pelas vias cível e administrativa e, apesar das críticas dirigidas à utilização do poder punitivo do Estado (excesso de regulação estatal), o potencial lesivo desta prática justifica a intensificação da resposta do Poder Público.

Sobre a antiga falta de cominação penal da prática de utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, válido é o argumento de Norma Jonssen Parente<sup>30</sup>:

“A despeito da quase total ausência de análise da tipificação penal do insider trading, um só caminho, a nosso ver, se oferece para tentar-se tal: sua qualificação como crime de estelionato, que é um crime que abrange enorme gama de situações. (...) Bento de Faria, citado por José Antonio Pereira Ribeiro em ‘Fraude e Estelionato’, ao comentar o citado dispositivo, entende que o delito se configura pela ocorrência dos seguintes requisitos: a) que haja a obtenção ilegítima de uma vantagem, seja ou não econômica, visto como o objeto do delito é o conjunto de bens jurídicos suscetíveis de serem compreendidos no conceito genérico de propriedade; b) que tal ocorra mediante o uso de qualquer artifício ou ardil, com a possibilidade de induzir o sujeito passivo a erro ou engano; c) que a prestação feita por esse ao sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano; d) que a manobra fraudulenta tenha

---

<sup>30</sup> PARENTE, op. cit., p. 12 – 13.

influência sobre a determinação da vítima; e e) que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo. Do exposto, verifica-se que no insider trading existem todos esses requisitos”.

Apesar da importância da evolução da tutela do insider trading, especialmente a possibilidade de cominação penal, o viés deste trabalho é claramente societário e empresarial, com repercussão nas esferas civil e a administrativa.

Feitas essas considerações, passa-se ao estudo dos requisitos necessários para a configuração da prática de *insider trading*.

## CAPÍTULO 5 – OS REQUISITOS PARA A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING

É sabido que a doutrina clássica e majoritária defende uma classificação tripartite de requisitos para a configuração do ilícito do uso de informações privilegiadas no âmbito do mercado de capitais. Neste capítulo, será apreciada a supracitada classificação, dando ênfase à sua caracterização, tendo em vista a importância de cada um dos requisitos para a configuração do *insider trading*<sup>31</sup>.

### 10.1 A EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NÃO DIVULGADA AO MERCADO

Há de se admitir, no âmbito do mercado de valores mobiliários, um intenso e constante fluxo de informações. Desta constatação fática, surge a necessidade de delimitação do tipo de informação que pode ser objeto do ilícito de *insider trading*. Por óbvio, não será qualquer informação que se submeterá ao regime imposto pelos parágrafos do artigo 155 da Lei das S.A. Deverá a informação revestir-se de determinados atributos que justifiquem a severidade do tratamento previsto na lei.

Somente será possível cogitar-se da existência de *insider trading* quando estivermos diante de uma informação privilegiada. Tendo conhecimento desse tipo de informação, abrem-se ao agente duas opções: divulgá-la (se possível) ou abster-se de negociar com base nesta informação<sup>32</sup>. As alternativas podem ser sintetizadas

---

<sup>31</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 35.

<sup>32</sup> Pode-se encontrar, em doutrina estrangeira, uma discussão envolvendo a possibilidade de configuração do *insider* por omissão – ou *insider abstention* (para mais informações, ver FRIED, Jesse M. *Insider Abstention*. *Yale Law Journal*, Yale, v. 13, p. 455-492, 2003; FRIED, Jesse M. *Insider Abstention*. *UC Berkeley Public Law Research Paper*, Harvard, no. 330520 [2003]. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=330520>. Acesso em 04 jun. 2018). Apesar da dificuldade de sua comprovação e de o ônus probatório ser muito específico, o *insider* por omissão ocorreria diante de uma abstenção de negociar por conta de uma informação privilegiada, que indicaria o benefício da não negociação. Ainda que seja objeto de discussão internacional, a caracterização do *insider* por omissão no Brasil seria de difícil observação, tendo em vista que um dos requisitos do *insider*, de acordo com o artigo. 155, § 4º da Lei das S.A. e conforme será exposto a seguir neste trabalho, é justamente a negociação com a intenção de obter vantagem. É necessário, portanto, que haja uma efetiva negociação para que se verifique a ocorrência do *insider trading*. Logo, o *insider* por omissão – que requer uma ausência de negociação – em princípio não encontra campo de aplicação no Brasil, tendo em vista a própria regulamentação do *insider* no país.

na expressão *disclosure or refrain from trading*<sup>33</sup>, que é a aplicação do princípio da *full disclosure*.

A vedação da utilização de informações privilegiadas em negociações encontra fundamento em razões de ordem ética e econômica.

Do ponto de vista ético, é altamente reprovável que alguém se beneficie de uma informação à qual as demais pessoas não têm acesso, configurando ato de deslealdade com reflexos na esfera jurídica. Sob tal perspectiva, pode-se afirmar que o combate ao *insider trading* traduz um efetivo ato de moralização do mercado de capitais.

Pela ótica econômica, a assimetria de informação entre os agentes do mercado pode levar à realização de operações nas quais o preço do título não encontre amparo na realidade, abalando, em última instância, a própria confiança necessária no âmbito das relações negociais.

Neste sentido, temos a lição de José Waldecy Lucena<sup>34</sup>:

“Economicamente condena-se o insider trading porque, beneficiando tão somente os administradores e controladores, transforma a negociação dos títulos da companhia em um clube de amigos, obviamente em prejuízo dos demais investidores, o que leva a descrédito o mercado de valores mobiliários como um todo”.

Voltando à problemática conceitual, pode-se afirmar que informação privilegiada é aquela, simultaneamente, relevante e sigilosa. Ou, na fórmula consagrada no parágrafo quarto do art. 155 da Lei das S.A., é a “*informação relevante ainda não divulgada*”.

A noção de informação relevante pode ser extraída do art. 157, § 4º, da Lei das S.A., sendo **assim considerada a informação que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.**

---

<sup>33</sup> EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. P. 370. V. 2.

<sup>34</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 491. v. 2.

O sigilo ou informação sigilosa, por sua vez, será a informação ainda não divulgada para o conhecimento do mercado. Importantíssimo realçar que o caráter sigiloso não é intrínseco à informação: ele se justifica apenas enquanto necessário à realização de negócios societários. **Trata-se, portanto, de característica transitória, impondo-se sigilo apenas no período que antecede a ampla divulgação da informação para o mercado**, tornando-se ilícito o segredo mantido por tempo superior ao estritamente necessário<sup>35</sup>.

Imperioso é entender que o dever de sigilo cessa tão logo a informação protegida se torna pública. Embora a divulgação ocorra normalmente pelos canais oficiais, seu vazamento de forma irregular é suficiente para despir o caráter sigiloso, desde que se torne de conhecimento efetivamente público. Nesse caso a informação não será objeto de *insider trading*.

Diversos precedentes da CVM confirmam o entendimento desta autarquia em não admitir *insider trading* quando a divulgação da informação já acontecera, mesmo que por meios não convencionais. A esse respeito, confira-se, a título de exemplo, trecho de voto da Relatora Diretora Norma Jonssen Parente<sup>36</sup>:

“Quanto ao sigilo, são menores as dificuldades em caracterizá-lo. Haverá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação deixará de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores. Contudo, se por qualquer outra razão ela vier a perder seu caráter confidencial, já não se prestará ao *insider trading*. A informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado, que, portanto, presume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores mobiliários.

(..)

Desse modo, sendo a informação de domínio público, não há como considerá-la privilegiada e, por consequência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação”.

Neste diapasão, é válido atentar à distinção da informação pública e da informação amplamente conhecida. O que interessa para efeitos de não configuração do *insider trading*, é que a informação não seja mais sigilosa, estando disponível ao conhecimento dos investidores do mercado. O fenômeno pode ganhar

---

<sup>35</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 39.

<sup>36</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 06/2003, j. em 14-9-2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Caso Itaú BBA.

feição coletiva, passando despercebida por diversos negociadores uma informação divulgada, sendo percebida e utilizada por um investidor mais qualificado, em manobra a ser reputada absolutamente lícita.

Outra questão a ser ponderada é a capacidade de processamento da informação pelo investidor. Não estando os agentes do mercado igualmente capacitados, torna-se possível que, diante da obtenção de uma mesma informação por todos eles, sejam alcançadas diferentes conclusões, orientando suas ações de maneira diversa, sendo certo que alguns serão mais exitosos que outros.

Enfim, o que importa perceber é que diversos fatores poderão influir na conduta dos agentes após a divulgação de informações, antes sigilosas, e ter em mente que estas situações não se incluem na esfera de incidência das normas sobre *insider trading*.

## **10.2 O ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA**

Para a caracterização do *insider trading*, não basta a existência de uma informação privilegiada, merecedora de tutela especial. É preciso que haja um sujeito com acesso a essa informação, capaz de utilizá-la na negociação de valores mobiliários. Trata-se da figura do *insider*. É preciso indagar, portanto, para efeito de configuração do ilícito de *insider trading*, quem pode ser reputado um *insider*.

Sobre isso, tem-se a nova redação do art. 27-D (cominação penal do *insider trading*), da Lei n. 6.385/1976, dada pelo advento da Lei n. 13.506/2017, mais precisamente de seu parágrafo primeiro:

§ 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.

Como já visto, pela redação original da Lei das S.A., só eram expressamente tratados como insiders os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados e terceiros de sua confiança, respondendo os administradores, inclusive, pelo vazamento, ou *leakage*, de informação.

Havia crítica por parte da doutrina, devido a não haver vedação legal a tal prática no bojo das sociedades fechadas. Neste sentido, Rubens Requião segue<sup>37</sup>:

“Em primeiro lugar é de lamentar e estranhar que o preceito acima transcrito se aplique, apenas, à companhia aberta, quando deveria estender-se à sociedade fechada ou familiar. Nestas, quando houver acionista dissidente, ficará ele inerte em face da insídia do administrador que pratica o insider trading”.

Sabendo da insuficiência legal, a antiga Instrução CVM n. 31/84 ampliou o rol de possíveis *insiders*. Passou a considerar como *insider*, qualquer pessoa que em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

Comentando sobre esta então inovação normativa da CVM, Nelson Eirizik afirmou<sup>38</sup>:

“Ao ampliar o conceito de insider, a Instrução segue as tendências mais recentes do direito comparado, particularmente dos sistemas legislativos francês e norte-americano, sendo considerados insiders, doravante, entre nós, não só os administradores, como também qualquer pessoa que, por força de sua atividade profissional, tenha acesso a informações confidenciais da companhia. Assim, estão incluídos na categoria de insiders as instituições financeiras, auditores, analistas de investimento, advogados, etc., os quais por força de sua posição, função ou cargo, obtenham informações relevantes sobre uma companhia aberta”.

A exata compreensão da celeuma passa pela distinção, acolhida pela jurisprudência da CVM, entre ***insiders primários e secundários***.

Usando da lição de Francisco Antunes Maciel Mussnich<sup>39</sup>, conceituaremos estes dois institutos:

“Os *insiders primários*, também conhecidos como institucionais, são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia (*corporate insiders*). Essa categoria incorpora administradores, acionistas controladores e empregados da sociedade.

---

<sup>37</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 249. V. 2.

<sup>38</sup> EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do “insider trading”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 55, p. 172, jul./set. 1984.

<sup>39</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 41.

“Os *insiders* secundários, por sua vez, não possuem acesso direto à informação privilegiada, obtendo tal informação por meio de outra pessoa, normalmente outro *insider* – seja ele primário seja secundário. Por não fazerem parte da companhia, são também chamados de *insiders* de mercado (Market *insiders*) ou mesmo de *outsiders*. Como recebem a informação de outras pessoas, é igualmente comum o emprego da expressão *tippees* para refletir a essa espécie de *insider*, sendo aqueles que transmitem a informação denominados *tippers*.”

É nesta classificação, no âmbito dos *insiders* secundários, que se insere a discussão, acima referida, sobre a correta interpretação do termo “qualquer pessoa” constante do § 4º do art. 155 da Lei das S.A. Autores consagrados defendem a exigência de verificação de nexos profissionais no acesso do *tippee* à informação privilegiada, negando totalmente a possibilidade de configuração de *insider trading* na hipótese de acesso fortuito à informação, ou seja, rechaçam a possibilidade de existência do *insider* acidental<sup>40</sup>.

Apesar da clássica distinção entre *insider* primário e secundário ser bastante completa, ela não é capaz de abarcar todas as situações contendo cenários nos quais se verifica a existência de um *insider*. Em razão disto, vale destacar a figura concebida do *insider* temporário (*temporary* ou *constructive insider*) para designar a categoria de profissionais que, muito embora não sejam empregados ou administradores, possuam uma relação de confiança com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações.

Os *insiders* temporários constituem, portanto, uma categoria especial de *insiders* primários, em razão do acesso direto à informação privilegiada e da especial relação de confiança estabelecida com a companhia. São exemplos os advogados, consultores, contadores e executivos de bancos de investimento que prestam serviços à companhia.

---

<sup>40</sup> “Tanto que se terceiro, em um evento social, ou em uma reunião clubística, por exemplo, vem a ouvir uma informação relevante de uma determinada companhia, por indiscrição de seu administrador, e se aproveita da informação assim obtida para realizar negócio com papéis da companhia, não há falar, nesse caso, nas figuras de *tipper* e *tippee*, em razão do que não poderá o negociante dos papéis ser acusado de prática de *insider trading*, somente o administrador respondendo por quebra do dever de sigilo” (LUCENA, op. cit., p. 494. v. 2). No mesmo sentido: CARVALHOSA, op. cit., p. 416-417. v. 3.

Essa classificação não é estranha à CVM, tendo sido inclusive mencionada em voto de seu ex-presidente Marcelo Fernandez Trindade<sup>41</sup>:

“Em sentido semelhante ao da opinião dos eminentes juristas citados, o Relatório da IOSCO (Organização Mundial das Comissões de Valores) divulgado em março de 2003 sobre a regulação internacional do Insider Trading esclarece que a definição de insider tem mesmo sido expandida para incluir na categoria de insider primário – isto é, aquele que tem acesso à informação diretamente da companhia – os terceiros que prestam serviços à empresa, como os advogados”.

Mister destacar o aspecto volátil dessa categoria, fazendo-se necessário analisar o caso concreto com cuidado, a fim de identificar o exato momento em que se configurou o *insider trading*. Isso porque, tomando-se como exemplo, um simples parceiro comercial pode ser contratado para participar de projeto especial junto a determinada companhia, passando a ter acesso direto a informações sigilosas e relevantes, acesso este prontamente encerrado com o término do projeto. Apenas uma precisa determinação do momento no qual foi obtida a informação utilizada para eventual prática de ilícito poderá esclarecer se o agente será enquadrado como *insider* primário (ainda que temporário) ou secundário.

A classificação apresentada não possui relevância meramente acadêmica. Muito pelo contrário, importantes efeitos práticos têm sido atribuídos à distinção entre *insider* primário e secundário, relativamente à questão de presunção de conhecimento da informação privilegiada.

Quanto aos *insiders* primários, vigora uma presunção relativa de que efetivamente detinham as informações privilegiadas, tendo vista o cargo que ocupam, enquanto aos *insiders* secundários essa presunção não é aplicável.

Porém, mesmo sem adentrar à análise do terceiro requisito caracterizador do *insider trading*, que é negociar com a intenção de obter vantagem, a partir da informação privilegiada, pode-se concluir até agora que em caso de ausência de informação privilegiada desmonta o nexo causal que é necessário para sustentar a conduta ilícita. Com isso, num caso de *insider*, não basta a existência de

---

<sup>41</sup> *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 04/2004*, trecho do voto do Relator Presidente Marcelo Fernandez Trindade: Caso Eletropaulo, j. em 28-6-2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006.

negociação; é necessária a evidência de que a negociação se deu por força de informações privilegiadas. Inexistindo prova dessa fundamentação para agir, inexistente qualquer relação causal a caracterizar o ilícito.

Assim como na responsabilização civil, a teoria da interrupção do nexo causal se faz presente: apenas o fato último, direto e evidente pode ser o causador do resultado danoso. Se em algum momento, esse fato puder ser elidido por prova em contrário, perde-se o nexo de causalidade entre a conduta e o dano, desmontando-se assim a responsabilidade do agente<sup>42</sup>.

Por ocaso importante salientar que embora a prática de *insider trading* exija a atuação de um *insider*, a negociação entre dois *insiders* não caracteriza o ilícito. Isso porque, conforme já assinalado, o fundamento do combate ao *insider trading* repousa na assimetria de informação entre os negociantes. Ora, se ambos conhecem a informação privilegiada, encontram-se em relação simétrica de informação, não havendo o que se falar em posição de vantagem/desvantagem.

### **10.3 A NEGOCIAÇÃO COM INTENÇÃO DE OBTER VANTAGEM DA INFORMAÇÃO RELEVANTE**

A prática de *insider trading* não se consuma sem a efetiva negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o objetivo de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso. Trata-se do elemento subjetivo do ilícito, a vontade que impele o agente a realizar a operação.

Este requisito pode ser extraído da leitura do § 4º do art. 155 da Lei das S.A., quando se refere à utilização da informação relevante “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem”.

Necessário, portanto, como já visto, o estabelecimento do nexo causal entre a realização da operação e a posse da informação: é preciso que o *insider* tenha realizado os atos negociais em virtude do conhecimento da informação privilegiada.

---

<sup>42</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*: 11. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

Apenas com a demonstração dessa fundamentação para agir, desse especial vínculo de causa e efeito, será possível constatar a intenção do agente<sup>43</sup>.

Explica-se o suscitado em epígrafe pelo que se pode extrair do já mencionado § 4º do art. 155, da Lei das S.A., ou seja, embora seja relevante perquirir a intenção de obter vantagem, é absolutamente dispensável a concreta obtenção da vantagem almejada. A legislação não exige a materialização do dano para a caracterização do ilícito administrativo. A existência de dano é elemento necessário para a caracterização de um dever de indenizar à parte prejudicada, mas não para produzir consequências em outros planos.

Assim, a mera realização da operação que possa gerar dano, traduzido na intenção de auferir indevida vantagem, é fato grave o suficiente para fazer incidir as sanções disciplinares administrativas aplicáveis.

Com base nesta linha de raciocínio, há uma presunção, *iuris tantum*, que recai no dolo do *insider*, sobre o administrador ou agente em contato direto às informações da companhia, ou *insiders* primários, tendo esses presunção relativa de que detinham a informação privilegiada, ao contrário dos *insiders* secundários, os quais só as obteriam por mediação daqueles primeiros, presunção essa seguida pela CVM em seus julgados sobre o tema<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> “Em suma, o conceito de insider trading, ou seja, da operação em que estão envolvidas pessoas atuantes no interior da companhia, ou pessoas que, embora atuando fora do âmbito da companhia, participam de seus negócios, conhecem-lhes os seus meandros e, enfim, desfrutam de informações exclusivas e privilegiadas, não pode ser utilizado para os fins de atribuir culpa a Ticius pelo mero fato de este atuar como administrador da instituição encarregada da gestão de fundos de investimentos, os quais, de resto, já detinham papéis de emissão da empresa. A capitulação do ilícito só se dá, repita-se, quando aquele que o alegou (no caso, a CVM) demonstre que as informações relevantes se sobrelevam em relação às motivações econômicas alegadas para a realização dos negócios” (LEÃES, Luiz Gustavo Paes de Barros. A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v 47, p. 245, jan./mar. 2010.).

<sup>44</sup> Vide voto do então presidente Marcelo Fernandez Trindade: “Já a norma regulamentar não menciona a finalidade de auferir vantagem, estipulando uma pura e simples vedação à negociação quando se tratar de operação ocorrida na pendência de divulgação de fato relevante, desde que aquele que detém a informação tenha ciência (‘sabendo’) de que se trata de uma informação ainda não divulgada ao mercado. Há, portanto, na Instrução 358/2002, uma presunção de que o *insider*, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação. Essa possibilidade de prova em contrário, a meu ver, decorre não só do necessário respeito, pela norma regulamentar, à norma regulamentada, como das regras dos §§ 6º e 7º do próprio art. 13 da Instrução 358/2002, que admitem que a negociação ocorra na pendência de fato

Visto isso, faz-se necessário entender que a análise do caso concreto é imprescindível para a imputação ou não do ilícito, não devendo o fiscalizador atuar de forma absoluta sobre determinadas situações. Exemplificando, temos no Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 25/2004 (caso TCO), o Diretor Marcos Barbosa Pinto entendeu estar ausente o intuito de obter vantagem em razão dos valores relativamente baixos envolvidos nas operações e da possibilidade de individuar numa finalidade específica, diversa da obtenção de lucro, para uma das operações, no caso, adquirir ações de um irmão que precisava aliená-las.

Outro exemplo encontra-se no Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2010/1666 (Caso Lojas Renner), no qual destacou-se que o fato de as negociações terem sido realizadas antes do início da operação que dera origem à informação privilegiada e depois do seu encerramento era prova de que a posse da informação privilegiada não motivou as negociações<sup>45</sup>.

Do exposto em epígrafe, é necessário perceber que quando não há finalidade de auferir vantagem com a negociação, a conduta não se enquadra ao tipo descrito no § 4º do art. 155 da Lei das S.A., tendo o intérprete e fiscalizador a necessidade de análise do caso concreto, nunca deixando de considerar o elemento subjetivo.

---

relevante não divulgado, em certas condições. Veja-se que a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma – isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada – é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/2002” (*Processo Administrativo CVM n. RJ 04/2004*, caso Eletropaulo, j. em 28-6-2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006.

<sup>45</sup> “Diante das informações prestadas pela companhia, acredito que, neste caso específico, nem o gerente tinha acesso às informações mais relevantes da operação, nem a venda de suas ações se deu em momento em que havia qualquer clareza nem relação ao impacto das informações da *due diligence* nos rumos do negócio. Por isso, acredito que as informações detidas pelo gerente eram irrelevantes para averiguação de uso indevido de informação privilegiada. O segundo fator que me convence de que a conduta sob análise não condiz com uso indevido de informação privilegiada são os aspectos temporais. O timing das negociações é critério importante para apurar indícios de utilização de informação privilegiada. No caso em análise, o fato é que o gerente comprou ações muito antes do início da negociação entre a Renner e os acionistas da Leader, enfraquecendo a hipótese de que a aquisição tenha sido motivada por informações não divulgadas ao mercado. E, em seguida, ele vendeu tais ações cerca de três meses antes que o preço final da operação tivesse sido definido ou divulgado. Nem a compra, cerca de 4 meses antes do início das negociações, nem a venda desses papéis, mais de 90 dias antes do anúncio dos termos finais da operação, parece ter sido motivada por informações privilegiadas, conforma já havia sido destacado pela SMI, em sua análise dos fatos” (*Processo Administrativo Sancionador CVM n. 2010/1666*, j. em 3-4-2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Trecho do voto da Diretora Relatora Luciana Dias: Caso Lojas Renner).

Por acaso, frisamos a responsabilidade da atuação do julgador quando de casos imputados como *insider trading*. Como já visto, esta conduta lesa não só os agentes diretamente envolvidos, mas sim o mercado de capitais, atingindo em última instância todo o interesse nacional em se formar um mercado sólido e atraente para investidores.

Portanto, é importantíssimo o direcionamento dado pela doutrina e jurisprudência no sentido de se adotarem conceitos solidificados, prezando pela segurança jurídica e análise do caso concreto, pois quanto mais numerosas forem as decisões conflitantes, e por conseguinte os casos de *insider trading*, mais os investidores olharão para o mercado brasileiro com desconfiança, prejudicando a formação de reservas, tão importantes para a execução de empreendimentos interessantes ao país.

No próximo capítulo, o último antes da conclusão deste trabalho, serão abordadas algumas teorias ligadas ao *compliance*, as quais buscam explicar os cuidados que os executivos e empregados de companhias devem ter ao acessar informações sigilosas, assim como não deixaremos de tecer opiniões acerca do papel do mercado de capitais e como a prática lesiva de utilização de informações privilegiadas é maléfica ao desenvolvimento nacional, tendo a CVM papel central em coibir administrativamente esta conduta.

## **CAPÍTULO 6 – O APRIMORAMENTO AO COMBATE À PRÁTICA AO INSIDER TRADING: DA *CHINESE WALL* ATÉ A DIFICULDADE DE SE PROVAR A OCORRÊNCIA DO ILÍCITO**

### **15.1 O MÉTODO DA *CHINESE WALL* COMO PREVENÇÃO À PRÁTICA DO *INSIDER TRADING***

No capítulo subjacente, buscou-se precisar os requisitos da conduta de *insider trading*, examinando suas feições e os pressupostos necessários à sua caracterização. Essa tarefa, como se viu, teve por base essencialmente o panorama legislativo brasileiro sobre a matéria, bem como a literatura jurídica especializada e, especialmente, o repertório de casos da CVM.

Antes de passar ao exame do aprimoramento ao combate à prática de utilização de informações privilegiadas em proveito próprio ou de terceiros, é importante destacar a figura da *Chinese Wall*, assim como mencionar a teoria da mente corporativa, antônima direta da primeira.

A chamada *Chinese Wall*, ou muralha chinesa no português, é, assim como a expressão “*insider trading*”, de origem norte-americana, que designa um dos principais mecanismos para se mitigar os riscos de configuração da prática de *insider trading* no mercado de capitais.

Trata-se, em linhas gerais, de uma estrutura de segregação de atividades, daí a utilização do termo “muralha” ou barreira. O termo “muralha” é pensado para proteger clientes e suas informações de natureza sigilosa, por meio da separação na gestão de recursos próprios e de terceiros realizada em uma mesma companhia (instituição financeira):

“O desenvolvimento de mecanismos para impedir o fluxo de informações sigilosas entre diferentes divisões de uma mesma empresa ou grupo de empresas está intrinsecamente relacionado à necessidade de agentes econômicos atuantes em diferentes áreas de negócios, como instituições financeiras multisserviços,

minimizarem os riscos associados a potenciais situações de conflito de interesses”<sup>46</sup>.

Com efeito, o objetivo dessas barreiras internas de controle é, justamente, restringir o fluxo de informações privilegiadas no âmbito de instituições complexas, multisserviços, de modo a evitar a realização de negociações com base nessas informações e, em última análise, evitar situações de conflito de interesses.

Como aponta Marcos Davidovich, a *Chinesse Wall* destina-se a impedir “de forma eficaz o fluxo de informações sigilosas, segregando os chamados lados públicos que incluem áreas responsáveis pela análise de valores mobiliários e vendas dos privados, como áreas afetas a serviços de banco de investimento, assessoria financeira dentre outras”<sup>47</sup>.

Explicamos a existência de tal estrutura em razão de ser em um ambiente marcado pela complexidade das atividades e serviços financeiros prestados por grandes instituições no mercado, em que o fluxo de informações é intenso e potencialmente conflitante.

É possível, ao menos em linha de princípio, que a adoção desse tipo de mecanismo sirva também, a posteriori, como defesa diante de eventual acusação da prática de *insider trading*. Porém, o problema reside em saber se o mero recurso a esse tipo de barreira estrutural serviria como excludente de responsabilidade, como defesa suficiente para afastar acusações da prática de *insider trading*.

Como restou salientado no voto do Relator Marcelo Trindade, julgando o Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 8/2001<sup>48</sup>:

“Chinese Wall não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda, uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o Chinese Wall adequado equivalerá à proibição de negociar. A partir do momento em que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do Grupo Fator.

---

<sup>46</sup> PASCHOALINI, Ana Paula. op. cit. p. 159, jul. 2014.

<sup>47</sup> DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e o conflito de interesses na *common Law*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 61, p. 15-44, jul./set. 2013.

<sup>48</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 18/2001, j. em 4-11-2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. Trecho do voto do Presidente Marcelo Trindade.

Em alguns casos, quando não se deseja proibir por completo os negócios com determinados papéis, chama-se o operador daqueles papéis para o outro lado do muro, coloca-se a pessoa 'over the wall', ou 'on the other side of the wall'. Tal pessoa (que neste caso seria o senhor Walter Appel) não pode mais operar aquele papel, embora, na mesa, ninguém saiba disso num certo nível de hierarquia, ou embora, até mesmo, a corretora não esteja mais operando em nenhum nível, nos casos mais graves de informação sensível”.

Por outro lado, considerando-a como um contraponto à medida da Chinese Wall, esta sofre abalos com a aplicação da já superada pela melhor doutrina, teoria da mente corporativa, ou *corporate mind*. Em síntese, pode-se dizer que, de acordo com essa formulação, é a “mente” ou vontade da companhia que se releva ao realizar-se uma negociação, e não a “mente” ou vontade do próprio agente que, em nome da sociedade, realizou aquela transação específica<sup>49</sup>.

Todos os funcionários de uma “empresa” (tome-se o sentido leigo da palavra) representariam a vontade da empresa, sabendo de todas as iniciativas, estratégias e papéis desempenhados pelos outros empregados. Neste sentido, deveria atribuir-se aos integrantes da sociedade um mesmo nível de conhecimento acerca das operações da companhia, todos compondo a mesma “mente” corporativa.

Essa teoria pode acabar esvaziando de utilidade o mecanismo da segregação de atividades como instrumento de defesa (ainda que instrumento complementar, associado a outros elementos de prova) em casos envolvendo a suspeita de *insider trading*. Isso porque a adoção de melhores práticas de *compliance* imputa certa presunção de hígidez nas transações dentro de uma companhia. Afinal, “em grandes firmas com complexas estruturas não há como se admitir que cada um de seus empregados possa ter conhecimento das operações e negociações que ocorrem a cada minuto no âmbito da sociedade”<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 63.

<sup>50</sup> DAVIDOVICH, op. cit., p. 15-44.

## 15.2 A DIFÍCIL TAREFA DE SE PROVAR A OCORRÊNCIA DO ILÍCITO DE *INSIDER TRADING*

No capítulo V deste trabalho, abordou-se os requisitos para a caracterização da prática de *insider trading*, utilizando-se de vários precedentes da Comissão de Valores Mobiliários. Mesmo com esta análise, faz-se mister ressaltar a importância de se provar a ocorrência do ilícito.

Inicialmente, importa esclarecer que a palavra “prova” tem sentido amplo, destinando-se a fornecer ao julgador o conhecimento dos fatos necessários para gerar a convicção de que ele necessita para o seu pronunciamento. Por outras palavras, é por meio da prova que será firmado o juízo de convencimento acerca da pretensão das partes, ou, no caso de processos administrativos sancionadores, acerca das imputações aos acusados. Diz-se, que a prova é a soma dos fatos produtores da convicção dentro do processo, sendo de extrema importância sua detida análise.

Dentro do mercado de capitais, é de vital importância a não ocorrência de fatos que possam colocar em xeque sua confiabilidade. Neste sentido, quando da suspeita da prática de *insider trading*, o conteúdo probatório deve ser extensamente apurado para que sua caracterização seja dada. Não pode o mercado ficar à mercê de inseguranças jurídicas dadas pela falta de provas, fazendo-se necessária uma objetivação da análise probatória para a qualificação da conduta.

Neste sentido, de forma a facilitar o entendimento, tomemos a lição de Moacyr Amaral Santos<sup>51</sup>:

“Assim, quanto ao objeto, as provas podem ser diretas ou indiretas. As primeiras são as destinadas a demonstrar o próprio fato principal da demanda, ou seja, aquele cuja existência, se comprovada, determina a consequência jurídica pretendida; as provas indiretas são as destinadas à demonstração de fatos secundários ou circunstanciais, dos quais se pode extrair a convicção da existência do fato principal. A prova indireta é a prova de indícios”.

---

<sup>51</sup> SANTOS, Moacyr Amaral. *Prova judiciária no Cível e no Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1952. p. 21. v. 1.

Tendo em vista o caráter sancionador dos processos administrativos que versam sobre *insider trading*, submetidos a julgamento pela Comissão de Valores Mobiliários, o ideal é que a comprovação da prática das condutas objeto das imputações seja realizada por meio de provas diretas, que representam a forma mais eficiente e completa de se chegar à real compreensão dos fatos.

Porém, diante da dificuldade na produção de provas diretas para a comprovação de *insider trading*, tendo em vista seus requisitos, pois carregados de subjetividade, e de difícil constatação, tem-se observado, na prática, o uso de provas indiretas pelos órgãos administrativos para a configuração e imputação do ilícito do *insider trading* ou sua exclusão.

Nessa linha, a CVM vem admitindo a prova indireta, tornando-se essencial para a resolução de casos em que a prova direta se torna praticamente impossível. Nas palavras do então Diretor Sérgio Weguelin<sup>52</sup>:

“Em se tratando de *insider trading*, em que via de regra é necessário demonstrar que o agente detinha conhecimento da informação relevante, a prova definitiva e irrefutável será praticamente impossível, exceto na hipótese de confissão por parte do acusado”.

Corroborando a possibilidade de utilização de indícios e presunções nas condenações por *insider trading*, doutrina e diversos precedentes administrativos ressaltam que no Brasil impera o princípio do livre convencimento motivado do julgador<sup>53</sup>, que possibilita que o julgador decida da forma que lhe pareça mais adequada à luz das provas e argumentos apresentados, devendo, no entanto, fundamentar sua decisão, seja por meio de provas diretas seja por meio de provas indiretas.

Porém, se de um lado, temos dificuldade de produção de provas diretas, não podendo afastar totalmente a utilização da prova indiciária na apuração do *insider trading*, de outro se faz necessário ponderar acerca dos limites da utilização da prova indiciária e esclarecer quando os indícios serão suficientes para sustentar a condenação por esse tipo de ilícito.

---

<sup>52</sup> *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 24/2005*, j. em 7-10-2008, trecho do voto do Diretor Relator Sérgio Weguelin. Rio de Janeiro: CVM, 2008.

<sup>53</sup> HARTMANN, Rodolfo Kronenberg. *Curso Completo do novo processo civil* 4.ed/Rodolfo Kronenberg Hartmann. – Niterói, RJ: Impetus, 2017.

Dessa forma, tem-se que, mesmo que se reconheça a importância da utilização de prova indiciária para resolução de certos casos, não satisfaz o reconhecimento de meros indícios esparsos para justificar uma condenação por *insider trading*. É necessário, para que se sustente uma condenação com base em indícios, uma reunião de elementos, um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, que levam à existência do ilícito, para que possa ele decorrer de outras circunstâncias.

Deve-se, portanto, no momento do julgamento, avaliar o conjunto de indícios essencialmente robustos existentes no caso concreto. A CVM não pode se deixar influenciar pelos numerosos julgamentos que se utilizam de indícios esparsos para condenação de suspeitos por negociação com uso de informações privilegiadas. O uso arbitrário desse tipo de prova geraria uma enorme insegurança jurídica, ocasionando condenações injustas.

Por acaso, identificamos que além de mecanismos de *compliance* como a *Chinese Wall*, que devem ser adotados pelas companhias como uma maneira de pelo menos desestimular ilícitos como o *insider trading*, o mercado de capitais prescinde de completude jurídica, não podendo a configuração ou não do ilícito restar indefinida, devendo o aplicador adotar métodos para que a análise probatória tenha o mínimo de objetividade, mesmo com toda a dificuldade em se provar a conduta de utilização de informação privilegiada.

## CAPÍTULO 7 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

No Brasil, o explanado imperativo de proteção ao mercado de capitais emana da nossa própria Lei Maior quando insere, entre os objetivos da nossa República, a garantia do desenvolvimento nacional, que inexistirá sem o desenvolvimento econômico que, por seu turno, necessita, para o seu adequado financiamento, de um mercado de capitais robusto.

Não se pode negar que, quanto maior for a confiabilidade do nosso mercado, mais rápida e firmemente será incorporada, à nossa cultura, a tendência do investimento em valores mobiliários. Para isso, o nosso investidor carece de ter a certeza de correr apenas o risco econômico-financeiro inerente à atividade da companhia na qual resolveu investir, jamais o de ser enganado relativamente à lisura ou equitatividade das transações que realizam com valores mobiliários.

Por outro lado e a par da problemática ética, o esforço voltado à prevenção e à repressão do *insider trading*, concretiza-se como fator crucial para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais e redução do custo do capital das cias, com evidentes benefícios para a economia e para a sociedade.

Ao mesmo tempo em que se incentiva a formação da poupança interna, capta-se o fluxo internacional do dinheiro, o que hoje se acha facilitado pela saudável e importante concorrência, como já analisada neste trabalho, e instalada nessa espécie de mercado, quer pela globalização, quer pela tecnologia disponível. E, se o capital, atualmente, circula livre por inúmeros países, ganharão a prioridade dos investimentos aqueles que, a par de propiciarem um retorno adequado, melhor preservarem os aplicadores de operações não equitativas.

Nas palavras de José Marcelo Martins Proença<sup>54</sup>:

“A punição do *insider trading* une, desse modo, duas facetas da sociedade contemporânea: de um lado, a tensão entre o Estado intervencionista e a sociedade civil e, de outro, a pressão pelo desenvolvimento econômico. A economia de duplo setor, público e privado, é uma realidade na maioria dos países, tratando-se do prefácio para a planificação de um sistema estável. Especificadas as suas técnicas e consolidadas as suas bases, ela pode alimentar a

---

<sup>54</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit. p. 334.

ideia de uma econômica compósita, cujo espírito e organização tomariam, do capitalismo, seus melhores elementos, para daí extrair um projeto posto à serviço da produtividade e da justiça. A trajetória da sociedade regulada evolui mercê de uma sociedade civil cada vez mais bem articulada, capacitada para absorver a sociedade política”.

Reiterando o raciocínio, todo instrumento jurídico, concebido para disciplinar qualquer segmento da economia, deve estar imantado de conteúdo ético. Na medida em que um mercado de capitais vigoroso é essencial à economia, os instrumentos de controle, utilizados pelo aparelho estatal, carecem de se orientar por uma política harmonizada com a observância e o respeito ao interesse geral.

O modelo regulatório do mercado, centrado no sistema de preservação da autonomia da vontade, inscreve-se no âmago dessa orientação, enquanto estimula a participação do investidor particular na regulação do setor privado da economia nacional.

Ademais, mecanismos de *compliance*, como a analisada *Chinese Wall*, devem estar cada vez mais presentes no âmbito de controle interno das companhias, seja cumprindo papéis educativos e preventivos, seja para elidir possíveis ilícitos que possam ensejar judicializações ou fiscalizações administrativas.

Não podem os administradores, nem os participantes do mercado de um modo geral, menosprezarem a importância da proteção às informações ainda não divulgadas, dada a extrema dependência do mercado de capitais da confiança dos investidores em suas instituições.

O enquadramento do ilícito é tarefa de primeira importância, como já estudado neste trabalho. Uma legislação condizente com as necessidades do mercado e uma embasada jurisprudência dão a completude jurídica e segurança que o mercado tanto requer.

Neste sentido, quando de processos versando sobre a prática de *insider trading*, não pode o fiscalizador exercer um papel simplista de mero aplicador de conteúdo legal e regulatório: ele deve atentar ao caso concreto, às provas e indícios, que podem traduzir a certeza necessária para caracterizar o ilícito. É um papel difícil sim, porém importante, devendo o fiscal buscar a proteção ao mercado, e a imputação de provas indiretas é essencial à punição dos *insiders*.

Este sentimento em epígrafe é o que move o mundo econômico, senão todas as relações interpessoais: a confiança. Assim como em tudo na vida, a falta da confiança leva a incertezas e desesperança, situações indesejadas e desesperadoras, ou seja, tudo o que o mercado não precisa, tudo o que atrapalha o desenvolvimento nacional e que fica no caminho dos preceitos presentes na Constituição Federal de 1988.

Em face de todos os dados coligidos e exibidos, em virtude de todos os argumentos expendidos ou trazidos à colação, encerramos o presente trabalho com um elogio ao legislador brasileiro e ao aplicador da Comissão de Valores Mobiliários, por terem introduzido, no nosso ordenamento jurídico, uma cultura de justiça e regulação, do uso indevido de informações privilegiadas para negociar no mercado de capitais, o *insider trading*.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 40, n. 121, jan./mar.2001.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*: 11. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 2, 1971.

COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. *Insider trading*. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 723, jan. 1996.

DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e o conflito de interesses na *common Law*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 61, p. 15-44, jul./set. 2013.

EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do "insider trading". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 55, p. 172, jul./set. 1984.

EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. P. 370. V. 2.

FRIED, Jesse M. *Insider Abstention*. *Yale Law Journal*, Yale, v. 13, p. 455-492, 2003.

FRIED, Jesse M. *Insider Abstention*. *UC Berkeley Public Law Research Paper*, Harvard, no. 330520 [2003]. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=330520>. Acesso em 04 jun. 2018).

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na constituição de 1988*. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

HARTMANN, Rodolfo Kronenberg. *Curso Completo do novo processo civil* 4. ed/Rodolfo Kronenberg Hartmann. – Niterói, RJ: Impetus, 2017.

HAUSER, Karl. O papel do mercado de capitais em uma economia de mercado. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 1, n. 3, set./dez. 1975.

LEÃES, Luiz Gustavo Paes de Barros. A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v 47, p. 245, jan./mar. 2010.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 491. v. 2.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.

NETTO, Horácio de Mendonça. O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 10, p. 7, 1978.

*O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos jurídicos do “insider trading”. Rio de Janeiro: Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. Disponível em : [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf).

PASCHOALINI, Ana Paula [et al.]. Utilização de informação privilegiada: *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 4, jul. 2014.

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

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 249. V. 2.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Porto: Almedina, 2001.

SANTOS, Moacyr Amaral. *Prova judiciária no Cível e no Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1952. p. 21. v. 1.