



NECESSIDADE DA REPRESSÃO AO INSIDER TRADING

THE NEED OF INSIDER TRADING REPRESSION

PEDRO HENRIQUE GOMES MUNIZ

Pós Graduando em Direito Empresarial pela UNICURITIBA. Advogado. ORCID ID:<http://orcid.org/0000-0001-7268-9888>.

RENATA CARVALHO KOBUS

Professora Convidada das Pós-Graduações da PUC/PR, UNICURITIBA, ABDConst e do LLM em Direito Empresarial da FIEP/PR. Doutoranda e mestre em Direito do Estado pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. Sócia e Coordenadora de Equipe do setor de Direito Administrativo do Instituto Brasileiro de Pesquisas Aplicadas em Prevenção e Mediação de Conflitos Empresariais - IBCEMP. Pesquisadora integrante do Núcleo de Investigações Constitucionais – NINC da UFPR. Advogada.

RESUMO:

O mercado de capitais no Brasil é passível de atos que podem acarretar reflexos a todos os investidores que dele fazem parte. É imprescindível o estudo de como se dá a repressão ao abuso de informação privilegiada no Mercado de Valores, através da análise do arcabouço legal que está por trás desse sistema de atuação preventiva - repressiva. Em paralelo a isso, será analisado o papel da Comissão de Valores Mobiliários na fiscalização e regulamentação Mercado de Capitais. Posteriormente, se construirá a definição do que é o Insider Trading, para, em um segundo momento, ser analisado o sistema legal de repressão e prevenção existente no Brasil. Será analisado um caso concreto, que representou como o ato ilícito é tratado pelos tribunais. Por fim, será apreciado como a Companhia Aberta atua de modo a prevenir o cometimento do Insider Trading por aqueles que têm o acesso à informação privilegiada.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado de Capitais; Abuso de informação privilegiada; Atuação preventiva e repressiva; Fiscalização e regulamentação; Colaboração.

ABSTRACT:

The Brazilian Capital Market is liable to acts that can cause reflexes to all investors that are part of it. In this way, it is essential to study how the repression of privileged information abuse occurs in the Stock Market, through the analysis of the legal framework behind this system of preventive - repressive action. In parallel to such a study, the role of the Securities and Exchange Commission in overseeing and regulating the Brazilian capital





market will also be analyzed. Subsequently, the definition of what Insider Trading is will be, so that, in a second moment, the legal system of repression and prevention in Brazil will be analyzed. A specific case that represented how the illicit act is dealt with by the courts will be analyzed. Finally, it will be appreciated how the publicly held company can act in order to prevent the insider trading from being committed by those who have access to privileged information.

KEYWORDS: Capital Market; Insider Trading; Preventive and repressive acts; Inspection and regulation; Collaboration.

1. INTRODUÇÃO

Com a mudança para um governo mais liberal na economia, a partir da eleição de Jair Bolsonaro para a Presidência da República e da escolha de Paulo Guedes como ministro da economia (AYRES, 2020), a maneira de observar e participar do mercado de capitais dentro do país mudou. Antigamente era seguro e rentável aportar quantias mensais em investimentos de renda fixa, que rendem de acordo com os juros (UOL, 2015). Porém, com a recente valorização do Ibovespa, o que se viu foi uma migração de investimentos, com um considerável aumento no número de pessoas físicas investidoras na Bolsa de Valores.

A título de exemplificação, em 2019 o mercado acionário teve uma valorização de 31,6% em relação ao ano de 2018, o que foi apenas um dos chamarizes para a entrada de um milhão de investidores no mercado de renda variável brasileiro. (B3, 2020).

Vale lembrar, também, que a taxa de juros se encontra no menor patamar da história (3,75% a.a.), o que incentiva, conforme dito acima, uma migração do mercado da renda fixa para o mercado de renda variável.

Por fim, outro fator de fundamental importância para a “democratização da Bolsa de Valores” é a facilidade cada vez maior de investir nesse mercado, uma vez que atualmente é possível, por exemplo, realizar os investimentos através de corretoras online e aplicativos de celular, os quais trazem mais rapidez e facilidade para qualquer pessoa que possua o interesse de aplicar suas economias na renda variável.





Diante da maior facilidade de investimento propiciada pela tecnologia, é provável que o número de investidores na Bolsa de Valores aumente cada vez mais. Desse modo, mais capital será injetado no mercado de renda variável, de maneira que a evolução da segurança e o posterior aumento da confiabilidade dos investidores tornem a compra e venda de valores mobiliários em um investimento seguro e com seus riscos, ainda que existentes, menores.

Conforme Corsetti (2009, p.106), “a igualdade de condições de acesso às informações, mais do que a proteção de sujeitos individuais ou de grupos, visa, sobretudo, a proteção do mercado como um todo”.

O Mercado de Capitais e a economia estão expostos à diversos riscos, desde falas polêmicas de governantes, potenciais epidemias, até atos de pessoas que possuem uma posição privilegiada em relação aos demais agentes do mercado.

Diante da importância que a Bolsa de Valores possui não somente para os seus participantes, mas também para o país, todo o investimento que é realizado nesse sistema deve ser altamente protegido e fiscalizado.

Dentre os diversos riscos aos quais o mercado de capitais está sujeito, destaca-se o ilícito de Insider Trading que é, sucintamente, a obtenção de benefício através do uso de informações sigilosas na compra e venda de títulos no mercado de capitais.

O presente artigo possui como objetivo realizar um estudo sobre o tratamento dado ao Insider Trading dentro do ordenamento jurídico brasileiro e, também, de que maneira se dá a prevenção e o combate ao Insider Trading.

A infração aqui estudada é capaz de trazer enormes prejuízos ao mercado de capitais e seus investidores, acarretando perdas consideráveis em questão de poucas horas.

Para tanto, será estudada a definição do ilícito, com a posterior análise de como o Estado atua para prevenir e reprimir o Insider Trading, através de legislação administrativa e cível acerca do tema, expondo um caso concreto que ocorreu no Brasil e, finalmente, como as companhias detentoras de informações privilegiadas podem atuar





afim de que seja assegurada a efetividade do combate, investigação e punição ao Insider Trading.

2. DEFINIÇÃO DO ILÍCITO DO INSIDER TRADING

De acordo com Mussnich (2017, p. 35), para que se possa definir o Insider Trading, deve-se, em um primeiro momento, estudar 3 importantes definições doutrinárias que servirão de base para a construção do conceito final do ilícito do Insider Trading, quais sejam:

- I. Existência de Informação privilegiada não divulgada ao mercado;
- II. Acesso à informação privilegiada;
- III. Negociação com o objetivo de tirar proveito da informação privilegiada.

2.1 EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NÃO DIVULGADA AO MERCADO

O fluxo de informações capazes de afetar o mercado imobiliário é constante e cada vez mais intenso. Cabe dizer que não são todas as informações capazes de se revestir de características que as façam serem consideradas privilegiadas.

Neste momento é necessário definir o que é uma informação privilegiada e que será objeto do Insider Trading.

Tanto a doutrina quanto a Lei são fontes para o conceito definitivo do que é informação privilegiada. De acordo com o parágrafo quarto do artigo 155 da Lei das S.A., informação privilegiada é aquela relevante e que ainda não foi divulgada publicamente, ou seja, sigilosa.

Eizirik (2011), cita algumas características inerentes as informações privilegiadas e que são de importância impar para a sua caracterização, são elas: (i) caráter preciso, referindo-se a um fato e não a meros rumores; (ii) não são disponíveis ao público em geral, ou seja, são sigilosas; (iii) podem afetar, caso haja a divulgação em momento





inoportuno, na cotação dos valores mobiliários; e (iv) referem-se a valores mobiliários de seus emissores.

Carvalhosa (2009), por sua vez, define que são relevantes os atos e fatos que podem influenciar de modo importante na precificação dos valores mobiliários da companhia, afetando a decisão na negociação destes.

A Comissão de Valores Mobiliários em 2002, editou a Instrução n. 358, que traz, no artigo 2^o, os requisitos para uma informação ser relevante ou não, oferecendo, ainda, 22 exemplos de ato ou fato potencialmente relevantes. CVM, (2002).

De acordo com Proença (2005, p .144), fato relevante é “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”. Evidenciado o que é informação relevante, se passa agora à definição de informação sigilosa.

O sigilo da informação é transitório, se dá apenas enquanto for necessário para que seja realizado um negócio societário, existindo apenas enquanto a divulgação não for feita amplamente para o mercado.

Para Carvalhosa (2009), a revelação e publicação de informações sigilosas deve ser imediata, com o intuito de evitar que haja o risco de vazamento natural das informações, o que pode acarretar a volatilidade artificial do valor mobiliário negociado pela empresa detentora da informação aqui tratada.

A obrigatoriedade de divulgação de atos e fatos relevantes por parte dos administradores das companhias visa propiciar a credibilidade aos investidores de que terão acesso de forma ampla e completa às informações sobre as companhias que tem seus valores mobiliários negociados no Mercado de Capitais.

¹ “Art. 2o Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.”





O parágrafo 4º do Artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas é de fundamental importância para compreender o dever de informação e de sigilo imposto aos administradores:

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

Norma Jonssen Parente, ao proferir voto a respeito do caso Itaú - BBA, definiu sigilo da seguinte maneira:

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. (CVM,2003)

Superada a definição de informação privilegiada e não divulgada, se faz necessária a identificação de quem tem acesso à informação privilegiada, o Insider.

2.2 ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Conforme exposto acima, não basta a existência de informação privilegiada e sigilosa para que exista o Insider Trading.

É imprescindível a presença de uma pessoa, que tenha acesso à informação e que tenha a capacidade a usufruir para negociar valores mobiliários relacionados à informação.

A Lei das Sociedades Anônimas traz, no artigo 155, que Insiders são os administradores, subordinados, terceiros de sua confiança, além de “qualquer pessoa que a ela (informação privilegiada) tenha tido acesso”.





O Insider é todo aquele que possui uma posição privilegiada perante demais pessoas que possuem o mesmo interesse, não existindo, aí o caráter ilícito.

Conforme Proença (2005, p. 293), a abrangência de quem pode ser Insider é bem ampla, uma vez que “o dever de lealdade se restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa se sujeita às normas repressivas da prática do Insider Trading[...]”

Já Modesto Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 416) adotam uma posição mais restritiva a respeito do assunto:

Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, consultores, promotores de negócios, intermediários (corretores), auditores, operadores e analistas do mercado, peritos, etc.) é que poderão ser responsabilizados pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, nexos pessoal entre o administrador (tipper) e os terceiros (tipees) que com ele tenham algum contato de natureza profissional. Assim, o conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma atividade profissional ou função junto à empresa é de difícil configuração.

Tendo em vista essa divergência de entendimentos, Mussnich (2017) apresenta o Insider Primário e o Insider Secundário, visando elucidar de forma exemplificativa os agentes que estão sujeitos à disciplina, e é essa categorização que será adotada a partir daqui.

Insiders Primários podem ser definidos como aqueles que, por estarem dentro da organização detentora da informação privilegiada, tem acesso direto a esta, sem que haja um intermediário. Estão elencados nessa situação os administradores, acionistas controladores e empregados da sociedade.

Mussnich (2017, p. 45), acrescenta ao Insider Primário, a figura do Insider Temporário, que é alguém que tem “uma relação de fidúcia com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações”.

O Insider Temporário é como o advogado que presta algum serviço pontual para a companhia e, durante a prestação de serviços, tem acesso às informações privilegiadas e sigilosas.





Os Insiders secundários são aqueles que recebem a informação privilegiada através de outra pessoa, que também pode ser considerada Insider. São, também, conhecidos como Tippees, visto que recebem informações de terceiros os Tippers. (CARVALHOSA, 2014).

Conforme dito acima, há uma discussão a respeito de quem pode se encaixar no conceito de Insider Secundário, tendo em vista que o parágrafo 4º do Artigo 155 da Lei das S.A., dispõe que “qualquer pessoa” pode cometer o ilícito.

O Insider deve ser considerado, portanto, como qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de função na sociedade ou no mercado ou por possuir, antes dos investidores comuns do mercado, um acesso especial às informações relevantes ao negócio e ao status da companhia.

Definido o que é Insider, cuida-se agora da análise do último elemento caracterizador do Insider Trading, a negociação com intuito de aproveitar da informação privilegiada.

2.3 NEGOCIAÇÃO COM O OBJETIVO DE TIRAR PROVEITO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Para que o Insider Trading seja caracterizado, não basta que os Insiders tenham acesso à uma informação relevante que ainda não tenha sido divulgada ao mercado em geral.

O delito se aperfeiçoa quando aquele que tem a informação privilegiada e sigilosa realiza uma negociação utilizando esta informação sensível para obter uma vantagem em relação aos demais agentes do mercado de capitais que não tiveram acesso a mesma informação.

Pois bem, o artigo 155 da Lei das S.A., traz no parágrafo 4º a necessidade de estar presente o elemento volitivo, qual seja a “finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem”. (BRASIL, 1976).





De acordo com o trecho de Lei acima destacado, não se faz necessário que haja o dano para que seja observado o crime, bastando apenas a negociação em grau de desigualdade, fazendo, dessa maneira, que incidam as sanções administrativas aplicáveis ao Insider Trading.

Conforme se observa, a Lei das S.A. exige o elemento subjetivo para que seja caracterizado o Insider Trading, porém, o mesmo não ocorre quando da leitura do Artigo 13 da Instrução n. 358/02 da CVM, a seguir:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1o A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. (BRASIL, 2002)

De acordo com o que se extrai do trecho acima, contra administradores e controladores se presume a intenção de aproveitar e ter vantagem a partir do uso de informação privilegiada. Desta forma, a responsabilidade de provar que não existe a intenção de obter vantagem da informação sensível é dos Insiders Primários.

Sendo assim, é possível identificar dois entendimentos acerca do elemento volitivo da conduta:

O primeiro decorre da Lei das S.A., e, basicamente, estabelece, de acordo com o artigo 155, que é necessário que haja a intenção de obter vantagem para si ou para terceiro através de negociação em virtude da presença da informação privilegiada.





Já o segundo entendimento se faz presente no artigo 13 da Instrução 358/2002 da CVM. Esta estabelece, contra os Insiders, uma presunção da intenção de receber vantagem sempre que estiver presente a informação privilegiada, devendo o Insider provar que nunca existiu tal intenção durante a negociação.

Afim de resolver de forma satisfatória essa discussão, deve se ter em mente que o Insider deve não apenas ter a consciência de que está cometendo um ilícito, mas também deve desejar o resultado, qual seja, a vantagem indevida, que só existe pois tem acesso à informação privilegiada.

Analisados os elementos caracterizadores do Insider Trading, é possível defini-lo como o abuso de informação privilegiada e não divulgada ao mercado, com a intenção de negociar a fim de obter vantagens e lucros indevidos.

Apresentado o conceito de Insider Trading, passa-se agora à análise do tratamento normativo dado ao tema, para depois se estudar um caso concreto e pioneiro que marcou o Mercado de Capitais brasileiro.

3. O SISTEMA REPRESSIVO E PREVENTIVO

3.1 O TRATAMENTO CIVILISTA

Já conceituado o Insider Trading e evidenciada a necessidade de diminuição dos riscos aos quais o mercado e os investidores estão expostos, resta demonstrar como a Lei brasileira trata do assunto, apresentando, posteriormente, as funções preventivas e repressivas da Lei.

As funções preventivas são frutos da adoção dos deveres da lealdade e de informar, presentes na Lei das S.A., enquanto as funções repressivas têm como objetivo a proibição da conduta em discussão (PROENÇA, 2005).





O Insider Trading encontra repressão nas esferas cível, administrativa e criminal, sendo que o presente trabalho possui como objetivo focar apenas nas duas primeiras esferas. A primeira lei a tratar especificamente do tema foi a Lei

n. 4.728/65, a Lei do Mercado de Capital tem no inciso X do artigo 3º, a seguinte redação:

Art. 3. Compete ao Banco Central:

(...)

X – fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerça, a elas tenha acesso. (BRASIL, 1965)

Ao estabelecer essa competência do Banco Central, o Legislador brasileiro iniciou, de forma embrionária, o combate e repressão ao Insider Trading. Denota-se que a redação do referido inciso é bastante simples que não sendo apta para caracterizar o delito do Insider Trading.

Em 1976 foi dado um tratamento mais adequado ao Insider Trading, com o advento da Lei nº 6.404/76, a Lei das Sociedades Anônimas, que representou um grande passo no combate ao Insider Trading. Isso trouxe os primeiros tratamentos repressivos e preventivos, conforme dito acima. É crível, inclusive, observar deveres trazidos pela lei.

Nesse sentido, o art. 155 apresenta o dever de lealdade, o §1º do mesmo artigo, o dever de sigilo e o artigo 157 é o responsável por introduzir o dever de informação na legislação societária. Se faz, neste momento, uma análise mais detalhada dos artigos supra.

O artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas institui o dever de informação por parte dos administradores das Companhias Abertas e é o principal dispositivo preventivo presente na Lei, assegurando que o público investidor em geral, além da CVM tenha meios de fiscalizar o Insider Trading por parte dos administradores das Companhias.

Para Carvalhosa (2009, p. 344), o artigo 157 “tem por fim, ademais, estabelecer o dever dos administradores de revelar ao público investidor alterações substanciais no estado dos negócios da companhia.”





É necessário dar destaque para dois detalhes que evidenciam as medidas preventivas ao uso de informações privilegiadas.

De início é fundamental observar o caput do Art. 157 da Lei de Sociedades Anônimas, que estabelece que os administradores têm a obrigação de revelar a quantidade de qualquer espécie de ativo emitido pela companhia de que sejam titulares. Isso permite o início da investigação da prática de Insider Trading, o que é reforçado pelo parágrafo 6º do mesmo artigo. Neste, ficam obrigados os administradores a informar imediatamente à CVM e às bolsas de valores quaisquer modificações em suas posições acionárias.

De importância ímpar é o disposto no parágrafo 4º do artigo supracitado, que determina a imediata comunicação ao mercado de qualquer fato relevante nos negócios da companhia que possa influenciar na decisão de investidores comuns na compra e venda de valores mobiliários da companhia.

Todos esses deveres acima elencados são de fundamental importância para a CVM realizar a fiscalização visando a prevenção da prática de Insider Trading, o que fica evidente a partir da leitura do §6º do artigo acima transcrito.

Além do “dever de informar” como elemento preventivo para o combate ao Insider Trading, o legislador se preocupou, também, com o elemento repressivo. Tal elemento é apresentado no no caput do artigo 155 da Lei das

S.A. onde é inaugurado o “dever de lealdade” na legislação societária brasileira. Conforme se observa do dispositivo legal, os administradores são obrigados a zelar para que as informações relevantes, ainda não públicas, não sejam divulgadas por terceiros, de maneira a ser mantida a igualdade entre investidores que não possuem acesso à estas informações e potenciais Insiders. Cabe informar, neste momento, que serão considerados Insiders aqueles que tiverem acesso à informação privilegiada, diretamente ou através de Insiders primários e que utilizem essas informações com o intuito de auferir vantagem e obter lucro indevido, conforme se observa no § 4º do artigo em
comento:





§4 É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ele tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (BRASIL, 1976)

O artigo traz, além de elementos capazes de definir o Insider Trading, a possibilidade de reparação pelos danos sofridos, o que evidencia o seu caráter repressivo.

Os dois artigos acima mencionados são os principais dispositivos cíveis que permeiam a discussão acerca da prevenção e repressão ao Insider Trading.

3.2 O TRATAMENTO ADMINISTRATIVO

Se inicia agora a análise da regulamentação administrativa do assunto, que é responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários, através da edição de Instruções Normativas.

A Lei 6.385/76, que estabelece a criação do Comissão de Valores Mobiliários, atribui a esta a função de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão, protegendo os titulares de valores mobiliários e os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas.

Ainda, na mesma Lei, é estabelecido que a CVM é o órgão responsável pela proteção de investidores e titulares de valores mobiliários contra o uso de informações relevantes não divulgadas no Mercado de Valores Mobiliários.

A Instrução Normativa n. 358/2002, por sua vez, regulamenta e preenche os contornos administrativos sobre Insider Trading, trazendo, também, regras sobre o dever de prestação de informação pelas Companhias Abertas.

Já no artigo 13º da Instrução Normativa n. 358, se apresenta o principal dispositivo de teor repressivo ao uso de informações privilegiadas, apresentando situações de cabimento do Insider Trading, englobando ao máximo possível o número de vínculos de pessoas com a companhia.





Esse artigo veda que sejam negociados valores mobiliários da companhia por acionistas controladores, diretores, conselheiros, pessoas com funções técnicas ou por quem quer tenha tido acesso ao fato relevante antes de que tenham sido amplamente divulgados ao mercado (CVM, 2002).

Tal vedação aplica-se, ainda, a qualquer sujeito que tiver acesso ao fato ou ato relevante não divulgado ao mercado, através de reação comercial com a companhia, como auditores, analistas de valores mobiliários e consultores.

Conforme se observa no artigo 13, existe a vedação administrativa imposta aos Insiders primários em negociar valores mobiliários por ter conhecimento de informação relevante, os diretores, conselheiros, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e outros membros de órgãos internos, que têm acesso direto à informação privilegiada.

Na sequência é estabelecida, também, a vedação de prática do Insider Trading àqueles que são considerados os Insiders Secundários, que possuem o acesso à Informação Privilegiada por terem uma relação comercial e profissional com a companhia detentora destas.

Assim sendo, resta evidente o papel repressivo do artigo 13 da referida Instrução Normativa, o qual proíbe expressamente a negociação de valores mobiliários por aqueles que tem acesso às informações relevantes em virtude de seu cargo na companhia.

Merecem análise outros dois artigos que compõem a Instrução Normativa ora analisada, e que trazem normas preventivas ao Insider Trading:

O artigo 8º da Instrução Normativa n. 358/2002 amplia o alcance do dever de guardar sigilo das informações relevantes à todos aqueles que tenham acesso a elas em razão do cargo ou posição que ocupam dentro da companhia, zelando, ainda, para que subordinados e terceiros de confiança observem este mesmo sigilo.

Outro artigo que também merece destaque é o 11º, que estabelece que diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, ou de qualquer órgão técnico ou consultivo tem a obrigação de informar a titularidade e negociações realizadas por eles com valores mobiliários da companhia, por suas controladoras ou controladas.





Percebe-se uma semelhança entre o artigo 157 da Lei da S.A. e o artigo 11 da IN n. 358/02 da CVM, o que representa uma preocupação do legislador administrativo em criar mais um mecanismo de prevenção ao Insider Trading. Desse modo, é possível que a CVM e a própria companhia monitorem cotidianamente as negociações de valores mobiliários por pessoas que estão em contato direto e constante com as informações alicerçadas pelo Insider Trading.

De acordo com as leis acima analisadas, o legislador se preocupou em socorrer todos os participantes do mercado, garantindo o acesso a todas as informações divulgadas pelas empresas, as obrigando a fornecer, ao público em geral, informações básicas acerca das suas atividades e resultados.

Evidenciadas as normas administrativas e cíveis de prevenção e repressão ao Insider Trading, identificam-se as consequências cíveis e administrativas que podem redundar para aqueles que negociam valores mobiliários em virtude de informações privilegiadas.

Caso o portador da informação privilegiada a utilize com fins ilícitos, cabe a aplicação de penalidades pela CVM e ação de reparação de danos a ser promovida pelo investidor prejudicado contra aquele que agiu ilicitamente contra o mercado de valores mobiliários.

Conforme se observa da leitura do parágrafo 3º do artigo 155 da Lei das S.A., a pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários tem o direito de receber indenização por perdas e danos para os Insiders Primários, quais sejam, administradores, diretores, acionistas controladores e empregados da empresa.

O parágrafo 4º do artigo supracitado estende a responsabilização por perdas e danos a todos aqueles que utilizem a informação privilegiada afim de auferir lucros e vantagens indevidas.

Quanto às sanções administrativas, estas cabem à CVM, de acordo com a Lei nº 6.385/76, que confere à Comissão a competência para apurar atos ilegais e práticas desiguais de administradores, membros de conselho, acionistas e outros agentes do mercado de valores mobiliários.





O caput do Artigo 11 da Lei nº 6.385/76 prevê que é a CVM a responsável por fiscalizar e estabelecer penalidades, isoladas ou cumuladas àqueles que cometem atos que possam colocar em risco o desenvolvimento saudável do mercado de capitais.

Essas penalidades variam entre advertência, multa, inabilitação de até vinte anos para exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, suspensão e inabilitação para o exercício de atividades que estejam diretamente relacionadas à comercialização de valores mobiliários de companhias abertas (BRASIL, 1976).

O dispositivo ainda estabelece que a multa deve obedecer aos princípios da proporcionalidade e razoabilidade, observar a capacidade econômica do infrator, servindo como um método de prevenção e repressão ao cometimento do Insider Trading.

Conclui-se, a partir do trecho acima destacado, que aquele participante do mercado que se utilizar de informações relevantes para negociar, viola as normativas estudadas, sujeitando-se, então, às sanções administrativas previstas na Lei nº 6.385/76.

A simples negociação de valores mobiliários com fundamento em informações privilegiadas é vedada pelo ordenamento brasileiro, sendo que a inexistência de lucro não impede que a conduta seja caracterizada como Insider Trading. Isso demonstra que a Lei tem como condão o combate da celebração de negócios no Mercado de Capitais envolvendo informações que não estejam disponíveis para outros participantes do mercado.

Apenas à título de conhecimento, a Lei n. 6385/76, além das sanções cíveis e administrativas, existe, também, a previsão legal de prisão daquele que comete o Insider Trading, a qual está disposta em seu artigo 27-D.

Apresentado o panorama legislativo acerca do tratamento dado àquele que comete o Insider Trading, se inicia a análise de como as empresas de capital aberto podem agir para evitar o abuso de informações privilegiadas por aqueles que a elas tem acesso.





3.3 O PAPEL DA COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO COMBATE AO INSIDER TRADING

Já foi evidenciado no presente artigo que o Legislador se preocupou, em diversos dispositivos legais, em estabelecer deveres e obrigações àqueles que são detentores de informações privilegiadas e sigilosas de influenciar na negociação de valores mobiliários de determinada companhia, os Insiders.

Porém, o papel de combate não deve ser único e exclusivo do Estado, as Companhias possuem, de igual maneira, um papel muito importante na moralização e aumento da credibilidade do Mercado de Capitais.

As boas práticas adotadas pelas Companhias servem como mecanismos capazes de diminuir o risco que determinado comportamento interno apresente. Dentre estas práticas, destaca-se a Chinese Wall que é um mecanismo criado visando a mitigação do Insider Trading.

A partir de agora será abordado este mecanismo que se mostra relevante no combate satisfatório ao Insider Trading dentro da Companhia.

O termo tem como inspiração a Muralha da China, que na época que foi construída tinha a função de proteger o país asiático de potenciais invasores. O mesmo papel de proteção e segregação física foi adotada pelo Mercado Financeiro, com a intenção de separar áreas e pessoas que desempenham atividades que possam gerar algum conflito de informações dentro de companhias de capital aberto.

Como aponta Marcos Davidovich (2013, p. 19), a Chinese Wall impede “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”.

No Brasil, a Chinese Wall é regulamentada pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.451/1997, que estabelece que a empresa é obrigada a segregar atividades que digam respeito a recursos de terceiros das demais atividades da companhia (BRASIL, 1997).





Ainda, a CVM, através das Instruções nº558/2015 e 597/2018 também trata do assunto, ao estabelecer regras sobre a segregação de informações relevantes dentro das companhias de capital aberto.

O objetivo da criação de barreiras dentro da companhia é de limitar a movimentação de informações privilegiadas no ambiente das instituições, evitando, assim, a negociação de valores mobiliários com base nestas informações, que por muitas vezes podem ser conflitantes e podem, também, não se confirmar.

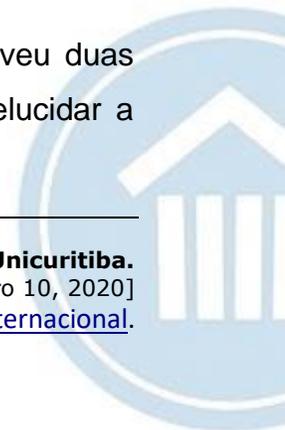
McVea (1993) admite que a Chinese Wall se torna eficaz a partir do momento que a companhia cria políticas e diretrizes que tem como escopo diminuir o fluxo interno de informações sensíveis, que não são conhecidas pelo público em geral.

Além de limitar o fluxo de informações, a Chinese Wall deve coexistir com políticas e diretrizes que variam de acordo com a companhia. Dentre estas políticas merece destaque a necessidade da companhia criar e difundir internamente um programa sólido de Compliance, visando não só a proteção do fluxo de informações relevantes e sigilosas, mas, também, a criação de padrões mínimos que os funcionários devem seguir.

Tais padrões auxiliam a companhia a diminuir os riscos inerentes ao desempenho da atividade por ela desempenhada, fiscalizando o cumprimento ou não das barreiras criadas pelo mecanismo da Chinese Wall. A construção da Chinese Wall deve levar em conta a separação física de departamentos, restrição de acesso a arquivos e computadores de colaboradores e treinamentos dos mesmos a fim de que conheçam as consequências de um potencial uso indevido de informações privilegiadas e sigilosas.

Ora, é do interesse da companhia que existam mecanismos internos capazes de diminuir os riscos do intenso fluxo de informações privilegiadas, trazendo segurança não só para investidores que aportam seu capital em valores mobiliários desta, mas também para o mercado de capitais como um todo.

No capítulo a seguir será apresentado um caso concreto que envolveu duas empresas agropecuárias brasileiras e que serve de exemplo perfeito para elucidar a





matéria aqui apresentada, tendo vista que foi o primeiro caso de Insider Trading julgado pelo Superior Tribunal de Justiça. (KISCHLEWSKI, 2016)

4. O CASO SADIA S.A - PERDIGÃO

O caso em comento aconteceu no ano de 2006, quando foi dado início a um projeto de aquisição de 50% mais uma das ações da PERDIGÃO S.A., por parte da SADIA S.A.

De acordo com a linha do tempo elaborada em 2007 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2007), o então Diretor de Finanças e Relações com os Investidores da SADIA S.A., Luiz Gonzaga Murat Júnior, teve conhecimento da possibilidade da empresa em que trabalhava fazer uma oferta pública de compra do controle da PERDIGÃO S.A. Assim adquiriu, em abril de 2006, prevendo uma potencial valorização dos valores mobiliários, 5.100 ADRs⁴ de emissão da PERDIGÃO S.A., no valor de U\$D 352,907.00 (trezentos e cinquenta e dois mil e novecentos e sete dólares), o que representa o valor unitário de US\$ 69,20 (sessenta e nove dólares e vinte centavos) por ação.

Em junho, Luiz adquiriu mais 30.600 ADRs de emissão da mesma empresa, no valor de U\$D 586,801.00 (quinhentos e oitenta e seis mil e oitocentos e um dólares), representando o valor de U\$D 19 (dezenove dólares) por ação. Todas as negociações aconteceram na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE).

Em julho de 2006, a SADIA S.A. realizou a primeira oferta de aquisição das ações da PERDIGÃO S.A., que divulgou fato relevante informando que mais da metade dos detentores das ações votantes haviam recusado a proposta inicial. Tornando o negócio inviável, já que a primeira desejava adquirir uma quantidade suficiente para que assumisse o controle da segunda.

Os acionistas titulares das ações que representavam mais de 50% do capital da PERDIGÃO S.A. recusaram mais uma oferta feita pela SADIA S.A., que retirou sua oferta em 21 de julho de 2006, um dia após a segunda e derradeira oferta feita pela SADIA S.A.





Depois de ser publicada a retirada da oferta por parte da SADIA S.A., Luiz Gonzaga Murat Júnior vendeu 15.300 ADRs que havia comprado por um valor total de USD 351,976.00 (trezentos e cinquenta e um mil e novecentos e setenta e seis dólares).

4 ADRs – American Depositary Receipts - são instrumentos que permitem que os investidores possam comprar ações de empresas estrangeiras dentro dos Estados Unidos.

Em que pese o crime ter sido cometido em solo americano, a Lei brasileira permite que os envolvidos em Insider Trading sejam processados e julgados no país, conforme dispõe o parágrafo 6º do artigo 9º da Lei 6.385 de 1976, responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários.

Luiz Gonzaga Murat Júnior foi acusado por Insider Trading de acordo com o artigo 155, parágrafo 1º da Lei das S.A, pois violou o dever de lealdade imposto pela Lei das Sociedades por Ações.

Em julgamento administrativo, o Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto votou, e foi referendado pelos outros diretores do órgão, pela condenação a pena de inabilitação de Luiz Gonzaga Murat Júnior para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhias abertas pelo prazo de cinco anos. CVM, (2008).

Em 2016 foi concluído, no STJ, o julgamento do Recurso Especial nº 1.569.171 -SP que condenou Luiz Gonzaga Murat Júnior ao pagamento de multa de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais), com destino ao Fundo Penitenciário Nacional. STJ, (2016), e determinou a sua condenação à pena de 2 anos e 6 meses de reclusão, em regime aberto.

Após, em julgamento de agravo regimental de nº 971.036, a segunda turma do STF negou provimento por unanimidade, mantendo a pena e a multa às quais Luiz Gonzaga Murat Júnior foi condenado e que estão previstas na Lei 6.385/76.

A incorporação ocorreu em 2009, da operação surgiu uma das maiores empresas agropecuárias do Brasil, a BR Foods, que foi considerada, na época, a segunda maior empresa alimentícia do Brasil, atrás apenas da JBS-Friboi. (NAIME; SCHELLER, 2009).





Diante do acima exposto, se observam os três elementos caracterizadores da conduta de Insider Trading e que foram estudados no primeiro capítulo do presente artigo, quais sejam, a presença de informação privilegiada não divulgada ao mercado, que no caso concreto se traduz na intenção da Sadia em assumir o controle da Perdigão. A informação foi obtida por Luiz Gonzaga Murat Junior em razão do seu cargo dentro da companhia, o que o configura como Insider primário, ou seja, aquele que tem acesso direto à informação privilegiada.

Por fim, é evidente que houve a negociação com o objetivo de tirar proveito da informação obtida de forma privilegiada, uma vez que Luiz Gonzaga Murat Junior adquiriu ADRs da PERDIGÃO S.A. na iminência de uma potencial incorporação desta pela SADIA S.A., companhia do qual era Diretor de Relação com os Investidores, esperando uma valorização dos valores por ele adquiridos. Cabe se indagar se o mecanismo da Chinese Wall foi usado ou até mesmo existia na época em que o caso ocorreu, tendo em vista que o Diretor de Relação com os Investidores teve conhecimento de uma informação privilegiada e sigilosa em momento muito anterior à confirmação desta, o que resultou na negociação de valores mobiliários com o objetivo de obter lucro e vantagem.

Portanto, verifica-se que a implementação de mecanismos de prevenção associados ao respeito pelos dispositivos legais impostos pela Lei das Sociedades Anônimas e pelas Instruções Normativa da Comissão de Valores Mobiliários aumenta a efetividade do combate ao abuso de informações privilegiadas, desincentivando, cada vez mais, a prática de atos ilícitos que possam incorrer em riscos para o mercado de capitais e para a economia como um todo.

5. CONCLUSÃO

O Mercado de Renda Variável se torna mais uma opção de investimento para o cidadão brasileiro, e, na medida que ele se populariza, a fiscalização e prevenção de potenciais danos deve ser mais intensa e constante. Procurou-se evidenciar no presente





artigo que a disciplina do Insider Trading está bem amparada legalmente, visando a proteção do mercado de capitais e dos agentes que dele fazem parte, quais sejam, os investidores, as Companhias de Capital Aberto e o Estado.

A priori, buscou-se conceituar a referida prática, apresentando definições que auxiliam a entender de que forma o detentor de informações privilegiadas age e como se configura o Insider Trading.

Tendo isso em vista, evidenciou-se que o Estado se preocupou em reprimir a conduta aqui discutida em diferentes frentes. Administrativamente a conduta é fiscalizada e reprimida através da Lei 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários, pela CVM, por meio da Instrução Normativa

n. 358/2002. Ainda, o legislador apresenta a Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas) que estabelece deveres e obrigações impostos aos agentes do mercado que possuem acesso à informações privilegiadas que ainda não foram divulgadas ao mercado em geral.

A eficácia almejada pelo Estado se traduz pela diversidade de sanções civis e administrativas impostas à quem pratica o Insider Trading, haja vista a existência de órgão especializado, a Comissão de Valores Mobiliários, que realiza sua função reguladora, fiscalizadora e repressora ao abuso de informação privilegiada.

Demonstrou-se a eficácia do sistema repressivo estatal através da apresentação do caso em que um Diretor da empresa SADIA S.A. abusou de informações privilegiadas a fim de obter lucro através da negociação de valores mobiliários por ele adquiridos. Neste caso, o envolvido foi julgado pelo órgão administrativo competente, a CVM, e pelo STJ, representando a eficiência desse sistema repressor, a partir do momento em que condenou o acusado à penas administrativas, pecuniárias e de reclusão.

Além do tratamento estatal, se buscou evidenciar como as Companhias de Capital Aberto podem atuar na prevenção ao abuso de informações privilegiadas através de mecanismos internos de prevenção e conscientização acerca do abuso de informações privilegiadas, instaurando políticas internas de bom comportamento e de segregação de informações relevantes.





Foi esclarecido que a prevenção e repressão ao abuso de informações privilegiadas no mercado de capitais se dá através de Leis como a 6.385/1976, que cria a Comissão de Valores Mobiliários e também da Lei 6.404/1976, que dispõe sobre o modo de funcionamento das Sociedades Anônimas, estabelecendo, também deveres e obrigações para as pessoas físicas que dela fazem parte.

A Comissão de Valores Mobiliários tem importância ímpar no combate e prevenção, já que edita Instruções Normativas como a 358/2002, que discorre administrativamente acerca do abuso de informações privilegiada.

Por fim, as companhias através de políticas internas, como a Chinese Wall, também buscam assegurar a moralização e segurança do mercado de renda variável no país.

Sendo assim, é possível afirmar que a disciplina repressiva e preventiva é apta a garantir total confiabilidade e transparência do Mercado de Capitais aos investidores brasileiros e estrangeiros.

REFERÊNCIAS

AYRES, Marcela. O que pensa Paulo Guedes, o cérebro econômico de Jair Bolsonaro. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/brasil/o-que-pensa-paulo-guedes-o-cerebro-economico-de-jair-bolsonaro/>. Acesso em 13 fev. 2020.

B3. Histórico Pessoas Físicas. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/. Acesso em 17 fev. 2020.

BOVESPA. Resumo taxa média de crescimento. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoTaxaMediaCrescimento.aspx?indice=IBOV&idioma=pt-br>. Acesso em 17 fev. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm > Acesso em 20 dez 2019.





BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 20 dez 2019.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, v. 3.
CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S.A. São Paulo: Saraiva, 2002.

Comissão de Valores Mobiliários. CASO DE INSIDER – SADIA/PERDIGÃO. Disponível em www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170515-1.html. Acesso em 07 jan 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa n. 358 de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em 13 fev. 2020.

Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 118/2007. Disponível em www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf. Acesso em 06 jan 2020.

Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 06/2003. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2005/20050914_CVM0603.html. Acesso em 10 mar. 2020.

COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiro, p. 41-47, 1971.

CORSETTI, Michelangelo Cervi. Insider Trading: o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. Disponível em: <http://tede2.pucrs.br/tede2/handle/tede/4806> Acesso em 05 mar. 2020.

DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e conflito de interesses na common law. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, : Revista dos Tribunais, v. 61, p. 15-44, 2014.

KISCHELEWSKI, Flávia Lubieska. O primeiro caso de Insider Trading no Brasil: o crime que não compensou. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/vida-publica/justica-e-direito/artigos/o-primeiro-caso-de-insider-trading-no-brasil-o-crime-que-nao-compensou-b9b338zaf2gg6ltkwtw5t15s0/>. Acesso em 10 mar. 2020.





LEÃES, Luís Gastão 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: Revista dos Tribunais, v. 13, p. 227-145, 2010.

MCVEA, Harry. Financial Conglomerates and the Chinese Wall – Regulating conflicts of interest. Londres: Clarendon Press Oxford: 1993.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017.

NAIME, Laura; SCHELLER, Fernando. União de Sadia e Perdigão cria gigante brasileira dos alimentos. Disponível em:
http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1125247-9356,00-UNIAO+DE+SADIA+E+PERDIGAO+CRIA+GIGANTE+BRASILEIRA+DOS+ALIMENTOS.html . Acesso em 10 mar. 2020.

RIZÉRIO, Lara. Ibovespa acima dos 130 mil pontos: as projeções dos analistas para a bolsa em 2020 (e as ações preferidas). Disponível em:
<https://www.infomoney.com.br/mercados/ibovespa-acima-dos-130-mil-pontos-as-projecoes-dos-analistas-para-a-bolsa-em-2020-e-as-acoes-preferidas/>. Acesso em 17 fev. 2020.

STJ. Revista Eletrônica. Disponível em
<https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF>. Acesso em 06 jan 2020.

STJ. Revista Eletrônica. Disponível em:
<https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF>. Acesso em 06 jan 2020.

UOL. Juros sobem pela 5ª vez, vão a 13,25% e são os maiores em 6 anos. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2015/04/29/juros-selic-banco-central.htm>. Acesso em 13 fev. 2020

