

Eficácia dos mecanismos de repressão ao *insider trading*

Lucia Elena Arantes Ferreira Bastos

Advogada da CAIXA em Brasília

Doutora em Direito pela Faculdade de Direito da USP

RESUMO

No Brasil, o crime de *insider trading* foi tipificado em 2001. Antes disso, a conduta era punida na via administrativa, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como na via cível. Ocorre que a tipificação do *insider trading* pela norma brasileira suscita questionamentos, tais como: (i) quem pode ser de fato condenado; (ii) necessidade ou não do exaurimento da conduta para configuração do crime; e (iii) qual o bem jurídico penalmente tutelado.

Considerando essas premissas, este artigo visa a uma breve análise dessa conduta, a qual tem abalado a credibilidade dos mercados de valores mobiliários no mundo todo. Para tanto, serão observados os aspectos conceituais, a responsabilização, seja na esfera administrativa, seja na penal, bem como a aplicação desse tema no cenário internacional, buscando-se assim mapear a eficácia dos mecanismos de repressão ao *insider trading*.

Palavras-chave: Valores mobiliários. Informação relevante. *Insider trading*. Regulação.

ABSTRACT

In Brazil, insider trading was defined as a crime in 2001. Before that, such conduct was punished by the administrative and civil proceedings. However, the criminalization of insider trading by the Brazilian law raises questions such as: (i) who shall be convicted, (ii) whether or not the crime requires the full execution and (iii) what welfare shall be protected.

Given these assumptions, this paper aims to analyze this crime, which has shaken the credibility of the securities markets in the world wide range. In order to verify the effectiveness of the repression of the insider trading's crime, the article comprises the conceptual aspects, the legal accountability, as well as the application of this theme on the international parameters.

Keywords: Securities. Relevant information. Insider trading. Regulation.

1 Aspectos conceituais

Qual seria a motivação para se regular o delito de *insider trading* ou de uso indevido de informação privilegiada? É patente que a sociedade por ações, sendo o tipo societário mais indicado para a organização do capital, depende da participação contínua de investidores. Por outro lado, esses investidores demandam segurança a fim de aplicar seus ativos. Dessa forma, a fim de garantir o interesse dos investidores, o normal desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico, é que decorre a necessidade de uma intervenção estatal, seja por meio da elaboração de normas de organização e funcionamento do mercado (regulação), seja por meio da facilitação dos institutos da própria autorregulação.

No rol de medidas regulatórias, encontram-se aquelas que definem responsabilidades aos administradores e acionistas de companhias, conhecidas na doutrina norte-americana como os *fiduciary duties*, que são deveres como o de lealdade, de diligência, de informação e de sigilo, que também se encontram previstos na legislação brasileira.

Na concepção do dever de sigilo, encontra-se a premissa de que há a necessidade de se resguardar dados que, se divulgados antecipadamente, podem influenciar o preço das ações da companhia, proporcionando vantagens indevidas àqueles que tiveram acesso à informação que, por algum motivo, ainda não deveria ter sido disponibilizada ao mercado.

Assim, o uso de informação privilegiada – *insider trading* – diz respeito à comercialização de valores mobiliários de uma companhia envolvendo o uso de uma informação ainda não divulgada, que seria de conhecimento apenas de pessoas a ela vinculadas.

Nas palavras de Eizirik et al. (2008, p. 536):

Insider trading consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.

Certamente, existem motivos de ordem ética e econômica que levam à repressão da prática do uso indevido de informa-

ção privilegiada, pois, como lembra Wiedmann (2012), um mercado é eficiente quando os dados sobre a companhia emissora e a emissão estão refletidos nos preços dos valores mobiliários.

É possível encontrar dois tipos de *insiders*: os “primários” e os “secundários”, também chamados de *tippees*. Essa diferenciação é apresentada da seguinte forma por Eizirik et al. (2008, p. 545):

Insiders primários ou institucionais são aqueles que detêm acesso à informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante. Já os *insiders secundários (tippees)* são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos *insiders primários*.

Desta forma, segundo Parente (1978), uma pessoa considerada *insider* em relação à determinada companhia é aquela que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações relevantes relativas aos negócios e à situação da companhia. Por sua vez, informações relevantes são todas aquelas capazes de influenciar, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores.

Em termos legais, a compreensão do que é o *insider* pode ser obtida a partir da conjunção disposta na Lei nº 6.404/76, nos artigos 155 e 157, combinados com 145, 160 e 165, que tratam sobre os deveres de lealdade e de prestação de informações, por parte dos administradores e pessoas a eles equiparadas.

Assim, Parente (1978) aponta como possíveis *insiders*: (a) administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76); (b) membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76); (c) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6.404/76); (d) subordinados das pessoas aqui referidas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); (e) terceiros de confiança dessas pessoas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); e (f) acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76).

Quanto aos *insiders secundários*, a CVM já se manifestou no sentido de que há a necessidade de provas robustas para enquadrá-los na conduta. Senão, vejamos:

O Colegiado já decidiu que as relações de amizade e parentesco ou a familiaridade com os assuntos e corpo de funcionários da companhia isoladamente considerados [sic] não poderiam ser vistos [sic] como suficientes para sustentar o repasse de informação privilegiada. Tais relações são somente um dos possíveis meios de indicar a ciência de informação privilegiada por quem negociou com as ações. O Colegiado já se manifestou também sobre o fato de que no direito brasileiro, ao contrário do norte americano, não é necessária a identificação do informante ou mesmo do caminho que a informação percorreu até aquele que a utiliza indevidamente. Basta que o conjunto de indícios indique que a pessoa que negocia as ações tinha ciência, de alguma maneira, da informação ainda não divulgada (Processo Administrativo Sancionador 11/2008, grifos nossos).

A Lei nº 6.385/76, buscando reger o processo de divulgação da informação relevante, definiu, em seu artigo 22, inciso VI, que cabe à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a “divulgação de fatos relevantes, ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”. Da mesma forma, compete à CVM, de acordo com o artigo 8º, inciso III, da referida lei, fiscalizar a “veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados”.

Ainda quanto aos *fiduciary duties*, Blok (2012) nos lembra que o dever de lealdade está relacionado com transações em que há: (a) conflito de interesse entre o administrador e a companhia; (b) conflitos de interesses entre companhias por terem administradores em comum; (c) vantagem obtida indevidamente por administrador em oportunidades que pertenciam à companhia; (d) administrador competindo com a companhia; (e) informações falsas ou indevidas aos acionistas; (f) negociação do *insider*; (g) abuso da minoria; e (h) venda de controle.

De acordo com esse entendimento, o administrador será desleal quando não guardar reserva dos negócios sociais (*leakage*), provocando vazamento de informações sigilosas da companhia a pessoas que, possuindo acesso ao mercado de valores mobiliários, tenham a possibilidade de as manipular em proveito próprio, fraudando interesses de acionistas e investidores. E, nesse caso, cabe observar que o administrador também responde quando os seus subordinados, ou terceiros de sua confiança, violarem o dever de lealdade, desde que essa violação tenha chegado ao conhecimento dele.

2 Aspectos internacionais

2.1 A experiência norte-americana e de outros Estados

Conforme destacado por Avolio (2006), a regulação de *insider trading* nos Estados Unidos surgiu como consequência de uma das maiores crises econômicas mundiais, pois originou-se com o *Securities Exchange Act*, de 1934, uma lei que fazia parte da política do *New Deal*, de Franklin Roosevelt, em resposta ao difícil período pelo qual passava o mercado de capitais desde a crise de 1929.

À época, em 1933, o senador Carter Glass e o deputado Henry Steagall apresentaram o projeto de lei *Glass-Steagall Act*, que determinava a segmentação de atividades típicas dos bancos comerciais e dos bancos de investimento. Dessa forma, tanto o *Securities Act*, de 1933, quanto o *Securities Exchange Act*, de 1934, contribuíram na repressão ao *insider trading*.

Vale lembrar que, antes mesmo da elaboração dessas normas federais, segundo Proença (2005), já existiam em alguns Estados as denominadas *blue sky laws*, ou seja, leis que vedavam, em regra, o uso de informações confidenciais por ocupantes de cargos de chefia. Tanto é que Leães (1982, p. 83-84) comenta que a

[...] primeira “lei do céu azul” foi promulgada em Kansas, em 1911. Nos dois anos subseqüentes, dezoito outros Estados adotaram leis semelhantes, em rápida sucessão. [...] Na altura de 1919, trinta e dois Estados dispunham de *Blue Sky Laws*, e, em 1933, quando surgiu o primeiro diploma federal, quarenta e sete Estados e o Havaí, com a exceção de Nevada, já contavam com legislação semelhante.

Nessa linha de proteção à lisura das operações no mercado de valores mobiliários, Tayar (2009) também já salientou que a legislação federal da *Securities Exchange Commission* (SEC) se orientou no sentido de proteger muito mais os investidores do que os administradores e sócios da companhia, adotando, para tanto, o princípio do *full disclosure*, que se relaciona ao dever de divulgar informações relativas à companhia de forma transparente, nas quais sejam levantados os aspectos positivos e negativos referentes à situação financeira e quaisquer outras questões capazes de influenciar no entendimento das condições da companhia por parte de seus investidores.

Acrescenta-se também que, consoante os ensinamentos de Blok (2012), a legislação norte-americana estabelece que, nos casos de *insider trading*, a responsabilidade é objetiva, ou seja, não é necessário que o autor da ação prove o intuito do *insider* em obter

lucros indevidos, ou de causar danos a terceiros, ou até mesmo a efetiva utilização de informações confidenciais.

Apenas a título de elucidação, esse entendimento quanto à não exigência da obtenção de lucro para fins do enquadramento da conduta de *insider trading* também é aplicado no Brasil pela CVM:

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do *insider*, basta, simplesmente, a negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. Afasto, portanto, também essa linha de defesa (Processo Administrativo Sancionador 3665/2011, grifos nossos).

Por outro lado, para além dos Estados Unidos, o número de mercados em que negociar ações com uso de informação privilegiada é crime não para de crescer. Ilustrativamente, em janeiro de 2011, a prática tornou-se um crime sujeito a detenção de até sete anos na Rússia. E, no início de 2012, a Argentina adotou medida no sentido de repressão ao *insider trading* por meio de uma lei que prevê prisão de até quatro anos para os seus agentes.

Segundo Del Caro (2012), aguarda-se também que a União Europeia aprove uma medida que deverá tipificar o *insider trading* nos 27 países integrantes desse bloco econômico. A proposta está em análise pelo Parlamento Europeu. Atualmente, o regime que reprime o uso indevido de informação privilegiada é ditado pela Diretiva 2003/6/CE, que fixa as linhas gerais para o combate ao referido crime, bem como ao de manipulação de mercado. Ocorre que essa Diretiva confere flexibilidade para que os 27 Estados-membros estabeleçam, a seu arbítrio, as sanções aplicáveis ao caso concreto. Logo, essa diversidade vem dificultando o combate ao uso indevido de informação privilegiada no continente europeu. Assim, a alternativa que se apresenta para os países desse bloco é a de se harmonizar o tratamento legal do tema, a fim de fomentar a credibilidade dos mercados europeus.

2.2 A Teoria do Mosaico

Negociar ou induzir outros a negociarem baseados em informações materiais não públicas destrói a confiança no mercado de capitais, nas instituições e nos profissionais de investimentos, pois se difunde a concepção de que aquelas informações e o acesso

especial são capazes de gerar uma vantagem injusta se comparados aos do público investidor em geral. Desta forma, negociar a longo prazo com *inside information* faz com que os investidores evitem o mercado de capitais.

Henning (2011) aponta que a discussão acerca desse assunto – informações materiais e não públicas –, que leva à elaboração da denominada Teoria do Mosaico, tem sido amplamente debatida nos Estados Unidos. Logo, para fins de compreensão acerca da referida teoria, é mister identificar os conceitos de “informação material” e “informação não pública”.

Uma informação é material se a sua divulgação, provavelmente, tiver um impacto no preço das ações, ou se investidores gostariam de ter acesso àqueles dados antes de tomarem uma decisão de investimento. De outra forma, uma informação é material se for capaz de alterar, significativamente, o total de informações atualmente disponíveis sobre uma ação, de tal modo que o preço da ação venha a ser afetado.

A especificidade da informação, a extensão, a natureza e a sua confiabilidade são fatores-chaves para determinar se uma parte de uma informação se enquadra como material. Como exemplo, informação material pode incluir ganhos; fusões; aquisições; *joint ventures*; mudanças nos ativos ou na qualidade dos ativos; inovação nos produtos, processos ou descobertas; novas licenças, patentes, registros de marcas, aprovações regulatórias; mudanças na administração da companhia; eventos relacionados à emissão de valores mobiliários (aplicação de cláusulas de *default*, mudanças nos dividendos, alterações de *rating*, ofertas públicas ou privadas de novas séries de emissões etc.); falências; disputas judiciais relevantes; entre outros.

Em adição à substância e especificidade da informação, a fonte e a relativa confiabilidade da informação também determinam a sua materialidade. Quanto menos confiável for uma fonte, menor a possibilidade de a informação ser considerada material. Por exemplo, uma informação vinda de um *insider* que pertence à companhia a respeito de um novo contrato significativo para a empresa tende a ser material, ao passo que uma afirmação baseada na especulação de um concorrente da mesma empresa a respeito do referido contrato aparenta ser menos confiável; logo, não material.

Da mesma forma, quanto mais ambíguo for o efeito da informação em relação ao preço, menos material ela será. Ou seja, se não resta claro que a informação afetará o preço da ação e em qual extensão, a informação pode não ser considerada como material. E, por último, a passagem do tempo também pode tornar uma informação que no passado era importante não material.

Sob outro ângulo, a informação é considerada como não pública até que tenha sido disseminada ou se torne disponível para o mercado em geral. Por exemplo: um demonstrativo contábil que ateste ganhos da empresa disponibilizado na internet e distribuído largamente por meio da imprensa ou que tenha sido registrado foi efetivamente disseminado no mercado.

Logo, a informação que é apenas disponibilizada para analistas continua a ser não pública até que se torne disponível para os investidores em geral. Desta forma, as companhias que disponibilizam informação numa base limitada de pessoas criam uma oportunidade, em potencial, para a geração de violações de *insider trading*.

Portanto, aplicando-se a Teoria do Mosaico, um analista financeiro obtém e verifica grandes quantidades de informações vindas de várias fontes. O analista pode usar conclusões oriundas de informações (i) públicas, (ii) não materiais e (iii) não públicas como base para as suas recomendações de investimentos, mesmo que essas conclusões contenham *inside information* material, desde que esta tenha sido comunicada ao analista diretamente pela companhia. De acordo com a Teoria do Mosaico, o analista é livre para atuar em sua coleção de dados sem que corra o risco de violar as regras.

3 Mecanismos aplicáveis à repressão ao *insider trading*

Quatro aspectos foram apontados por Parente (1978) como exemplos para o combate do uso da informação privilegiada: (i) a proibição propriamente dita do uso da referida informação; (ii) a ênfase no dever de informar fatos relevantes modificadores da vida societária; (iii) a vedação à prática de determinadas operações de mercado; (iv) a elaboração de relatórios a respeito da posição acionária de pessoas com possibilidades de conhecimento dos negócios internos da companhia.

Consoante essa doutrina, com o primeiro pilar, ou seja, com a proibição ao uso da informação privilegiada, busca-se proteger os investidores que ignoram as condições internas da companhia contra os possíveis abusos daqueles que as conheçam. O que caracteriza o uso da informação privilegiada é o aproveitamento de informações reservadas sobre a companhia emissora de valores mobiliários em detrimento de outra pessoa que com eles negocia ignorando aquelas informações. Tal prática representa iniquidade, por parte de qualquer pessoa que se utilize de informações sigilosas para negociar títulos emitidos pela companhia com outras pessoas que as desconheçam. O objetivo dessa proibição é evitar que pessoas

direta ou indiretamente relacionadas com a empresa intervenham no mercado em condições de superioridade em relação ao público em geral.

Quanto às informações, segundo Proença (2006, p. 270):

A idéia sempre presente na legislação do mercado de capitais é a de que a informação constitui pressuposto básico a permitir que os investidores, de posse da mesma, possam aquilatar os verdadeiros valores dos títulos distribuídos e negociados e realizar, em um regime de paridade, suas aplicações. Não sendo eles portadores da informação real, podem ser induzidos a erro, quer por omissão das mesmas, quer por prática não equitativa.

No caso do segundo pilar – a divulgação das informações referentes a atos e fatos relevantes ocorridos no âmbito da companhia –, tem-se que esses dados devem se tornar acessíveis a todos ao mesmo tempo, de forma a estimular a existência de um mercado justo no que se refere ao acesso equânime às informações.

Nas palavras de Parente (1978):

Razões de ordem ética embasam o dever de informar. Decorre este da necessidade de se impedir que alguém, prevalecendo-se da posição que ocupa, obtenha vantagens patrimoniais indevidas, em detrimento de pessoas que ignoram certas informações. Trata-se de um dever jurídico, atribuído aos administradores de companhia aberta, que encontra correspondência direta no direito subjetivo que têm os investidores de se inteirarem, não só dos atos e decisões provenientes da administração da companhia, como de todos os fatos relevantes que possam ocorrer em seus negócios. Assim, o dever de informar configura-se como parte complementar e indispensável na repressão ao uso da informação privilegiada.

A vedação à prática de determinadas operações de mercado, o terceiro pilar de repressão ao *insider trading*, tem sido empregada como medida auxiliar no combate ao uso da informação privilegiada. A sua justificativa encontra-se na constatação de que as pessoas que administram a companhia, ou que com ela mantêm íntimo relacionamento, podem ter uma visão global do seu desempenho e, com base nisso, operar no mercado com valores mobiliários com superioridade se comparadas aos demais investidores.

Por último, o quarto pilar – a obrigatoriedade da apresentação periódica de relatórios a respeito da posição acionária das pessoas diretamente ligadas à companhia – tem sido igualmente utilizado como medida preventiva no combate ao *insider trading*, pelo

poder coativo que possui. Tal medida se relaciona ao dever de informar e visa proporcionar aos investidores o conhecimento acerca da quantidade e qualidade dos valores mobiliários pertencentes àqueles que dirigem a companhia da qual participam.

4 O insider trading e a Lei nº 6.404/1976

A obrigatoriedade de divulgação de fato relevante é uma decorrência lógica do princípio do *full disclosure*, e a Lei nº 6.404/1976, artigo 155, § 1º, define como “relevante” aquele fato capaz de alterar significativamente a cotação das ações no mercado. Na mesma linha, a jurisprudência norte-americana compreende como fato relevante aquele que seria levado em consideração para fins de tomada de decisão por um investidor médio. Assim, em resumo, para Wiedmann (2012), o fato relevante seria todo e qualquer evento que possa vir a causar modificações significativas nos valores mobiliários emitidos pela companhia, independentemente de previsão legal ou regulamentar que identifique os fatos que devam ser obrigatoriamente divulgados.

Em complemento, a reforma da Lei das Sociedades por Ações, instituída pela Lei nº 10.303/2001, acrescentou o § 4º ao artigo 155, que passou a vedar 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.

Destaca-se, porém, que Carvalhosa e Eizirik (2003) observam a aplicação da expressão “qualquer pessoa” utilizada na norma em questão, no sentido de que deve haver um nexo profissional entre o vazamento de informações e os terceiros, para que se possa ser enquadrado na norma. Na mesma linha, Oliveira (2012) define que para fins do § 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976 o sujeito em análise é aquele obrigado a guardar sigilo das informações obtidas em razão de um vínculo com a companhia, como os administradores, conselheiros e diretores, compreendendo-se nessa lista os acionistas, tanto controladores quanto minoritários, prestadores de serviços jurídicos ou contábeis à empresa, bem como os agentes privados e públicos que atuam no mercado de valores mobiliários.

Ainda, a partir do que dispõe o artigo 157, § 4º, da lei supracitada – no sentido de que 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 de vender ou

comprar valores mobiliários emitidos pela companhia –, percebe-se que o direito brasileiro adota o padrão de *disclosure or refrain from trading*. Consoante esse padrão, o administrador que possui a informação privilegiada, considerando o seu dever de fidúcia com relação à companhia, caso decida não divulgar a informação que detém, deve abster-se de negociá-la em proveito próprio ou de terceiro.

E, por sua vez, o artigo 157, § 5º, da Lei nº 6.404/1976 apresenta o *affirmative duty of disclosure of any material fact*, pois, ao se definir que o administrador da companhia aberta deverá informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia, tem-se a preocupação em se proteger acionistas minoritários, que podem vir a ser prejudicados diante do não conhecimento de uma informação à qual, por outro lado, um administrador tenha acesso.

5 O *insider trading* e a Comissão de Valores Mobiliários

Inicialmente, a Lei das S.A. considerava como *insider* apenas os administradores das companhias. A Instrução CVM nº 31/1984 alargou o rol de *insiders* e, atualmente, a Instrução CVM nº 358/2002 prevê, em seu art. 13, que podem ser considerados como *insiders* a própria companhia, os 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 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.

Consoante o artigo 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/1976, compete à CVM apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, acionistas de companhias abertas, intermediários e participantes do mercado. Seguindo-se esse rol, na opinião de Blok (2012), os atos ilegais devem ser compreendidos como aqueles contrários à Lei nº 6.404/1976 e à própria Lei nº 6.385/1976; e as práticas não equitativas são aquelas nas quais não é reconhecido e respeitado por igual o direito de cada uma das partes.

Uma vez apurado que houve conduta baseada em ato ilegal ou prática não equitativa, caberá à CVM a aplicação das penalidades de acordo com o artigo 11 da Lei nº 6.385/1976. Após o encerramento do processo administrativo sancionador, e tendo havido a conclusão no sentido da ocorrência de crime de ação penal pública, a CVM oficiará ao Ministério Público.

O fato é que as dificuldades de se provar o crime e os trâmites tradicionalmente extensos da Justiça fazem com que se pergunte o quão efetiva é a criminalização do *insider trading*. Não há entendimento pacífico sobre essa questão, mas Del Caro (2012) aponta no sentido de que a resposta pareceria estar na eficácia da aplicação das normas e, para tanto, comenta acerca de uma pesquisa publicada, em dezembro de 2011, pela Universidade de Auckland, na Nova Zelândia, a qual destacou que não haveria nenhum benefício concreto da lei local que criminalizava o uso indevido de informações privilegiadas naquele país, pois, desde fevereiro de 2008 até dezembro de 2011, a lei não havia sido aplicada.

No caso brasileiro, o cenário é semelhante, pois a maioria das sanções a *insiders* tem ocorrido no âmbito do processo administrativo sancionador (PAS), sob a coordenação da CVM. Logo, surge a crítica de Del Caro (2012) no sentido de que, no país, a coerção às vezes é branda demais, apesar do reconhecimento de que a fiscalização da CVM vem se tornando mais efetiva e mais célere, pois, se compararmos a 2004 – quando transcorriam em média quatro anos e quatro meses entre o início e o fim de um PAS –, atualmente, essa média passou a girar em torno de 11 meses.

Quanto à eficácia do processo administrativo, analisando alguns casos da CVM, é possível observar que a própria instituição regulatória aponta para a dificuldade em se obter as provas nos delitos de *insider trading*:

A acusação neste processo é constituída por indícios, como em geral ocorre na apuração de responsabilidade em casos de *insiders* secundários. O indício equivale aos demais meios de prova e está definido no art. 239 do Código de Processo Penal como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. Sendo o indício amplamente reconhecido no direito processual penal, não haveria por que ser diferente no direito administrativo sancionador. Desta forma, e com base no princípio do livre convencimento motivado do juiz, o julgador terá liberdade para decidir da forma que lhe pareça mais adequada à luz das provas e argumentos trazidos aos autos no processo administrativo sancionador, inclusive utilizando-se de prova indiciária (Processo Administrativo Sancionador 2789/2011, grifos nossos).

E, finalmente, observa-se a resignação da CVM quanto à dificuldade dos julgamentos diante da exiguidade e fluidez probatória:

Preliminarmente, contudo, gostaria de ressaltar que, como exposto pelo Diretor-relator, nos casos envolven-

do *insiders* secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal (Processo Administrativo Sancionador 13/2009, grifos nossos).

6 O *insider trading* e os aspectos penais

No Brasil, o *insider trading* é considerado crime, conforme disposto no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Tal dispositivo, inserido pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, assim tipifica:

Uso Indevido de Informação Privilegiada

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

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

Tal como definida, a conduta é, portanto, a utilização privilegiada de informações a respeito de determinada companhia por profissionais que, por algum vínculo com a empresa, possam ter acesso a essas fontes e, assim, utilizá-las na compra e venda de ações no mercado financeiro, antes que tais informações cheguem ao domínio de conhecimento público.

Com isso, a informação privilegiada pode ser utilizada de duas formas, dependendo da natureza de seu conteúdo: (i) conteúdo positivo da informação: o *insider* compra ações no mercado, antes que as mesmas sejam influenciadas pelo conteúdo da informação, e as vende após a alta obtida com a valorização decorrente do referido conteúdo, obtendo daí altos lucros; e (ii) conteúdo negativo da informação: o *insider* vende as ações no mercado mobiliá-

rio antes que o conteúdo das informações as contamine, abaixando o seu valor, evitando, com isso, o prejuízo decorrente da desvalorização dos ativos.

O sujeito passivo imediato do crime de *insider trading* é o Estado, o bem jurídico a ser tutelado é a confiabilidade do mercado, bem como o investidor lesado da companhia, e como sujeito passivo mediato encontra-se a própria companhia, pois, com o descumprimento do dever de sigilo, deixa de apresentar confiabilidade perante seus potenciais investidores.

Na concepção de informação relevante, para fins da conduta penal, mostra-se essencial que esta seja passível de ocasionar um desequilíbrio entre os investidores se comparados àquele que, privilegiadamente, fez uso dela.

Com isso, tem-se uma norma penal cujo elemento normativo do tipo requer um aprofundado juízo de valor no que se refere à potencialidade danosa de uma informação que possa provocar desequilíbrio no mercado de valores mobiliários.

Tal como previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, no crime de uso indevido de informação privilegiada, uma das controvérsias a respeito da tipificação do crime refere-se à sua caracterização como crime formal (delito de mera conduta) ou material (delito de resultado ou causal). A maior parte da doutrina caracteriza o crime como formal; nesse sentido, encontram-se as opiniões de Avolio (2006), Lucchesi (2011) e De Sanctis (2003).

Contrariamente, encontra-se a posição de Eizirik et al. (2008):

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

Além do que, quanto à classificação do crime no que se refere ao sujeito ativo, trata-se de crime próprio, pois reclama especial condição do agente; uma vez que o artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 define a informação “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”. Logo, interpreta-se que não é qualquer pessoa que tem a obrigação de manter sigilo, ou seja, exige-se que o agente, além de ser detentor da informação privilegiada, possua também a obrigação legal de manter sigilo a respeito dela.

Consoante essa interpretação, o tipo penal restringe-se à responsabilização penal dos *insiders* primários, quais sejam, administradores e equiparados, pois são a estes que a Lei nº 6.404/1976

aplica o dever de sigilo. Assim, os *insiders* secundários somente serão responsabilizados criminalmente quando da existência de lei que os obrigue a guardar sigilo, como é o caso de contadores e advogados.

A conduta definida pelo crime de *insider trading* suscita a dúvida: o crime é mesmo um produto do meio ou, neste caso, pode-se dizer que a natureza humana foi um fator marcante? Oliveira (2012) posiciona-se no sentido de que não se deve aplicar um reducionismo simplista e considerar que o crime, em geral, apenas se origina das desigualdades sociais. O crime seria um fenômeno muito mais complexo, que ultrapassaria as fronteiras da questão social para alcançar pessoas que tiveram oportunidade e boa formação profissional, fazendo surgir uma criminalidade mais inteligente e apurada, denominada de *white collar crimes*.

Nesse rol dos crimes do colarinho-branco, encontram-se aqueles praticados contra a ordem tributária, o sistema financeiro, mercado mobiliário de valores, a economia popular; sendo que em todos estes predomina uma atividade criminosa inteligente, praticada por pessoas de boa formação intelectual e profissional. Nesses casos, é possível identificar dois pontos marcantes: o *status* do autor e a conexão da atividade criminosa com a profissão que desempenha.

Assim, o delito de *insider trading* se desvincula da questão social e se enquadra em termos de ambição e ausência de escrúpulos do agente, que atua motivado pela oportunidade que o exercício de sua função lhe apresenta.

Conclusão

Conforme observado, a repressão ao *insider trading* é o corolário da adoção do princípio do *full disclosure*; e a função da regulação repressiva é a de desestimular os comportamentos não desejáveis no âmbito do mercado de valores mobiliários, gerando, assim, uma credibilidade maior entre os investidores.

Quanto aos aspectos legais, a repressão ao *insider trading* passou a ser regulada de maneira taxativa na Lei nº 6.404/1976, a partir das mudanças promovidas pela Lei nº 10.303/2001, que passou a prever tanto os meios preventivos quanto os repressivos à prática em questão.

Exemplificando, na função preventiva encontra-se o dever, por parte dos administradores, de divulgar fato relevante (artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976); e a regra repressiva vem expressa no artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, que veda a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa

que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagens, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Por meio desse mecanismo, a eficácia da repressão ao crime de *insider trading* encontra-se no dever de informar e no dever de lealdade, ou seja, antes mesmo da ocorrência de um ato lesivo (utilização de informação relevante ainda não divulgada), o agente que atua no mercado já deveria ter noticiado o caso, evitando, assim, a assimetria de informações. Além dessa estruturação, na esfera penal, a Lei nº 10.303/2001 também acresceu à Lei nº 6.385/1976 o artigo 27-D, que tipificou a conduta de uso indevido de informação privilegiada.

Referências

- AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A Criminalização do Insider Trading no Brasil e seu Contributo para o Direito Penal Econômico. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443, ago. 2006.
- BLOK, Marcella. Insider Trading: O Descumprimento do Dever de Lealdade pelo Uso de Informações Privilegiadas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 55, p. 83-129, jan./mar. 2012.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S.A.** São Paulo: Saraiva, 2003.
- DE SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional**. Tipos Penais que Tutelam o Sistema Financeiro Nacional. Campinas: Millenium, 2003.
- DEL CARO, Luciana. Algemas Neles. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, v. 104, p. 36-39, abr. 2012.
- EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2.ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- HENNING, Peter J. Why Is Insider Trading Wrong? **The New York Times**, New York, Apr. 11, 2011. Disponível em: <<http://dealbook.nytimes.com/2011/04/11/why-is-insider-trading-wrong/>>. Acesso em: 18 dez. 2012.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais e Insider Trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.
- LUCCHESI, Guilherme Brenner. O Objeto de Tutela Penal no Delito de *Insider Trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 137-164, maio/jun. 2011.
- OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues de. Insider Trading: Uma Realidade à Luz do Direito Penal. **Rev. Fac. Direito UFMG**, Belo Horizonte, n. 60, p. 365-390, jan./jun. 2012.
- PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do Insider Trading**. Rio de Janeiro: CVM, 1978. Não paginado. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_600.asp>. Acesso em: 12 dez. 2012.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Violação do Dever de Informar no Mercado de Capitais – a Manipulação de Mercado e a Prática do *Insider Trading*. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 144, p. 263-274, out./dez. 2006.

_____. **Insider Trading**. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

TAYAR, Amanda Duarte Dias. Questões Atuais Envolvendo Insider Trading. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 12, n. 45, p. 121-148, jul./set. 2009.

WIEDMANN, Natasha Pereira. **A Criminalização do Insider Trading no Brasil, Suas Principais Controvérsias e o Caso Sadia Perdigão**. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2012. Disponível em: <http://repositorio.uniceub.br/bitstream/123456789/586/3/20764837_Natasha%20Wiedmann.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012.