

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM DIREITO EMPRESARIAL

RAFAEL BORGES DE OLIVEIRA SOALHEIRO GONZALEZ

**INSIDER TRADING E USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO ÂMBITO DAS
S/A – CONTORNOS E RESPONSABILIDADE**

SÃO PAULO - 2018

RAFAEL BORGES DE OLIVEIRA SOALHEIRO GONZALEZ

CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM DIREITO EMPRESARIAL

INSIDER TRADING E USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO ÂMBITO DAS
S/A – CONTORNOS E RESPONSABILIDADE

Trabalho apresentado ao curso de especialização em Direito Empresarial da PUCSP como Trabalho de Conclusão de Curso requisito para obtenção do diploma de especialização em Direito Empresarial

Orientador: Prof. Ms. Nelson Freitas Zanzanelli

SÃO PAULO - 2018

RAFAEL BORGES DE OLIVEIRA SOALHEIRO GONZALEZ

INSIDER TRADING E USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO ÂMBITO DAS
S/A – CONTORNOS E RESPONSABILIDADE

Trabalho apresentado ao curso de
especialização em Direito Empresarial da
PUCSP como Trabalho de Conclusão de
Curso requisito para obtenção do diploma de
especialização em Direito Empresarial

Orientador: Prof. Ms. Nelson Freitas
Zanzanelli

_____, ____ de _____ de _____
Local data

Orientador:

Assinatura

Examinador:

Assinatura

RESUMO

SOALHEIRO GONZALEZ, Rafael Borges de Oliveira. Insider Trading E Uso De Informação Privilegiada No Âmbito Das S/A – Contornos E Responsabilidade. 2018. 60f. Monografia (Especialização em Direito Empresarial).

O trabalho, apresentado como requisito para a obtenção do título de especialização em Direito Empresarial, visou abordar o uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. No primeiro capítulo, abordamos o dever de lealdade no âmbito das Sociedades Anônimas, entre os deveres dos administradores, não podendo o administrador usurpar oportunidade da companhia, omitir-se na defesa de direitos ou interesses das mesma, e nem adquirir bem que a companhia iria adquirir, ou à ela necessário, bem como o dever de guardar sigilo sobre informação que possa influir de razoavelmente nos valores mobiliários, proibida a negociação com base em tal informação sigilosa. Já no segundo capítulo, tratamos do conceito e a definição, delimitando o alcance do insider trading. Assim, trata-se do uso de informação privilegiada, tida como aquela relevante, capaz de influir de modo ponderável nos valores mobiliários que deveria ser guardada em sigilo, até a sua divulgação, em benefício próprio ou de outrem, para obter vantagem no mercado de capitais, bem como enumeramos o que entendemos como requisitos para sua prática: a) a existência da informação privilegiada; b) efetiva posse de tal informação; c) a intenção de auferir vantagem com a utilização da informação privilegiada; c) o dolo ou a intenção de auferir vantagem com a utilização da informação privilegiada. No terceiro capítulo, analisamos quem pode ser o *insider*, a diferença entre o *insider* primário e o *insider* secundário. No quarto capítulo, analisamos a responsabilidade civil do infrator, e no quinto capítulo, a responsabilidade administrativa e penal, com as sanções, requisitos e caso analisado. No quinto capítulo, falamos sobre a “chinese wall”, técnica de prevenção contra a ocorrência do uso de informações privilegiadas, utilizado por instituições financeiras, através da segregação de áreas e atividades, para não disseminar-se a informação

PALAVRAS-CHAVE: dever de lealdade; uso de informações privilegiadas no mercado de capitais; *insider trading*; responsabilidade civil; responsabilidade administrativa e penal; “chinese wall”

ABSTRACT

SOALHEIRO GONZALEZ, Rafael Borges de Oliveira. Insider Trading E Uso De Informação Privilegiada No Âmbito Das S/A – Contornos E Responsabilidade. 2018. 60f. Monografia (Especialização em Direito Empresarial).

The work, presented as a requirement to obtain the specialization degree in Business Law, aimed at addressing the use of privileged information in the capital market. In the first chapter, we address the duty of loyalty in the scope of the Corporations, among the duties of the administrators, and the administrator can not usurp the company's opportunity, omit to defend the rights or interests thereof, nor to acquire well that the company would acquire, or to it necessary, as well as the duty to keep confidential information that may reasonably influence the securities, trading on the basis of such classified information is prohibited. In the second chapter, we deal with the concept and definition, delimiting the reach of insider trading. Thus, it is a question of the use of privileged information, considered as relevant, capable of influencing in a significant way the securities that should be kept confidential, until their disclosure, for the benefit of themselves or others, to gain an advantage in the market of capital, as well as what we understand as requirements for its practice: a) the existence of privileged information; b) effective possession of such information; c) the intention to take advantage of the use of privileged information; c) fraud or intent to take advantage of the use of inside information. In the third chapter, we analyze who can be the insider, the difference between the primary insider and the secondary insider. In the fourth chapter, we analyzed the civil liability of the offender, and in the fifth chapter, administrative and criminal liability, with the penalties, requirements and case analyzed. In the fifth chapter, we talked about the "chinese wall", a technique of prevention against the occurrence of insider information, used by financial institutions, through the segregation of areas and activities, so as not to disseminate the information

KEYWORDS: duty of loyalty, use of privileged information; *insider trading*; civil liability; administrative and criminal liability; "chinese wall"

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1 O DEVER DE LEALDADE	9
2 USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – CONCEITO E DEFINIÇÃO	11
3 Pressupostos do Insider Trading	14
3.1 A existência da informação privilegiada não divulgada ao público	14
3.2 A efetiva posse e utilização da informação como “omissão dolosa”	17
3.3 O dolo ou a intenção de auferir vantagem com a utilização da informação privilegiada	18
4 QUEM PODE SER O <i>INSIDER</i>? A QUESTÃO DO ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	22
5 A RESPONSABILIDADE CIVIL POR INSIDER	28
6. A RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA E PENAL POR INSIDER TRADING	35
7. A “CHINESE WALL”	44
CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

INTRODUÇÃO

Iniciamos o trabalho sobre o polêmico *insider trading*, termo utilizado no direito norte-americano, para conceituar o ato de utilização interna de informações privilegiadas, assim entendidas como as que deveriam ser guardadas em sigilo, de administrador de sociedade anônima (ou pessoa interposta ou terceiro), com o intuito nítido e claro de obter vantagem na compra e venda de valores mobiliários da companhia, para si ou para outrem.

Tal uso indevido de informação privilegiada é tido como quebra do dever de lealdade (*standard of loyalty*), e gera consequências na seara civil, administrativa e criminal.

A informação privilegiada é relevante a partir de um juízo se, sabendo-se de ato do conselho de administração, de diretoria, aprovação de alguma operação societária, ou um fato externo alheio à vontade da empresa, possa influir notadamente na compra e venda ou manutenção de valores mobiliários da mesma, por investidores, na cotação dos valores da companhia, ou exercício de direitos destes valores mobiliários, como faculdade de ações, debêntures, partes beneficiárias, derivativos ou outros.

Assim, tornou-se necessário entender que para a prática de *insider*, é preciso que haja realmente uma informação apta a influir nas negociações com a companhia. Mais, é preciso, como requisito, que o administrador ou a pessoa em contato com tais informações, de fato a utilize com o intuito de obter vantagens no mercado de capitais.

Desta forma, presente a conduta de *insider trading* passou a Lei a prever a indenização àquele prejudicado com a compra e venda de valores mobiliários da companhia (art. 155, § 3º), sendo requisito essencial da indenização o *dano*, pois é elemento central da responsabilidade civil contratual ou aquiliana, tendo falando a lei em “pessoa prejudicada”.

Também cuidou, posteriormente, a lei de enquadrar na prática nefasta do *insider trading* não somente os administradores da companhia (*insiders primários*), mas também acionistas, advogados, auditores, contadores (*insiders secundários*), pessoas interpostas, e até mesmo pessoas com acesso fortuito à informação.

Ademais, cuidou a lei de criminalizar o *insider trading* no art. 27-D da Lei nº 6.385, de 7 de Dezembro de 1976, através da Lei 10.303/2001, que inseriu a figura do tipo penal no cenário do direito societário.

Ainda, a responsabilização administrativa também está presente, com base nos artigos 9º, V e VI e 11 da Lei nº 6.385, de 7 de Dezembro de 1976, bem como as disposições das Instruções CVM 358/2002 e 491/2011.

Por fim, analisamos a questão da “Chinese Wall”, mecanismo de segregação de setores e diretorias para bloquear o fluxo de informações privilegiadas entre eles. Pela presença da perniciosa prática do uso de informação privilegiada, foi que algumas companhias, especialmente instituições financeiras, passaram a adotar a técnica do “Chinese Wall”, que busca separar departamentos e isolar as informações entre setores da companhia, evitando que haja a possibilidade de negociação por pessoas com altos cargos de administração ou direção, com base nas informações sigilosas. É o caso, por exemplo, da separação do setores e diretorias de negócios ou contratos, dos setores ou diretorias de finanças.

1 O DEVER DE LEALDADE

A Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976 enunciou deveres aos administradores desta espécie de sociedade empresária, para o exercício honesto e probo do exercício de gestão.

Enunciou no artigo 153 o dever de atuar com a diligência e cuidado de homem ativo e probo, no artigo 154 o dever de agir conforme a finalidade – as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem, atendidos o bem público e a função social da empresa, e finalmente, no artigo 155, enunciando o dever de atuar com lealdade à companhia, trazendo, como corolário, norma proibitiva da atuação do administrador em que haja conflito de interesse com a companhia (art. 156, LSA).

O artigo 155, ao tratar do dever de lealdade, tipifica e orienta as condutas tidas como desleais ao administrador:

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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.

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)"

Tratou a lei de definir a conduta desleal do administrador que, em razão de seu cargo, aproveita-se de oportunidade comercial da companhia (inciso I), o que pode dar-se inclusive por aquisição, para revenda com lucro, de bem necessário à companhia, ou que esta tencionava adquirir (inciso III), ou pode dar-se, também, pela omissão na proteção ou exercício de direitos da companhia, para obtenção ou auferimento de vantagem própria ou alheia (inciso II).

Acerca da usuparação de oportunidade, que pode se encontrar mesmo nas hipóteses dos incisos II e III do artigo 155, Nelson Eizrik¹ ensina que

“O American Law Institute, em seus *Principles os Corporate Governance*, § 5.05, considera que existe *corporate opportunity*: a) quando os administradores, tomando ciência do negócio em virtude do exercício de seu cargo, podem razoavelmente deduzir que a oportunidade comercial tenha sido oferecida para a sociedade; ou b) quando os administradores podem, razoavelmente, acreditar que a oportunidade seria de interesse da companhia; c) se a oportunidade oferecida está intimamente relacionada a algum negócio no qual a companhia está envolvida ou esteja em vias de se envolver”

Assim, conforme ensina Nelson Eizrik, a partir da *corporate opportunity*, a doutrina norte-americana elaborou testes para detectar se está presente a mesma: um teste de interesse, onde verifica-se se a companhia teria interesse ou expectativa no negócio; um teste de linha de negócios, para verificar se a oportunidade oferecida está no ramo de negócios da companhia; e um teste de justiça e honestidade onde, demonstrando que a oportunidade estava no campo de negócios da companhia, o administrador provas que não violou a lealdade.

Neste contexto, surge o dever do administrador, de guardar sigilo acerca de informações ainda não divulgadas ao mercado, que possam influir sobremaneira na cotação dos valores mobiliários da companhia, abstendo-se de tirar proveito de tais informações para obter, para si ou para outrem, vantagem na compra e venda de valores mobiliários, considerada conduta desleal e improba de oportunidades – a

¹ EIZRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia Henrique; MARCUS DE FREITAS. Mercado de Capitais – regime jurídico – Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 430-431.

informação sigilosa, da companhia ou da omissão no exercício e proteção de direitos da mesma, de abster-se de utilizar informações.

Conforme ensina Fábio Ulhoa Coelho²,

“O dever de lealdade traduz-se, em termos concretos, também por uma lista de condutas proibidas (art. 155). Será desleal com a companhia o administrador que: não guardar reserva sobre os negócios sociais, usar em seu benefício, ou de outrem, oportunidades negociais a que teve acesso em função do cargo que exerce; negligenciar no exercício ou na proteção de direitos da sociedade; deixar de aproveitar oportunidade comercial, em nome da companhia, com o objetivo de obter vantagem para si ou para outra pessoa; comprar, para revender à companhia com lucro, um bem de que ela necessite, ou no qual tenha interesse”

2 USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – CONCEITO E DEFINIÇÃO

O uso de informação privilegiada está disciplinado, na hierarquia legal, nos parágrafos do artigo 155, § 1º da Lei das Sociedades por Ação, quando dispõe ser vedado ao administrador valer-se de informação a que deveria guardar sigilo, *in ipsius literis*

“§ 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”

Do mesmo modo, o parágrafo 4º ao tratar de equiparar o uso de tal informação por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, dispõe que “*É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem*” em benefício próprio ou de outrem, no mercado de capitais, deixando nítido assim, que tal informação tem de ser **relevante** para o auferimento de vantagem mediante venda e compra de valores mobiliários, da qual demais sócios e o mercado não tenham tido conhecimento prévio.

² COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa – v.2. 6ª edição Paulo: Revista dos Tribunais- 2017. P. 248-249

A propósito, desde a antiga Lei 4.728/65 de Mercado de Capitais, já havia previsão de utilização de informações não divulgadas ao público (em estado de sigilidade), por acionistas ou pessoas com acesso à ela, para benefício próprio ou de terceiro, conforme verificamos:

“Art. 3º. Compete ao Banco Central:

X – fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiro”

Desta feita, é possível subsumir a presença dos seguintes requisitos configuradores da prática danosa e nociva do *insider trading*: a) a existência de uma informação privilegiada, relevante e de caráter sigiloso, não conhecida do mercado ou dos demais sócios; b) A efetiva posse e utilização desta informação privilegiada por administrador, sócio, investidor, ou terceiros (a exemplo de contadores, advogados, auditores, etc.); c) A potencialidade da informação resultar em vantagem no mercado de capitais, presente nexos de causalidade suficiente, para si ou para outrem; d) o intuito ou dolo (elemento subjetivo) do administrador ou terceiro, de usar da informação privilegiada para auferir vantagem no mercado de capitais.

O notável advogado societário Francisco Antunes Maciel Müssnich³, elenca os requisitos para a prática do uso de informações privilegiadas, em classificação ligeiramente diversa:

“Os parágrafos primeiro e quarto trazem dados suficientes para permitir a extração dos três requisitos necessários para a configuração da prática do *insider trading*: (i) a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (ii) o acesso a essa informação privilegiada; (iii) a intenção de negociar tirando proveito de tal informação”

A Instrução CVM nº 358/2002, que tratou do tema, definiu o que considera relevante, oferecendo exemplos de condutas de *insider* no parágrafo único do art. 2º:

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer dicesão 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

³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no Direito Brasileiro. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 25.

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”

De fato, a prática é coibida e tida como altamente nociva, pois mina a confiança dos investidores e do mercado mobiliário como um todo. À medida que parte do grupo pertencente à administração, ou pessoas externas com acesso a informação privilegiada (decisão do conselho de administração, de diretor, fato social ou econômico que influa em derivativos ou valores mobiliários, entre outras condutas) utilizam-na com o fim de obter potencial e substancial vantagem no mercado de capitais, está presente quebra da isonomia, do princípio da boa-fé objetiva e a lisura e honestidade nas negociações.

Em caso emblemático envolvendo executivos da Sadia que ocupavam cargos de alta relevância e utilizaram-se de informações privilegiadas em oferta pública de ações, a Justiça Federal⁴ bem ilustrou os reflexos do dever de sigilo:

“4.-O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.”

⁴ Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181, rel. Desembargador Luiz Stefanini, julgado em 4-2-2013, São Paulo, TRF 3ª Região, 2013. Disponível em: <
<http://web.trf3.jus.br/diario/Consulta/VisualizarDocumentosProcesso?numerosProcesso=200961810051234&data=2013-02-14>>

3 Pressupostos do Insider Trading

3.1 A existência da informação privilegiada não divulgada ao público

Para que a informação seja passível de *insider trading*, é preciso que ela seja relevante, como já vimos acima, influenciando na cotação de valores mobiliários, ou na decisão de investidores de comprar, vender, manter ou exercer direitos inerentes aos mesmos valores mobiliários, na forma da Instrução CVM nº 358.

Então, impôs-se ao administrador, ou qualquer pessoa ligada a ele ou que a esta informação privilegiada tenha tido acesso que, uma vez de posse da mesma, deve guardar sigilo e abster-se de negociar com ela, em benefício próprio ou de outrem.

No dia-a-dia da companhia, é enorme a quantidade de informações e fatos, segundo alguns potencialmente lesivos e danosos ou lucrativos e positivos à posição de valores mobiliários ou acionária da companhia.

Desta forma, há que se fazer um teste de relevância, para verificar-se se tal informação poderá mesmo de maneira ponderável, na cotação dos valores mobiliários da companhia, como ensinou Elson Eizrik⁵.

“A partir de decisões de tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões de órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações. Assim, se é provável que a operação será concluída e ela trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante”

Ademais, nota-se aparente conflito de normas com o artigo 157, § 4º da LSA, que determina o dever dos administradores de companhia aberta a obrigação de comunicar à bolsa de valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou de órgãos de administração, ou fato relevante ocorrido em seus

⁵ MÜSSNICH, op. cit., p. 37, *apud* EIZRIK, Nelson. Lei das S/A comentada – v.2. São Paulo: Quartier Latin, 2011 p. 373

negócios, que possa influir na decisão de investidores de vender ou adquirir valores mobiliários emitidos pela companhia.

Contudo, trata o dever de sigilo acerca de informação relevante, de momento anterior ao dever de *disclosure* destas informações conforme determinado pela lei.

Cotejando os deveres aparentemente contraditórios, há de se entender que, enquanto a informação não fora levada à comunicação da CVM, bolsa de valores e ao mercado, pela imprensa, está em estado de sigilo e não pode ser utilizada para negociação em benefício de administrador ou terceiro (*refrain from trading*), ou não vazada (*leakage*) a terceiros *tippees*.

Contudo, também enquanto a informação não puder causar danos a investidores que tencionem comprar ou vender e ou quando ainda o fato político, econômico, social ainda for reversível, pode ser que a divulgação imposta pelo § 4º do artigo 157 pode causar abalo à companhia e seus negócios, sendo desinteressante sua divulgação.

Neste sentido é o quanto disposto pela Instrução CVM nº 358 de 2002:

“Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”

Assim, ensina Fábio Ulhoa Coelho⁶ que

“A divulgação precipitada de transações ainda em andamento não raro é altamente desinteressante para as partes e pode, mesmo, chegar a

⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial – v.2. 13ª Edição. São Paulo: Saraiva- 2009. P 259

comprometê-las. Uma vez concluídas as negociações, no entanto, nasce o dever de informar os seus aspectos relevantes ao mercado. Quando não se cuida de negociações propriamente ditas, mas de decisões governamentais (como no caso Servix:Leães, 1982), de projeção de desempenho, de quebra de safra, de fatos enfim que independem da vontade da companhia, a notícia deverá ser dada aos investidores, por meio da CVM, bolsas de valores ou mercados de balcão, e da imprensa, assim que se mostrar irreversível”

E continua o mesmo autor:

“Antes da divulgação do fato relevante, compete ao administrador da companhia aberta guardar absoluto sigilo acerca das operações capazes de influir no comportamento dos investidores, sendo-lhe vedado usar a informação privilegiada para obter vantagem, para si ou para terceiros(LSA, art. 155, 1º a §§3º).O administrador que não observar esses deveres incorre em *insider tradig* (Leães, 1982). Até a reforma da LCVM de 2001, esse administrador respondia apenas no âmbito civil, indenizando eventuais prejudicados na operação. A partir de então, a lei passou a tipificar o uso de informações privilegiadas como crime (LCVM, art. 27-D_ atribuindo aos administradores de companhia aberta que descumprem o dever de informar também a responsabilidade penal.”

Desta forma, embora a previsão de imediata divulgação do fato relevante pelos dispositivos que tratam do dever de informar, o administrador tem de decidir, ao tomar contato com tal informação privilegiada, se deve divulgá-la de pronto (*full disclosure*), ou ainda deverá manter sigilo sobre a informação relevante enquanto não divulgada , vedada a negociação com base na mesma, em benefício próprio ou de terceiro, mediante a compra e venda de valores mobiliários.

Neste sentido é o entendimento de Nelson Eizrik et al.⁷, tratando da análise conjunta do dever de sigilo com o dever de informar (*disclosure*) o fato relevante:

“Da leitura conjunta destes dois dispositivos, resulta claro que a Lei seguiu o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do “insider” de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (“*disclosure or refrain from trading*”) Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do “*disclosure*”. Porém, enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia”

⁷ EIZRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia Henrique; MARCUS DE FREITAS. Mercado de Capitais – regime jurídico – Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 437

Outra polêmica gerada, foi o fato de que a lei só obrigou o administrador de companhia aberta, o que recebeu severa crítica por parte da doutrina.

3.2 A efetiva posse e utilização da informação como “omissão dolosa”

Em momento seguinte, é preciso que a informação relevante seja efetivamente utilizada, para que possa determinar-se se teve efetiva ligação com o lucro obtido ou a tentativa de obtenção de vantagem na compra e venda de valores mobiliários, por administrador ou terceiro, em seu benefício ou de outrem.

São inúmeros os casos em que havia a existência da informação privilegiada, porém, não foi utilizada, não sendo possível subsumir que uma vantagem ou tentativa de obtenção da mesma, proveio desta conduta.

Francisco Antonio Maciel Müssnich destaca, por vezes, que é necessária a presença de indícios contundentes para a prova da prática de insider.

Assim, se o administrador utiliza, ou deixa vazar (*Leakage*) ou dá dicas, como *tippeer* a terceiros, para utilizarem-no, quebra a confiança dos demais acionistas e o dever de lealdade, fazendo com que apenas ele, ou o terceiro que tomou contato com a informação, detenha vantagens no mercado de capitais.

Se concebe, a partir deste ponto, que a situação da posse da informação privilegiada com o fim de utilização gera desigualdade entre o administrador (ou terceiro) desleal, e os demais acionistas, investidores, ou outros atores no mercado. Destarte, a intenção (a ser analisada no tópico seguinte) de utilização da informação sigilosa, configura-se como ato omissivo do administrador de sociedade aberta que, detendo a informação, ainda em estado de sigilo conforme determina o art. 155, § 1º, não cumpre o dever de informar ao mercado, à CVM e à bolsa de valores, consoante o art. 157, § 4º, de forma inequivocamente dolosa.

Desta forma, o insider, no termo utilizado pela doutrina, caracteriza-se como omissão dolosa a partir do momento em que o administrador silencia sobre fato

relevante que deveria vir a público, a conhecimento dos acionistas e investidores, para obter vantagem em benefício próprio ou alheio na compra e venda de valores da companhia no mercado de capitais.

Sobre a omissão dolosa, ensina José Marcelo Martins Proença que

“De notar que o fenômeno que examinamos não se confunde com a manipulação de preços, pois o comportamento do *insider*, não influi em nada sobre o valor dos títulos negociados... O comportamento do *insider* é tipicamente de dolo por omissão, silenciando intencionalmente a respeito de fato ou qualidade que a outra parte ignorava, de arte que esta não teria, por certo, celebrado o contrato, se não houvesse a omissão dolosa”

No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa⁸ entende haver uma *omissão prejudicial*, sendo a conduta de insider na espécie, negativa, silenciando a respeito de um fato sobre os negócios ou estado da companhia que, se conhecido, modificaria as condições da transação ou a prejudicaria:

“O *insider trading* configura-se como *omissão prejudicial*, em que as informações sigilosas ou reservadas que o administrador possui constituem fato ignorado pelos acionistas ou investidores. Estes, se conhecessem tais informações, não realizariam o negócio com valores mobiliários que possuem, ou, se o fizessem, estabeleceriam outros preços.

A conduta do *insider* na espécie é negativa, fundada na omissão, sendo o seu silêncio sobre o fato relevante relativo aos negócios ou ao estado da companhia o elemento principal da formação e consumação das transações por ele realizadas no período, envolvendo acionistas ou terceiros.”

3.3 O dolo ou a intenção de auferir vantagem com a utilização da informação privilegiada

Para que a prática do *insider* esteja efetivamente configurada, é preciso que haja efetiva intenção ou dolo do administrador, ou o terceiro que tenha tido acesso à informação, de auferir vantagem na compra e venda de valores mobiliários através do uso da informação sigilosa e relevante.

⁸ CARVALHOSA, Modesto. Comentário à Lei das Sociedades Anônimas – vol. 3. 4ª ed. rev e at. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 304

Assim, parece-nos que o legislador elegeu para a prática do *insider trading*, grosso modo, como elementos a conduta voluntária do utilizar-se da informação privilegiada, aproveitando-se de sua não divulgação ao mercado, e o elemento subjetivo de auferir vantagem, lucro ou proveito com tal utilização.

O legislador utilizou o termo “para obter vantagem” no §1º do artigo 155, e “com a finalidade de auferir vantagem”, em seu § 4º, conforme vemos:

“§ 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.

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”

Assim, como bem lembra Francisco Antonio Maciel Müssnich, a lei não exige a concretização da vantagem almejada, o que é absolutamente dispensável. Não exige a lei, assim a ocorrência efetiva e concreta de um dano.

Em verdade, o dano só é requisito essencial da prática de *insider* na responsabilização civil do administrador utilizador ou *tippee* (aquele que fornece dicas), pois o § 3º do artigo 155 faculta à *pessoa prejudicada* com a aquisição ou venda de valores mobiliários com infração do disposto nos §§ 1º e 2º.

De fato, o dano é o cerne da responsabilidade civil, e sem ele não é possível o arbitramento de reparação indenizatória.

Retornando à questão da intenção do agente, há posicionamento de Modesto Carvalhosa, na obra “Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – v.3”⁹, em que exara entendimento de que em caso de *insider trading*, dispensa-se a intenção do agente. O autor em comento entende que a mera prática da conduta *insider* já se configura como indelével quebra do dever de lealdade, não havendo pois, que se

⁹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas – vol. 3. \$ª ed. rev e at. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 303

investigar de intenção específica do agente (no caso, o de obter vantagem na compra e venda de valores mobiliários, para si ou em benefício de terceiro). O entendimento é o seguinte:

“Diferentemente dos critérios de aferição da responsabilidade previstos no art. 158, em que prevalece o método comparativo de conduta diante dos usos de administração societária geralmente aceitos, na prática do *insider trading* configura-se a responsabilidade objetiva do agente. Trata-se de quebra do dever de lealdade para com a companhia, os demais acionistas e o mercado de ações. A responsabilidade objetiva no caso de *insider trading* estende-se aos controladores e terceiros que se aproveitaram do vazamento de informações (*tippees*). A responsabilidade decorre diretamente da ação ou omissão do administrador (*tipper*). **Dispensa-se**, nessa específica conduta de deslealdade, o nexó entre a ação ou a omissão e o prejuízo ou dano sofrido pela companhia. É o que prescreve o inciso I da norma, que veda ao administrador o uso das oportunidades “com ou sem prejuízo para a companhia”. O dever de lealdade, no qual se inclui a abstenção da prática de *insider trading* não se funda, pois, no dano, mas no caráter fiduciário das funções de administrador. Trata-se de ilícito formal.

Dispensa-se, no caso de *insider trading*, a configuração de intenção. A fraude é objetiva. Trata-se do mesmo princípio contido no artigo 129 da Lei de Falência, que nega efeito aos negócios jurídicos praticados pelo devedor antes da falência, tenha ele ou não intenção de fraudar credores”

(grifo nosso)

Contudo, sobreleva notar que o entendimento do professor Carvalho é praticamente isolado na doutrina, sempre entendendo-se que há que se ter presente o dolo, a intenção específica de utilizar a informação sigilosa e privilegiada com o intuito de favorecimento.

Sobreleva notar a lição do Professor José Marcelo Martins Proença¹⁰ no sentido de que a lei, enumerando os deveres de lealdade e de informar, facilitam a capitulação da falta, proporcionando a presunção de culpa do administrador ou utilizador da informação privilegiada e a prova da intenção. Para ele, elencando condutas que podem ser tidas como a utilização, ou vazamento para utilização de informação privilegiada, é possível alterar a carga probatória acerca do elemento

¹⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 281

subjetivo da responsabilidade, estando presente presumidamente a culpa ínsita na conduta:

“A Lei avança, igualmente, com relação à presunção de culpa, pois “adota o critério analítico, enumerando os deveres de lealdade e de informação dos administradores, facilitando a capitulação da falta e, em consequência, a determinação da responsabilidade, em termos de maior exatidão. Assim fazendo, o legislador amplia as hipóteses de presunção de culpa, pois um dos processos técnicos utilizados para dar maior plasticidade à concepção subjetiva da responsabilidade é o reconhecimento de presunção de culpa, por meio do qual, facilita-se a prova sem deslocar o fundamento da responsabilidade. Completa-se, por esse modo, o processo de alargamento iniciado com a apreciação abstrata de culpa. Aceitando-se a idéia de culpa presumida, pode-se justificar a aplicação dos preceitos reguladores da responsabilidade extracontratual usando a noção de culpa, mas **dispensando a prova**. A responsabilidade civil dos administradores pelos prejuízos causados, dentro da órbita de suas atribuições ou poderes, decorre, segundo a lei, da culpa ou dolo que tenha agido. Assim, a culpa dos administradores, em sentido lato ou estrito deve ser antecipadamente provada pelo lesado, assim como a ele incumbe a prova do prejuízo resultante e do nexa causal existente entre o ato e o fato ilícito, praticado ou consentido pelo administrador, bem como o dano que ele ocasionou.”

(grifo nosso)

No mesmo sentido, interpretando o § 1º do artigo 13 da Instrução CVM n. 358/2002, Francisco Antonio Maciel Müssnich¹¹ entende que embora o dispositivo não exija expressamente a presença do elemento subjetivo, a vedação não pode ser considerada absoluta, presumindo que quem tenha a informação privilegiada e realize operações, o faça com base nessa informação.

“Isto porque a Instrução não afastou o elemento subjetivo do tipo constante da Lei das S.A., tendo criado, todavia, uma presunção relativa, justificada apenas na presença de indícios nesse sentido, de que o *insider* teria atuado com o intuito de obter vantagem. Essa presunção, como se passará a expor, é relativa, admitindo prova em contrário. Interpretação diversa seria inteiramente incompatível com o atual ordenamento jurídico brasileiro.”

¹¹ MÜSSNICH, Francisco Antonio Maciel. Op. cit. p. 50-51

4 QUEM PODE SER O *INSIDER*? A QUESTÃO DO ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Questão de suma importância, e amplamente debatida pela doutrina, para caracterização e apenação para prática do uso de informação privilegiada no mercado de capitais, é saber quem é o sujeito e quem são as pessoas que podem ter acesso a tais informações e utilizá-las em violação do dever de sigilo e lealdade.

Originalmente, só eram classificados como *insiders* os administradores de companhias abertas, na forma como está delineado no § 1º do art. 155 da LSA, bem como terceiros, bem como *terceiros* e *subordinados* a quem vazasse tal informação (art. 155, § 2º).

Ao longo do tempo, a doutrina ampliou o entendimento, conforme nos ensina Modesto Carvalhosa¹² para estender à categoria de pessoa passíveis da prática de *insider* o acionista controlador, para que estivesse sujeito à vedação, configurando-se assim hipótese do *abuso do poder de controle*.

Mais tarde, a Instrução CVM nº 31/84 ampliou este rol de pessoas, incluindo o acionista controlador (art. 10) juntamente com o administrador, consolidando o entendimento doutrinário. Ademais, incluiu na lista de possíveis *insiders* qualquer pessoa que, em prática não equitativa, negocie com valores mobiliários “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” (art. 11).

Bem assim, a Instrução CVM 31/84 incluiu, no parágrafo primeiro do art. 11 além do administrador, controlador, e pessoa que obtenha o acesso à informação em razão do cargo, função ou posição (em decorrência da atividade profissional) na companhia, “quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado”, incluindo quaisquer terceiros com acesso à informação.

¹² CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 293

Este é o caso do advogado, do auditor, do contador, e outras pessoas que possam tomar contato com a informação relevante ainda não divulgada.

Por fim, disciplinou o dever de cuidado do administrador com o vazamento de informações (“*Leakage*”), na forma como ainda disciplinada pelo art. 155, § 3º da LSA. Há aqui, em verdade, não uma responsabilização de culpa pelo vazamento de informações a subordinados ou terceiros de confiança, mas uma presunção relativa de culpa, que pode ser elidida por prova em contrário.

Desta forma, deixou a antiga Instrução claro que a qualquer pessoa fica vedada a prática do *insider*.

Nelson Eizrik¹³, comentando à época a novel Instrução, afirmou:

“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, acionistas controladores e empregados de companhias abertas, 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 relevante sobre uma companhia aberta. O parágrafo único do art. 11 da Instrução, antes citado, considera ainda como *insider* qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado”.

Ainda, José Marcelo Martins Proença¹⁴ fez interessante observação, no sentido de que,

“Deve ficar claro que, na sistemática da Instrução CVM nº 381/84 (...) o dever de guardar sigilo sobre informações referentes a atos ou fatos relevantes, até sua divulgação pública, concerne, aos administradores e aos acionistas controladores (art. 9º). Já o dever de não utilizar a informação privilegiada, impõe-se não só aos administradores e acionistas controladores, como também às pessoas que, por força de exercício profissional, puderam obter a

¹³ EIZRIK, 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 *apud* MÜSSNICH, Francisco Antonio Maciel. Op. Cit. p. 42

¹⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p 285

informação, e, adicionalmente, a qualquer pessoa que vier a conhece-la, sabendo tratar-se de informação privilegiada, ainda não tornada pública.”

Desta forma, de suma essencialidade para a consolidação do entendimento de que a prática do *insider* poderia ser praticada por qualquer pessoa, a reforma da Lei das S/A trazida pela Lei nº 10.303, de 2001, incluiu § 4º ao artigo 155, que assim dispôs:

“§ 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.”

A Lei das Sociedades Anônimas consolidou, então, a partir do advento da inclusão do § 4º ao artigo 155, a prática do *insider* por qualquer pessoa que à esta informação tenha tido acesso.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criou jurisprudência a partir de então, para classificar dois tipos¹⁵ de *insider*.

Quando o *insider* detinha o acesso direto à informação, considerado como agente institucional, entre os quais incluídos o administrador (art. 155, § 1º), o acionista controlador, os empregados da sociedade (art. 155, §4º) é considerado *insider primário*.

¹⁵ Conforme nos ensina Francisco A. Maciel Müssnich, “a lógica dessa distinção se reflete na própria estrutura do art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002, que revogou a antes referida Instrução CVM n. 31/84. O preceito traz, em seu *caput*, a referência aos *insiders* primários, tratando, em seu §1º, não só dos secundários, como também dando destaque aos *insiders* equiparados a primários – os temporários: 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, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes 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.

Nota-se aqui a figura do vazamento de informações pelo administrador, o chamado “*Leakage*”, a subordinados ou terceiros de sua confiança, cuidado objetivo que deve ter o administrador, cumprindo o artigo 155, §2º, LSA.

Por outro lado, é considerado *insider secundário* aquele que obtém a informação por pessoa interposta, normalmente outro insider, e muitas vezes de dentro da companhia, um *insider primário*.

Tal categoria de *insiders secundários* é também chamada de *tippee*, pois pressupõe a obtenção de “dicas”, informações de outras pessoas de dentro da companhia (o *tipper*).

Em que pese nos parecer que a Lei ter passado a dispor que qualquer pessoa que tiver conhecimento ou acesso à informação privilegiada está vedada de negociar valores mobiliários com base em tais informações, Modesto Carvalhosa¹⁶ entende dever haver um nexo mínimo profissional e pessoal do *insider secundário* com o tipper, conforme verificamos:

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

¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 155-156.

envolvidos profissionalmente com ela, os terceiros ocasionalmente informados não poderão ser considerados *insiders*”.

Contrário ao posicionamento do professor Carvalhosa, e comentando referida lição, o advogado José Marcelo Martins Proença, em seu livro “Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais” defende:

“Para contestar esse entendimento, basta atentar para as regramas emendas do poder normativo concedido à CVM, cujo teor já alcançara a meta perseguida pela reforma consubstanciada na Lei 1.303/2001. Com efeito, a introdução do novo parágrafo, ao nosso ver, visou especificamente a vedar a “qualquer pessoa”, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, até porque, a base da legislação não é mais societária, mas sim relativa a valores mobiliários, como discutido anteriormente. O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática de *insider trading*, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal. Repise-se que a questão é pública, de interesse do povo, nos termos do artigo 3º, II, da CF.

Destarte, não há como ignorar o arcabouço legislativo brasileiro, tendente ao cerceamento da nociva prática de *insider trading*, culminando com a publicação da Lei 10.303/2001, sanando falhas e aperfeiçoando a LSA”

Ao nosso ver, o intuito da Lei 10.303/2001 foi consolidar o já entendimento do poder regulamentar executivo conferido à CVM, prevendo até mesmo situações de acesso de terceiros não empregados ou subordinados por vazamento das informações, contato *de per se*, ou que tenham tido acesso às informações sem vínculo profissional, ou mesmo de forma acidental (*insider accidental*).

Além do mais, a doutrina denotou a presença de outros insiders que não os primários ou secundários, mas sim pessoas que, por vínculo temporário com a companhia, não sendo empregados ou subordinados, obtém a informação privilegiada. Assim, por terem vínculo de confiança ou fidúcia, conforme ensina Francisco Müssnich, obtém a informação de forma direta com a sociedade, sendo inseridos dentro da categoria de *insiders primários*.

Quanto à prova, ela deve dar-se por prova de detenção da informação privilegiada anterior à negociação. O mesmo autor¹⁷, em sua obra, insiste por diversas

¹⁷Müssnich, Francisco Antonio Maciel. Op. Cit. p. 47.

vezes a necessidade de prova e indícios robustos para a detecção da prática, tendo de haver necessário nexos causal entre a posse das informações e a negociação.

“Quanto à questão probatória, qualquer condenação de *insider trading* pressupõe a prova de detenção de informação privilegiada por quem decidiu o investimento. A ausência de prova de detenção de informação privilegiada significa que não há nexos de causalidade entre a conduta do acusado e um suposto resultado ilícito. O nexos de causalidade é, portanto, requisito que exige a comprovação de ocorrência do ilícito, de tal maneira que haja uma vinculação direta entre o agir e o que a lei coíbe. Trata-se do ponto de partida para qualquer responsabilização.”

Deve-se mencionar, por último, que por vezes se uma presunção de posse de informação privilegiada *insider primário* que normalmente tem acesso à categoria de informações, o que incorre com o *insider secundário*.

Parte da doutrina critica com ferocidade, a propósito, a aplicação do *insider* para pessoas e administradores vinculados apenas à *companhia aberta*, tendo a lei excluído a aplicação da prática às sociedades anônimas fechadas ou familiares.

Conforme defende Rubens Requião¹⁸,

“Esse moderno e importante instituto foi transferido, em boa hora, do direito norte americano, para a atual lei. Aliás, deve-se registrar que, de permeio, o sistema americano havia já inspirado a regra do art. 3º, X, da Lei 4.728, de 1965, que disciplinou o mercado de capitais, ao conferir ao Banco Central do Brasil a atribuição de “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 exerçam, a elas tenham acesso. Contém-se esse instituto dentro dos princípios enunciativos do “dever de lealdade” dos administrador para com a companhia e para com o corpo acionário. Mas o §1º explicita o princípio na seguinte regra: “Cumpra, 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 e venda de valores mobiliários. O administrador deve zelar, completa o parágrafo segundo, para que a violação do preceito não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.”

Em primeiro lugar é de lamentar e estranhar que o preceito acima transcrito se aplique, apenas, à companhia aberta, quando deveria estender-se à

¹⁸ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º vol. – 31ª ed. rev. e atual. Por Rubens Edmundo Requião – São Paulo: Saraiva, 2014. p. 270-271.

sociedade fechada ou familiar. Nestas, quando houver acionista dissidente, ficará ela inerte em face da desídia do administrador que praticar o *insider trading*.

5 A RESPONSABILIDADE CIVIL POR INSIDER

A lei também previu, de maneira expressa e em parágrafo próprio, a responsabilização do *insider* pela reparação do prejudicado com a compra e venda dos valores mobiliários.

Assim dispõe o texto legal que enuncia responsabilidade civil para o caso de *insider trading*:

“§ 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.”

Ao falar em “pessoa prejudicada”, o artigo que trata de responsabilização civil pelo *insider trading* seguiu o aforismo do direito privado segundo o qual “sem dano não há responsabilidade civil”. Assim, se torna imprescindível a existência de um dano certo e subsistente a bem jurídico protegido (no caso, o dano econômico) à alguém, sem o que não há violação, e assim, não existe responsabilidade a indenizar.

Nesta linha é que ensina Maria Helena Diniz¹⁹, discorrendo sobre a essencialidade do dano:

“O dano é um dos pressupostos da responsabilidade civil, contratual ou extracontratual, visto que não poderá haver ação de indenização sem a existência de um prejuízo. Só haverá responsabilidade civil se houver um dano a reparar (RSTJ, 63:251). Isto é assim porque a responsabilidade resulta em obrigação de ressarcir, que, logicamente, não poderá concretizar-se onde nada há que reparar. Com muita propriedade, pontifica Giorgio Giorgi que “*nessun dubbio sulla verità di questo principio: sai pura violata l'obbligazione, ma se il danno manca, manca la matéria del risarcimento*”. Não

¹⁹ DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil – vol. 7 responsabilidade civil. 26ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 77

pode haver responsabilidade civil sem a existência de um dano a um bem jurídico, sendo imprescindível a prova real e concreta dessa lesão”

Desta forma, para apurar-se a responsabilidade civil pela prática do *insider trading*, é preciso primeiramente apurar a prova de dano, e estabelecer um nexo causal entre ele, e a posse e acesso à informação privilegiada por parte do *insider*, seja ele um administrador, uma pessoa ligada institucionalmente à companhia, ou um terceiro.

Leciona José Marcelo Martins Proença²⁰ que é necessário ao prejudicado provar o dano (o *prejuízo*), o nexo causal, e a culpa do administrador, que poderá ser presumida em caso de atuação com violação da lei ou do contrato:

“A responsabilidade civil dos administrador pelos prejuízos causados, dentro da órbita de suas atribuições ou poderes, decorre, segundo a lei, da culpa ou dolo que tenham agido. Assim, a culpa dos administradores, em sentido lato ou estrito deve ser antecipadamente provada pelo lesado, assim como a ele incumbe a prova do prejuízo resultante e do nexo causal existente entre o ato e o fato ilícito, praticado ou consentido pelo administrador, bem como o dano que ele ocasionou. Contudo, quando os prejuízos resultarem de atos praticados pelos administradores com violação à lei ou dos estatutos, a lei presume a culpa, promovendo a inversão do ônus da prova

Em sentido equivalente enfatiza Eizrik que “o elemento fundamental na análise da responsabilidade civil do *insider* não é, porém, a natureza de sua responsabilidade, mas sim o nexo causal entre a sua conduta ilícita e o dano causado aos investidores. Tratando-se de operação realizada no mercado, que se caracteriza por ser absolutamente impessoal, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*. Exigir tal relação direta seria condenar o combate ao *insider trading* ao absoluto insucesso, uma vez que, dadas as características do mercado de capitais, muitas vezes é impossível ligar as partes contratantes. Não interessa, assim, de quem o *insider* comprou ou vendeu. O nexo de causalidade deve ser inferido mediante a prova de que as informações omitidas eram relevantes e privilegiadas... Sendo assim, a responsabilidade puramente objetiva do *insider* seria excessiva. Na realidade há uma presunção de culpa, admitindo-se, porém, prova em contrário. Tal presunção de culpa, que aproxima-se

²⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p. 280-281.

bastante da noção de responsabilidade objetiva, ocorre tanto na esfera cível como na esfera administrativa.”

Já Modesto Carvalhosa²¹ advoga posição mais severa, na qual entendo mesmo a responsabilidade civil dever ser *objetiva*. Para ele, a convicção sobre a prática de insider trading deve dar-se a partir de dois elementos: 1) a existência do fato relevante não ainda divulgado; 2) a compra e venda, pelos *insiders*, de valores mobiliários da sociedade anônima durante o sigilo, e anteriormente ao cumprimento do dever de informar.

Conforme leciona, “*estabelecidos esses dois fatos, estarão configurados os elementos objetivos de convencimento para a condenação dos insiders, seja por responsabilidade civil junto aos investidores prejudicados, seja para sua responsabilização perante a companhia (arts. 158 e 159)*”.

No caso de haver a presença de *insiders* primários e secundários em vazamento de informações relevantes ainda não divulgadas, a doutrina entende que há solidariedade entre todos eles a responder ao prejudicado.

Interessante ressaltar a o seguinte acórdão do STJ, 4ª Turma, também citado por Francisco Antonio Maciel Müssnich²², em que decidiu ser não passível de anulação o ato de insider, por inaplicável a Teoria das Nulidades em matéria societária, cabendo-se tão somente a reparação pelos prejuízos causados:

Superior Tribunal de Justiça. 4ª Turma²³

REsp 35230 / SP

Data Julg. 10/04/1995

Ementa

DIREITO COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA. EMPRESA DE RADIODIFUSÃO E TELECOMUNICAÇÃO. EXIGENCIA DO ORGÃO PUBLICO FISCALIZADOR. COMPROVAÇÃO DA NACIONALIDADE

²¹ CARVALHOSA, Op. Cit. p. 315

²² MÜSSNICH, Op. Cit. p. 29

²³ SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. 4ª Turma, Recurso Especial nº 35230/SP, Rel Min. Salvio Figueiredo Teixeira, dj. 10-04-1995. Pub. Em 20-11-1995 DJU

BRASILEIRA DOS ACIONISTAS. CONVOCAÇÃO EDITALICIA DOS SOCIOS, MARCANDO PRAZO PARA APRESENTAÇÃO DE CERTIDÃO DE NASCIMENTO OU CASAMENTO. DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR DE VENDA DAS AÇÕES DOS QUE NÃO ATENDERAM A CONVOCAÇÃO. ILEGALIDADE. LAPSO PRESCRICIONAL ESPECIFICO (ARTS. 156 DO DL 2.627/40 E 286 DA LEI 6.404/76). AUSÊNCIA DE IMPUGNAÇÃO TEMPESTIVA. CONVALIDAÇÃO. PRESCRIÇÃO TAMBEM DO DIREITO A HAVER DIVIDENDOS DISTRIBUIDOS SOB A FORMA DE BONIFICAÇÃO (ART. 287, II, "A", DA LEI 6.404/76). INAPLICABILIDADE DA TEORIA GERAL DAS NULIDADES. RECURSO PROVIDO.

I - Em face das peculiaridades de que se reveste a relação acionistas "versus" sociedade anônima, não ha que se cogitar da aplicação, em toda a sua extensão, no âmbito do direito societário, da teoria geral das nulidades, tal como concebida pelas doutrina e dogmática civilistas.

Contudo, interessantíssimo e proeminente artigo da ex-presidente da CVM, profa. Norma Jonssen Parente, discorreu com profundidade sobre as consequências cíveis e indenização ao prejudicado, pelo *insider trading*, admitindo, em capítulo, a aplicação da anulação da ato tido como prática não equitativa por uso de informação privilegiada²⁴

²⁴ Neste ponto, vejamos a lição citada sobre as consequências na Lei 6.404/76, a indenização ao investidor prejudicado, e a anulabilidade do ato: "II.2.1 Qualificação do "insider trading" na Lei nº 6.404/76. Nos termos da Lei nº 6.404/76, art. 155, o "insider" constituirá um ilícito se o "insider" (vide conceito no item I.1 acima), negociando valores mobiliários de emissão da companhia, para si ou para outrem, tiver-se valido de "informação relevante" (vide conceito no item I.2 acima) no momento ainda não revelada ao público. II.2.2 Conseqüências do "insider trading" na Lei nº 6.404/76. Os §§ 1º e 2º do art. 155 da mencionada Lei impõem dois deveres e enunciam uma proibição para os administradores das companhias abertas e aqueles que se lhes equiparam: a. o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento de mercado, capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários; b. a proibição de valer-se dessas informações para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários, e c. o dever de zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança: o guardem sigilo daquelas informações; o não se valham dessas informações para obterem vantagem, para si ou para outrem, mediante compra ou venda de valores mobiliários. A infração desses três itens, segundo o § 3º do mesmo art. 155, acarreta para o prejudicado o direito de haver indenização por perdas e danos dos infratores (administradores, conselheiros e diretores, membros de órgãos estatutários com funções técnicas e consultivas e conselheiros fiscais). Este dispositivo é bastante amplo e responsabiliza sobremaneira as pessoas acima indicadas. Eis que estas respondem por atos seus, de seus subordinados, e de terceiros de sua confiança, e, no caso específico de "insider trading", por atos dessas pessoas e de outras a quem estas tenham transmitido essas informações. Isto resulta em abranger praticamente qualquer pessoa. Esta última categoria de pessoas o legislador as abrange, ao usar a expressão "para si ou para outrem". Note-se que os dispositivos em exame pretenderam, a todo modo, garantir ao investidor a certeza de que, se prejudicado com a prática do "insider trading", teria a correspondente indenização em perdas e danos e, ainda, impor ao administrador o encargo de, a duras penas, impedir que isso ocorra. Acreditamos, mais, que as mencionadas disposições tiveram o intuito

de evitar que o investidor prejudicado ficasse à procura de quem responsabilizar pelo ato ilícito. Elas transferiram implicitamente este encargo para o administrador que, em etapa posterior, por sua vez, poderá reclamar o que pagou a quem efetivamente praticou o "insider trading". (Nos termos do art. 1524 do Código Civil, "o que ressarcir o dano causado por outrem, se este não for descendente seu, pode reaver daquele, por quem pagou, o que houver pago"). Como vemos, o art. 155 da Lei nº 6.404/76 revela o interesse de restaurar o equilíbrio econômico-jurídico alterado pelo dano, havendo uma nítida presunção legal no sentido de imputar ao administrador a responsabilidade civil pelo prejuízo. Além do que, parece-nos que o legislador, cômico da dificuldade que seria a prestação da obrigação "In natura", e visando assegurar estabilidade no mercado, previu, para a hipótese, a reparação do dano mediante o pagamento de indenização. Na realidade, o legislador, por razões lógicas e práticas, entre determinar a anulação da operação e a reparação do dano, mediante o pagamento de indenização, optou por esta última medida. Concluindo, nos termos da Lei nº 6.404/76, o prejudicado num caso de "insider trading" tem o direito de haver, dos administradores das companhias e pessoas a eles equiparadas, indenização por perdas e danos. Por último, resta abordar os aspectos relativos à comprovação do "insider trading", os quais, no entanto, examinaremos no item II.4.3.

II.3.1 Qualificação do "insider trading" na Lei nº 6.385/76

A Lei nº 6.385/76, embora não qualifique expressamente o "insider trading", atribui à CVM, e ao CMN, a competência para, a qualquer tempo, ampliar o conceito de "insider trading" enunciado pela Lei nº 6.404/76. Isto porque a mesma Lei cometeu àqueles órgãos a atribuição de "assegurar a observância de práticas eqüitativas no mercado de valores mobiliários" (art. 4º, inciso VII). Ora, entendemos que os casos de "insider trading" representam inegavelmente práticas não eqüitativas no mercado, tendo em vista que o uso da informação relevante não divulgada, em conexão com a compra e venda de ações, gera um desequilíbrio de posições prejudicial a um dos participantes da operação, aos terceiros investidores, e à eficiência e credibilidade do mercado. Assim a CVM, a seu critério, e com base no disposto no art. 18, inciso II, alíneas "a" e "b", da Lei nº 6.385/76, poderá, ao definir métodos e práticas que devem ser observados no mercado, bem como operações fraudulentas, vir a ampliar o conceito de "insider trading".

II.3.2 Conseqüências do "insider trading" na Lei nº 6.385/76

Nos termos da Lei nº 6.385/76, art. 9º, inciso V, compete à CVM apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de: a. administradores; b. acionistas de companhias abertas; c. intermediários, e d. participantes do mercado. "Atos ilegais", para este efeito, são aqueles contrários à Lei nº 6.404/76 e à própria Lei nº 6.385/76. "Práticas não eqüitativas" são aquelas nas quais não é reconhecido e respeitado por igual o direito de cada uma das partes. Apurada, por inquérito, a realização de atos ilegais ou práticas não eqüitativas, por parte das pessoas acima mencionadas, pode a CVM puni-las nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385/76. Das punições ali previstas, porém, por ora, somente não seria aplicável a penalidade prevista para infração "grave", eis que é necessário antes definir-se o que seja infração grave. Assim, constatada a realização de um ato ilegal ou de uma prática não eqüitativa, a CVM somente poderia aplicar as penalidades de advertência e/ou multa. Qualquer dos enfoques servirá de fundamento para que a CVM possa punir. Considerado o "insider trading" como "ato ilegal", no entanto, a CVM somente poderá punir os administradores e as pessoas a ele equiparadas (art. 160 da Lei 6.404/76), pois a ilegalidade do ato decorreria de violação do art. 155 da Lei nº 6.404/76, dispositivo este que considera como infrator somente os administradores. Regulada a matéria, seria, então, lícito punir qualquer das pessoas mencionadas no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/76. Quanto à admissão de provas no curso do inquérito e processo administrativo instaurado pela CVM, esclarece-se que serão aceitas todas as provas admitidas em direito (art. 12 da Res. 454/77 – BACEN). Mais adiante, ao comentarmos as conseqüências do "insider trading" perante o Código Civil, faremos uma exposição sobre Provas, exposição esta aplicável ao inquérito e processo administrativo da CVM. Finalmente, esclarecemos que o mencionado inciso VI, do art. 9º da Lei nº 6.385/76, estabelece que as penalidades aplicadas por infração ao inciso V do referido artigo não excluem a responsabilidade civil e penal. Assim, o prejudicado num "insider trading" poderá pleitear a reparação do dano, com fundamento no art. 155 da Lei nº 6.404/76, ou com fundamento no art. 159 do Código Civil. Na primeira hipótese proporá ação contra o administrador, e na segunda contra quem lhe causou o prejuízo. Esta última será examinada mais adiante. Quanto à responsabilidade penal, concluído o inquérito e constatado que há ocorrência de crime de ação pública, a CVM oficiará ao Ministério Público, para proposição da ação penal contra aqueles que no inquérito administrativo foram julgados culpados.

II.4.1 Qualificação do "insider trading" no Código Civil

Em nosso Código Civil, a despeito de não constar uma expressa definição de "insider trading", dois dispositivos contemplam a mecânica subjacente à

Passada a análise da tutela individual, sobreleva ressaltar que a prática do *insider trading* viola toda uma coletividade, o mercado de capitais, e a confiança dos investidores. Ademais, pode causar abalo não em apenas um ou uns investidores específicos, mas sim uma coletividade de investidores indistinta, unidos por uma circunstância comum.

Conforme bem ressaltaram Karina da Silva Maciel e Antonio Martin²⁵,

“Mais ainda, não bastasse a extensão de danos que a conduta poderia causar, há que se lembrar de que o abuso de informação ocorre num mercado anônimo e massificado, fato que, se não impede, dificulta em muito a

figura do "insider trading". Com efeito, os arts. 92, combinado com o art. 94, e 159, ao protegerem direitos subjetivos e patrimoniais, indiscutivelmente são aplicáveis a casos de "insider trading". "Art. 92 – Os atos jurídicos são anuláveis por dolo, quando este for sua causa. Art. 94 – Nos atos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade de que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela não seria celebrado o contrato. Art. 159 – Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito, ou causar prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar dano." Entendemos aplicável o art. 94 acima transcrito, porque: a. o ato de comprar e vender ações é um ato jurídico; b. o "insider" intencionalmente silencia a respeito de fato relevante da empresa; c. a parte prejudicada ignora este fato relevante; d. há omissão dolosa quando "insider trading" intencionalmente omite o fato, e e. a parte prejudicada não teria celebrado o contrato, se soubesse dos fatos relevantes que a outra parte dolosamente omitiu. Quanto à aplicação da norma do art. 159, entendemos que, de igual modo, o artigo poderá servir de fundamento para a parte prejudicada pleitear indenização, porque no "insider trading": a. existe um fato lesivo voluntário doloso, imputável ao agente por omissão; b. existe a ocorrência de um dano, de caráter patrimonial, e c. há relação de causalidade entre o dano e o comportamento do agente. II.4.2 Conseqüências do "insider trading" no Código Civil Tendo em vista os dispositivos do Código Civil acima transcritos e comentados, resulta claro o direito que terá o prejudicado, numa operação de "insider trading", de: a. ou propor a anulação da operação (arts. 92 e 94), ou b. pleitear indenização por perdas e danos (art. 159). Nesse sentido temos a opinião de Pontes de Miranda, em "Tratado de Direito Privado", vol. IV: "O dolo, que faz inválido o ato jurídico, também dá ensejo à incidência da regra jurídica do art.159". E mais adiante, o mesmo autor, ao tratar de pretensões concorrentes, ensina: "O dolo pode suscitar a anulabilidade do ato jurídico, como ato ilícito. Ali, dolo invalidamente; aqui, dolo ato ilícito absoluto ... Os sistemas jurídicos não fazem qualquer dessas pretensões exclusivas das outras". De qualquer modo, quando o investidor optar por propor uma ação com fundamento num ou noutro artigo, 92 c/c 94 ou 159, deverá ele propô-la, obviamente, contra quem deu causa ao dano, o que na prática muitas vezes será difícil. Por conseguinte, acreditamos que, na maior parte das vezes, o investidor escolherá propor a ação com fundamento no art. 155 da Lei nº 6.404/76, não se utilizando da opção a ele concedida pela lei civil. Isto é, proporá ele a ação de perdas e danos contra o administrador e/ou aqueles a ele equiparados, art. 155 da Lei nº 6.404/76, ao invés de propor a anulação da operação, art. 92 e 94 do Código Civil, ação esta que teria que ser intentada somente contra a parte que o prejudicou na operação. Por outro lado, parece-nos que a aplicação do art. 92, combinado com o art. 94, desvirtuaria o sentido da regra consagrada no art. 155 da Lei nº 6.404/76 que, segundo expusemos, preferiu resolver a questão em termos de perdas e danos, evitando quebra da estabilidade do mercado de valores mobiliários (PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do "insider trading". Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, ju. 1978. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 20 Mar 2018.)

²⁵ MACIEL, Karina teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao *insider trading*. Disponível em: < <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=40a65e5a692bf1f5>> Acesso em: 17 Mar 2018.

individualização dos lesados. Portanto, é o próprio mercado de capitais (sua confiança e sua própria existência) o bem jurídico protegido pela repressão ao abuso da informação privilegiada. Afinal, diante da globalização, da massificação e do anonimato das relações econômicas desenvolvidas no mercado de capitais, a confiança na ética, na equidade e na livre concorrência atua como pressuposto de existência e manutenção da ordem jurídica deste mercado.”

Neste cenário, o legislador ordinário também editou a Lei 7.913/89, conferindo ao Ministério Público o manejo de ação civil pública, para a defesa dos direitos difusos dos investidores violados pelo uso da informação privilegiada.

Assim dispõe a referida Lei:

“Lei Nº 7.913, DE 7 DE DEZEMBRO DE 1989.

Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

(...)

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.

§ 1º As importâncias a que se refere este artigo ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo, até que o investidor, convocado mediante edital, habilite-se ao recebimento da parcela que lhe couber.

§ 2º Decairá do direito à habilitação o investidor que não o exercer no prazo de dois anos, contado da data da publicação do edital a que alude o parágrafo anterior, devendo a quantia correspondente ser recolhida ao Fundo a que se refere o art. 13 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985. (Redação dada pela Lei nº 9.008, de 1995)

Art. 3º À ação de que trata esta Lei aplica-se, no que couber, o disposto na Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985.”

Assim, ficou embuído o Ministério Público (Federal, entendemos, por a lei cuidar de proteger o mercado de capitais, e ser a CVM autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda), de ofício ou mediante representação da CVM, agir nos casos de danos decorrentes da compra e venda de valores mobiliários decorrentes do uso de informações privilegiadas (art. 1º, II).

A providência judicial tomará a forma de Ação Civil Pública, aplicando-se a Lei nº 7.347 de 24 de julho de 1985 (art. 3º), e podendo o investidor prejudicado habilitar-se para ressarcimento pelo *insider trading* (art. 2º e §§).

6. A RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA E PENAL POR INSIDER TRADING

A Lei 6.385/76, que dispõe sobre mercado de capitais e criou e rege a Comissão de Valores Mobiliários, dispõe que compete à esta autarquia federal, algumas condutas preventivas e repressivas acerca da fiscalização do mercado mobiliário, e dentre elas, compete à CVM apurar práticas não equânimes no mercado de capitais, aplicando as sanções administrativas previstas no art. 11 da mesma lei, sem prejuízo de responsabilidade penal, conforme a seguir:

“Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.”

Ressalte-se que tais práticas não equânimes podem ser as decorrentes do *inside trading* (concernentes ao uso de informações privilegiadas para obtenção de

vantagem no mercado mobiliário), ou outras, como por exemplo, v.g., da violação dos demais deveres do administrador – diligência, dever de informar, condutas de lealdade (previstas no *caput* do art. 155) e atendendo às finalidades da companhia, não atuando em conflito de interesses (arts. 154 a 157, LSA), o abuso de poder de controle (consoante as condutas descritas no Art. 117. § 1º da LSA), o exercício abusivo do direito de voto (art. 115) e deveres do Conselho Fiscal (arts. 165 e seguintes).

Por sua vez, a mesma Lei da CVM elencou em rol *numerus clausus* as sanções a que estarão incursos os administradores em caso de práticas não equânimes, a saber:

“Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

(...)

§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do **caput** deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.”

No âmbito regulamentar Executivo, a Instrução CVM n. 358/2002, ficou determinado que “*Configura infração grave, para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução*”.

E mais recentemente, outrossim, no ano de 2011, fora editada a Instrução CVM n. 491/2011, que dispôs:

“Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses:

I – descumprimento dos seguintes comandos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976:

(...)

d) art. 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º;”

Desta feita, o legislador concebeu grave a conduta de *insider trading*, responsabilizando os *insider* com as penas administrativas de “suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários” (inciso III); a “inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários” (inciso IV); “suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei” (inciso V); inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades tratadas pela lei (inciso VI); A “proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários (inciso VII); e a “proibição temporária, até o máximo de dez anos,

de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários” (inciso VIII).

É preciso, contudo, que a aplicação das sanções mencionadas, atenda a um juízo de *proporcionalidade*, prevenindo-se aplicar sanção demasiada severa, para o caso analisado.

Neste sentido é que decidiu o Presidente Marcelo Fernandez Trindade²⁶, no caso do Banco Fator:

“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 de mais 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.”

De lembrar-se, neste ponto, que algumas condutas foram descritas como informação relevante no âmbito regulamentar, para dar ensejo à responsabilização administrativa por *insider trading*, junto à CVM, conforme dispôs a Instrução CVM nº 358/2002:

“Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

²⁶Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 18/01, j. em 4/11/2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf>

- VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
- VIII - transformação ou dissolução da companhia;
- IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X - mudança de critérios contábeis;
- XI - renegociação de dívidas;
- XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
- XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico financeira da companhia.”

Já quanto à responsabilização penal, em meio à perniciosidade da prática e aumento de número de casos apurados administrativamente, passando a se tornar questão importante de ser reprimida, foi trazida pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001 à Lei de Mercado de Capitais e da CVM, tipificando o crime de uso 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.”

Contudo, o artigo que criminaliza especialmente o *insider trading* fora alterado pela Lei, passando a contar com a seguinte redação:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Anteriormente à previsão, pela Lei 10.303/2001, o *insider trading* era tratado na modalidade geral da fraude estelionato (art. 171 do Código Penal), como fraude para obtenção de vantagem, abarcando, conforme ensina Norma Jonssen Parente, uma enorme gama e variedade de situações.

Artigo de sua autoria²⁷, datado de 1978, tratou de como era enquadrado o *insider trading* como infração penal:

O "insider trading" não é objeto específico de nenhum crime capitulado no Código Penal, e sequer na Lei nº 1.521, de 26.12.51 (crimes contra a economia popular).

Em relação a crimes envolvendo negócios com ações, temos, no art. 174, do Código Penal, o induzimento à especulação e, no art. 177, § 1º, inciso II e VIII, a manipulação fraudulenta, praticada por diretores, gerentes, fiscais ou liquidantes de companhias. Na lei que dispõe sobre crimes contra a economia popular, nº 1.521/51, no seu art. 2º, inciso IX, é capitulada como crime a tentativa ou a obtenção de ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas, mediante especulação, não havendo referência especial à especulação com ações e, no inciso VI e VII do art. 3º, verifica-se, igualmente definido como crime, o ato de provocar altas e baixas de preços de valores por meio de notícias falsas (falsidade das cotações – manipulações), ou o ato de dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos para o fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas.

(...)

Em relação a "insider trading", nele não existe nem manipulação, nem especulação. De qualquer forma porém, no "insider trading" ocorre uma perda no patrimônio daquele que desconhecia a informação relevante. Há portanto, uma lesão de caráter patrimonial, cujo restabelecimento é matéria de direito civil, mas que, comprovado o dolo e a má-fé entrará no campo de direito penal. Mas, como tipificar o crime, tendo presente o princípio de que não há crime sem lei que antes o defina?

²⁷ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do "insider trading". Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, ju. 1978. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 20 Mar 2018.

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. Como estelionato, seria objeto de consideração o art. 171 do Código Penal, que dispõe ser crime o "ato de obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento".

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. d. que a prestação feita por esse ao sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano; e. que a manobra fraudulenta tenha influência sobre a determinação da vítima; e f. que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo.

Com a edição do art. 27-D, tornou-se *crime formal* utilização de informação ainda não divulgada ao mercado, com o fito de obter vantagem indevida, no mercado de valores mobiliários, em nome próprio ou de terceiro. Assim, aduz-se, a consumação do resultado se dá tão somente com a utilização da informação privilegiada para obter vantagem indevida através negociação, em nome próprio ou de terceiro, no mercado de capitais, independente da efetiva produção do resultado no mundo naturalístico, ou seja, da efetiva obtenção de vantagem indevida com a negociação.

Ainda, a Lei nº 13.506, de 2017 veio para ressaltar a importância do efetivo conhecimento das informações privilegiadas, por parte do autor do crime de *insider trading*. Desta forma, há que haver prova segura, segundo nexo de causalidade imediatamente antecedente, de que o *insider* primário ou secundário detinha tais informações privilegiadas para a negociação, *não bastando para a consumação da infração penal*, valer-se de presunção de culpa aplicada na esfera cível, de que usualmente é administrador, subordinado ou terceira pessoa que mantém acesso àquele tipo de informação.

O crime, ademais, é próprio, pois somente pode ser praticado pelo *insider* primário (administrador ou acionista controlador, acionista, membro de conselho fiscal), ou pelo *insider secundário* (terceiros que trabalhem para a companhia como auditores, contadores, advogados, pessoas interpostas, pessoas que mantenham

vínculo temporário com a companhia, etc.) e etc. plurisubsistente), pois pode ocorrer mediante uma ou mais condutas de negociações.

Vale mencionar, por derradeiro, que houve primeira condenação penal de crime de *insider trading* no famigerado caso de executivos da Sadia S/A²⁸, que sabendo de sua fusão com a Perdigão, valeram-se da informação antes do cumprimento do dever de informar, para a aquisição de ações na Bolsa de Nova York, cujo acórdão ficou assim ementado:

“PENAL E PROCESSUAL PENAL - CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS - USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - INSIDER TRADING - ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76 - JUSTIÇA FEDERAL - COMPETÊNCIA - AUTORIA, MATERIALIDADE E DOLO - COMPROVAÇÃO - OFENSA AO BEM JURÍDICO TUTELADO NO BRASIL - REPRIMENDAS QUE DEVEM SER MAJORADAS - PENA DE MULTA - FUNDO PENITENCIÁRIO NACIONAL - ARTIGO 72 DO CP - INAPLICABILIDADE - FIXAÇÃO DO DANO MORAL COLETIVO (ART. 387, VI, CPP) - APLICAÇÃO - APELAÇÃO MINISTERIAL PARCIALMENTE PROVIDA - APELAÇÃO DEFENSIVA DESPROVIDA . 1. - A Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito de uso indevido de informação privilegiada tendo em vista que artigo 109, VI, da CF, deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais, bem como extensivamente, em razão do interesse jurídico da União. Por conseguinte, muito embora o termo "mercado de capitais" não estivesse previsto nos dispositivos constitucionais (arts. 21, VIII, e 192), o interesse direto da União reside na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. 2.- Autoria delitiva comprovada ante o conjunto probatório carreado, apto à demonstração de infringência ao dever de lealdade consubstanciada na utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado acionário nas operações referentes à oferta pública de ações, em razão dos cargos ocupados pelos acusados. Materialidade indubitosa ante a prova documental coligida. 3.- Não há falar em ausência de dolo, pois os acusados eram ocupantes de funções de alta relevância na empresa, e por óbvio tinham ciência do dever de lealdade e de sigilo das informações em razão dos cargos que ocupavam, bem como não poderiam utilizar de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários no mercado de capitais, valendo-se de intermediários estrangeiros com o intuito de ocultar das autoridades brasileiras as operações negociadas no exterior. 4.- O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos

²⁸ TRF-3ª Região, Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP, rel. Des. Fed. Luiz Stefanini, julg. em 4.2.2013, pub. D.E. 15.2.2013. São Paulo: TRF-3ª Região, 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em: 23 Mar 2018

investidores de operar no mercado de capitais. 5.- Reprimendas que devem ser majoradas, diante da exasperação da pena-base. 6.- Nos termos do artigo 49 do CP, a multa deverá ser revertida ao fundo penitenciário, in casu, ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN), consoante artigo 2º, V, da Lei Complementar federal 79/94, uma vez que não há previsão expressa na Lei nº 6.385/76 especificando o destino da mencionada pena pecuniária. 7.- Alinho-me ao entendimento explanado por Paulo José da Costa Júnior (Comentários ao Código Penal, pág. 248), no sentido da inaplicabilidade da apontada norma legal (art. 72 do CP) ao crime continuado, pois nessa hipótese "não há concurso de crimes mas crime único e, desta forma, em paralelismo com a pena privativa de liberdade, a unificação deve atingir também a pena de multa". 8. - O artigo 387, IV, do CPP deve ser aplicado, in casu, sem haver cogitar-se em ferimento a quaisquer preceitos constitucionais ou legais, porquanto trata-se de norma de direito processual (e não material), aplicável, pois, de imediato, nos termos do previsto no artigo 2º do Código de Processo Penal. O dispositivo legal em comento possui caráter reparatório, pois visa a compensar os danos causados pelos acusados. Não se trata de nenhuma novidade, pois o artigo 91 do CP já disciplinava a reparação civil. Na verdade, o art. 387, IV, do CPP, com redação modificada pela Lei nº 11.719/08, surgiu tão-somente para assegurar maior eficácia ao que determinava o artigo 91 do CP. 9. - O dano moral coletivo está expressamente previsto tanto no Código de Defesa do Consumidor (L. 8.078/90, art. 6º, VI e VII) quanto na Lei de Ação Civil Pública (L. 7.347/85, art. 1º, IV). Ainda, compete ressaltar, a existência da Lei nº 7.913, de 07.12.1989 que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. 10. - Muito embora o interesse tutelado no caso vertente não se refira aos interesses dos consumidores, nada impede a utilização das disposições contidas no Código de Defesa do Consumidor, tendo em vista que quaisquer espécies de interesses coletivos serão abarcadas pela sobredita legislação. 11. - A par disso, tanto o Código de Defesa do Consumidor quanto a Lei de Ação Civil Pública constituem um microssistema jurídico que tutela interesses coletivos ou difusos. Dessa forma, torna-se plenamente cabível a reparação de danos morais coletivos na ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89. 12. - Segundo o autor Leonardo Roscoe Bessa (Dano moral coletivo, in Revista de Direito do Consumidor nº 59/2006), a disciplina do dano moral coletivo não está restrita apenas ao modelo teórico da responsabilidade civil privada de órbita individual. No entanto, prossegue o autor que "em face da exagerada simplicidade com que o tema foi tratado legalmente, a par da ausência de modelo teórico próprio e sedimentado para atender aos conflitos transindividuais, faz-se necessário construir soluções que vão se utilizar, a um só tempo, de algumas noções extraídas da responsabilidade civil, bem como de perspectiva própria do direito penal". 13. - Assim, no caso vertente, em que estão em discussão danos aos interesses do conjunto de investidores do mercado de valores mobiliários, a tutela efetiva do referido direito coletivo se sobressai no aspecto preventivo da lesão, em homenagem aos princípios da prevenção e precaução. Desse modo, o dano moral coletivo se aproxima do direito penal, sobretudo pelo seu aspecto preventivo, ou seja, de prevenir nova lesão a direitos transindividuais. 14. - O dano moral coletivo reveste-se também de caráter punitivo pela qual sempre esteve presente também nas relações privadas individuais, v.g., astreintes e cláusula penal compensatória. Assim, o caráter dúplice do dano moral individual consiste na indenização e na punição que também se aplicam ao dano moral coletivo. 15. - Enfim, o

dano moral coletivo constitui-se de uma função punitiva em decorrência de violação de direitos metaindividuais, sendo devidos, portanto, no caso em tela, prescindindo-se de uma afetação do estado anímico (dor psíquica) individual ou coletiva que possa ocorrer. 16. - In casu, além do insider ter praticado a conduta delitativa prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, ele violou, da mesma forma, as disposições contidas nos artigos 153 e 155 da Lei nº 6.404/76, bem como no art. 1º, I e II, da Lei nº 7.913/89. 17. - Com relação ao quantum a ser fixado a título de "valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração", um dos parâmetros a ser utilizado, será o montante que desestimule o infrator para a prática de conduta delitativa. Ademais, utilizarei os parâmetros previstos na Lei nº 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, tendo em vista que a referida lei estabeleceu a previsão de multas administrativas no artigo 11, bem como especificou a tutela do bem jurídico protegido pela norma penal. 18. - Há de se ressaltar que o quantum fixado para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento de eventual ação de natureza coletiva no juízo cível. 19. - A despeito das previsões contidas nos artigos 13 da Lei nº 7.347/85 e art. 2º, § 2º, da Lei nº 7.913/89, os valores serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de insider trading. 20. - Preliminar rejeitada. Improvimento do recurso defensivo. Parcial provimento da apelação ministerial.

7. A “CHINESE WALL”

A “chinese wall” , expressão a língua inglesa que denomina a chamada muralha chinesa é uma técnica (ou como prefere a doutrina, um mecanismo), para tentar prevenir ou ao menos mitigar o risco da incidência do *insider trading*.

A técnica ou mecanismo, cuida de efetuar numa companhia a *segregação de atividades* – daí porque o nome, fazendo alusão à robusta e forte barreira Muralha da China, estruturando as atividades de modo de um setor não tenha acesso aos demais, e as informações não se disseminem entre eles, e gerando maior risco de conduta desleal de administrador, controlador, acionista ou outras pessoas, que possam vir a negociar com esta informação relevante na cotação dos valores mobiliários para obter vantagem no mercado de capitais , em violação do dever de sigilo e lealdade, fazendo segregar, assim, as informações privilegiadas.

Conforme ensina Luis Gastão Paes de Barros Leães,

“A chamada “muralha chinesa”, no mercado mobiliário, nada mais significa do que um conjunto de regras internas que determinadas instituições

financeiras instituem, visando promover a segregação de informações confidenciais a que tem acesso os diversos segmentos da organização societária, ou do grupo de sociedades a que se filia, e que exercem funções e atividades distintas, muitas vezes movidas por interesses conflitantes”²⁹

O professor Leães³⁰ nos traz interessante lineamento histórico da técnica do Chinese Wall.

Conforme ensina, a Securities and Exchange Commission (SEC), espécie de CVM americana, defendeu a adoção da Chinese Wall como forma de barrar o trânsito de informações privilegiadas num conglomerado de instituição financeira pois, ao passo de que a informação confidencial não pode ser utilizada para obtenção de vantagem indevida no mercado de capitais, existe concepção que os agentes e intermediários financeiros devem manter fidelidade a seus cliente, fazendo divulgar entre os diversos setores da companhia, uma lista onde constavam nomes de companhias cujos estariam vedados de negociação.

A SEC então editou a Regra 14e-3 do Exchange Act, em 1980, aprovando a utilização da muralha chinesa, proibindo neste ato a utilização de informação privilegiada em ofertas públicas para aquisição de controle (tender offer), prevendo em seu parágrafo (b) a possibilidade da instituição se eximir de qualquer responsabilidade, se demonstrados que: 1) os investidos desconheciam a confidencialidade das informações; 2) Haviam, no contexto e dentro das circunstâncias normas dentro da instituição destinadas à segregação das informações.

Com a edição da Insider Trading Sanctions Act, no ano de 1984, que adotando e consolidando a Chinese Wall, enunciou que uma instituição de serviços múltiplos, como são as instituições financeiras, um setor não pode ser responsabilizado pelas informações confidenciais detidas por outro setor.

Já em 1987, conforme ensina o professor Leães, a NASD (National Association os Securities Dealers), recomendou a exigência perante as instituições financeiras com serviços múltiplos que mantivesse procedimentos internos de segregassem e controlassem o fluxo de informações privilegiadas entre os setor.

²⁹ LEÃES, Luis 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, Vol. 47/2010. Jan-Mar 2010. p.2

³⁰ Ibidem.

Em 1990, revendo procedimentos das chamadas broker dealers, corretoras de valores mobiliários que negocia por conta própria ou de seus clientes, determinou que começassem a adotar aperfeiçoamentos em suas muralhas chinesas, não através de controle da SEC, mas por programas auto-reguladores das próprias instituições, e a partir de então, instituições financeiras que hoje atuam nos Estados Unidos e Inglaterra, adotam procedimentos e mecanismos de segregação de informações relevantes ainda não divulgadas ao público, com o objetivo de boa atuação no mercado, e como forma de responsabilidade pela prática de *insider trading* com estas informações privilegiadas.

Por fim, em agosto de 2000, a SEC elaborou novas regras para aperfeiçoamento da divulgação das informações privilegiadas e com vistas a reprimir o *insider trading*, através do Release 33-7881/2000, 34-43154, IC-24599, File S7-31-99 RIN 3235-AH82, nomeado de “Selective Disclosure and Insider Trading”.

Em nosso país, a CVM consolida o mecanismo da muralha chinesa, conforme se verifica dos parágrafos 5º a 7º do art. 7º da Instrução CVM 306, de 05 de maio de 1999:

“Art. 7º A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa jurídica domiciliada no País que:

I - tenha como objeto social o exercício da administração de carteira de valores mobiliários e esteja regularmente constituída e registrada no CNPJ;

II – atribua a responsabilidade pela administração de carteira de valores mobiliários a um diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente autorizado a exercer a atividade pela CVM; e • Inciso II com redação dada pela Instrução CVM no 364, de 7 de maio de 2002.

III - constitua e mantenha departamento técnico especializado em análise de valores mobiliários.

(...)

§5o O diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente diretamente responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, na instituição ou fora dela. • §5o com redação dada pela Instrução CVM no 364, de 7 de maio de 2002.

§6o O diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente diretamente responsável pela administração de carteira de valores mobiliários de terceiros só pode ser responsável pela mesma atividade em empresas ligadas, conforme definidas em lei. • §6o com redação dada pela Instrução CVM no 364, de 7 de maio de 2002.

§7o A CVM pode examinar a indicação de mais de um diretor responsável, caso a pessoa jurídica administre carteiras de valores mobiliários de natureza diversa, e desde que sua estrutura administrativa contemple a existência de uma rígida divisão de atividades entre as mesmas, que devem ser exercidas de forma independente e exclusiva, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento.”

(grifo nosso)

Verifica-se assim, pela norma regulatória, que o diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente, não pode ser responsável por outras atividades no mercado de capitais, somente pela mesma atividade em empresas coligadas.

Ademais, a CVM irá analisar caso haja a indicação de mais de um diretor responsável para pessoas jurídicas que administrem mais de uma carteira de valores mobiliários, caso a pessoa jurídica contemple estrutura nos moldes da “*Chinese Wall*”, contando com uma rígida divisão de atividades entre as mesmas carteiras, exercidas de forma independente e exclusiva.

A Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.451 de 27 de novembro de 1991, também estabelece a obrigação da segregação das atividades de recursos de terceiros – carteiras de valores mobiliários em âmbito bancário, das demais atividades da instituição:

“O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31.12.64, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 27.11.97, tendo em vista o disposto no art. 4º, inciso VIII, da referida Lei, nos arts. 9º e 10 da Lei nº 4.728, de 14.07.65, e nos arts. 3º e 4º da Lei nº 6.385, de 07.12.76, RESOLVEU:

Art. 1º Estabelecer a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição.

Parágrafo único. A segregação de atividades referida neste artigo pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

Outrossim, editou o CMN a Resolução 2486 de 30 de abril de 1998, que determinou a designação de diretor ou sócio-gerente para responder pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros no caso de contratação de empresa na prestação de serviços de administração de recursos de terceiros:

“Art. 1º Estabelecer o seguinte, relativamente aos casos de segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição, nos termos da Resolução nº 2.451, de 27.11.97:

I - se promovida mediante a contratação de empresa não ligada especializada na prestação de serviços de administração de recursos de terceiros, não há necessidade de designação de diretor ou sócio-gerente da instituição para responder exclusivamente pela gestão e supervisão dos mencionados recursos, podendo referida designação recair sobre diretor ou sócio-gerente que possua vínculo com outras atividades que não as de administração dos recursos da própria instituição;

II - se promovida mediante a contratação de instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ligada, a designação de diretor ou sócio-gerente para responder pela gestão e supervisão de recursos de terceiros é necessária apenas em relação à instituição contratada, devendo referida designação recair sobre diretor ou sócio-gerente que não possua qualquer vínculo com as atividades da instituição contratante”.

Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, consideram-se ligadas instituições e empresas quando: I - uma participe com 10% (dez por cento) ou mais do capital da outra, direta ou indiretamente;

II - administradores ou respectivos cônjuges e parentes até o segundo grau de uma participem, em conjunto ou isoladamente, com 10% (dez por cento) ou mais do capital da outra, direta ou indiretamente;

III - acionistas com 10% (dez por cento) ou mais do capital de uma participem com 10% (dez por cento) ou mais do capital da outra, direta ou indiretamente;

IV - que possuem administrador comum.

Em verdade, a prática do Chinese Wall determina sejam segregadas as informações relevantes entre os setores de uma instituição múltipla, vedando que uma tenha acesso ao fluxo de informações da outra.

A depender então da sensibilidade da informação, e como ela influirá de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, ela pode ser proibida de negociação.

Conforme ficou dito no Processo Administrativo Sancionador n. 18/2001, citado por Francisco Müssnich e disponível nos arquivos da CVM³¹

“Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o chinese wall adequado equivalerá à proibição de negociar

(...)

³¹ Processo Administrativo Sancionador CVM RH

Em alguns outros 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. Esta pessoa – que neste caso seria o senhor Walter Appel – não pode mais operar aquele papel, embora, na mesa, ninguém sabia 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.”.

Contudo, no entendimento do professor com base na concepção norte-americana sobre o *Chinese Wall*,

“A restrição ao fluxo de informações dentro da empresa, imposta pela chamada “muralha chinesa”, não determina, portanto, necessariamente, a proibição da atuação com determinados papéis, como sugere a decisão comentada, mas se traduz num processo de sinalização, sujeitando as operações a um profundo escrutínio (*close scrutiny*) que poderá redundar, é verdade, em proibição das transações – “a menos que estas se justifiquem à luz de todas as informações detidas pela instituição”

Devemos atentar, então, para a questão já tratada sobre a prova. O processo administrativo sancionador deve demonstrar, de forma clara, o acesso às informações relevante à cotação de valores mobiliários, para que houvesse a negociação no mercado de capitais objetivando auferir vantagem indevida, em benefício próprio ou de terceiro.

Assim, havendo prova inequívoca da implantação de segregação suficiente dos setores, bloqueando ou restringindo o acesso ao fluxo de informações privilegiadas entre eles, é possível demonstrar que não houve nexos causal da negociação com posse de informação privilegiada, e assim, não há resultado ilícito, quiçá culpa.

CONCLUSÃO

Podemos concluir que o ato de utilização interna de informações privilegiadas, assim entendidas como as que deveriam ser guardadas em sigilo, de administrador de sociedade anônima (ou pessoa interposta ou terceiro), com o intuito de obter lucro/vantagem indevida na compra e venda de valores mobiliários da companhia, para si ou para outrem, é prática desleal, não equânime e perniciosa, pondo em risco direitos dos investidores, acionistas, e colocando em cheque a confiança do mercado e a reputação da companhia, sendo tida como quebra do dever de lealdade (*standard of loyalty*), e implica em responsabilização administrativa e criminal.

A informação é relevante a partir de um juízo se, sabendo-se de ato do conselho de administração, de diretoria, aprovação de alguma operação societária, ou um fato externo alheio à vontade da empresa, possa influir notadamente na compra e venda ou manutenção de valores mobiliários da mesma, por investidores, na cotação dos valores da companhia, ou exercício de direitos destes valores mobiliários, e deve ser mantida em sigilo, até o cumprimento do dever de informação.

São enquadrados na prática, tanto administradores, acionista controlador, subordinados e pessoas ligadas por vínculo institucional à companhia (*insiders primários*), quanto terceiros que trabalharam para a companhia, ainda que de maneira temporária (*insider secundário*).

A responsabilidade civil depende de dano ao investidor prejudicado, e nexos causal com a posse da informação privilegiada, havendo que estar presente o elemento subjetivo, podendo aplicar-se, por vezes, presunção de culpa. Já a responsabilidade penal depende de que se tenha conhecimento da informação privilegiada, com o intuito de obter vantagem indevida, restando ressaltado o dolo específico para o crime. E por fim, a responsabilidade administrativa é apurada pela CVM, considerado o *insider trading* como prática grave, a aplica-se as sanções dos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Por fim, é utilizado o mecanismo da “*Chinese Wall*”, ou “muralha chinesa”, como maneira de estruturar a segregação das informações em setores estanques de instituições múltiplas ou financeiras, impedindo transitem informações entre um setor e outro, como prática de bom mercado, e de maneira a prevenir a responsabilidade por eventual prática de *insider trading*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Lei Nº 6.404, de 15 De Dezembro de 1976. Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, 17 dez 1976.

_____. Lei nº 6.385, de 17 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 fev. 2005

_____. Lei Nº 7.913, de 7 de Dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 Dez 1989

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM Nº 31, de 8 de fevereiro de 1984.

_____. Comissão de Valores Mobiliários Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

_____. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. 4ª Turma, Recurso Especial nº 35230/SP, Rel Min. Salvo Figueiredo Teixeira, dj. 10-04-1995. Pub. Em 20-11-1995 DJU

_____. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181, rel. Desembargador Luiz Stefanini, julgado em 4-2-2013, São Paulo, TRF 3ª Região, 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/diario/Consulta/VisualizarDocumentosProcesso?numerosProcesso=200961810051234&data=2013-02-14>> Acesso em 23 Mar 2018.

CARVALHOSA, Modesto. Comentário à Lei das Sociedades Anônimas – vol. 3. 4ª ed. rev e at. São Paulo: Saraiva, 2009

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa – v.2. 6ª edição Paulo: Revista dos Tribunais- 2017.

_____. Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa – v.2. 13ª Edição. São Paulo: Saraiva- 2009.

_____. Manual de Direito Comercial – Direito de Empresa. 25ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil – vol. 7 responsabilidade civil. 26ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 77

EIZRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia Henrique; MARCUS DE FREITAS. Mercado de Capitais – regime jurídico – Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

LEÃES, Luis 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, Vol. 47/2010. Jan-Mar 2010.

MACIEL, Karina teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao *insider trading*. Disponível em: <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=40a65e5a692bf1f5>> Acesso em: 17 Mar 2018.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no Direito Brasileiro. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 25.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do "insider trading". Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, ju. 1978. Disponível em:<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em: 20 Mar 2018.

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

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º vol. – 31ª ed. rev. e atual. Por Rubens Edmundo Requião – São Paulo: Saraiva, 2014.