

ALEX S. HATANAKA

**DISCIPLINA JURÍDICA DO *INSIDER TRADING*:
O CRITÉRIO DA RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Orientador: Professor Associado Dr. Eduardo Secchi Munhoz

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO - SP

JANEIRO DE 2018

ALEX S. HATANAKA

**DISCIPLINA JURÍDICA DO *INSIDER TRADING*:
O CRITÉRIO DA RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção de título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Dr. EDUARDO SECCHI MUNHOZ.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo/SP

Janeiro de 2018

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Hatanaka, Alex S.

Disciplina Jurídica do Insider Trading: O Critério da Relevância da Informação / Alex S. Hatanaka ; orientador Eduardo Secchi Munhoz -- São Paulo, 2018. 223 p.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Mercado de Capitais. 2. Insider Trading. 3. Informação Privilegiada. 4. Critério da Relevância. 5. Teoria do Mosaico. I. Munhoz, Eduardo Secchi, orient. II. Título.

Candidato: ALEX S. HATANAKA

Título: Disciplina jurídica do *insider trading*: o critério da relevância da informação

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo, como exigência parcial
para a obtenção de título de Mestre em Direito

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Para Karin, Arthur e Elisa

AGRADECIMENTOS

Antes de mais nada, agradeço à minha família. A minha esposa e companheira, Karin, pelo carinho, convívio, amor e, sobretudo, a compreensão com as longas horas de dedicação a este estudo. A meus filhos, Arthur e Elisa, por trazerem alegria e inspiração diária. A meus pais, Lilia e Riosuque, e meus irmãos, Alan e Analy, por sempre poder contar com o carinho e suporte e por sempre apoiarem os meus estudos.

Em particular, gostaria de expressar a minha imensa gratidão ao Professor Eduardo Secchi Munhoz, pelo incentivo para o meu retorno às cadeiras acadêmicas, pela firme orientação ao longo desta pesquisa e, por fim, e não menos importante, por propiciar a minha primeira oportunidade na área jurídica, na forma de um estágio no então chamado Lilla, Huck, Malheiros, Otranto, Ribeiro, Camargo e Messina Advogados, que, de modo definitivo, alterou o rumo da minha carreira.

Registro, ainda, meu agradecimento aos Professores Francisco Satiro de Souza Jr. e Evandro Fernandes de Pontes, pelas excelentes críticas e sugestões pertinentes feitas no exame de qualificação. Aos professores Eduardo Secchi Munhoz, José Alexandre Tavares Guerreiro, Francisco Satiro de Souza Jr., Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, Mauro Rodrigues Penteadó, Rachel Sztajn, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Marcos Paulo de Almeida Salles, Carlos Alberto Carmona e Giovanni Bonato, o meu obrigado pela condução das marcantes matérias que pude cursar e que, em muito, contribuíram para meu desenvolvimento acadêmico e profissional.

A todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para a conclusão deste trabalho, gostaria de registrar o meu agradecimento. Agradecimentos, em particular, a Daniela M. L. Sanchez Andrei, Francisco P. de Crescenzo Marino, Flavio Okamoto, Cristiano de Sousa Zanetti, John William Anderson Jr., Guilherme Favaro Ribas, Rogerio Taffarello, Marcela Venturini Diorio, Dora Cavalcanti, Estela Paro Ali Matos, Letícia Rocha Gouveia, Sarah R. F. Rotta, Rhaiza G. Peres Ceolim, Paula de Souza Gonçalves e Carlos A. J. de Andrade Garcia, por comentários, ajuda com materiais e pesquisa ou, simplesmente, incentivo, todos importantes para o resultado final. Ao professor Renato Vilela, registro meu agradecimento por ter generosamente dividido a pesquisa que alicerçou a preparação de seu

livro *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

Sou imensamente grato à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, a velha e sempre nova Academia do Largo de São Francisco, que ajudou a moldar quem sou, e também à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, que me assegurou conhecimentos que extrapolam o âmbito jurídico.

Um caloroso agradecimento, também, a meus sócios e colegas do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados, que me permitiram balancear a vida profissional com a acadêmica. Um agradecimento também aos colegas de trabalho do Bank of America Merrill Lynch, Goldman Sachs e Machado, Meyer, Sendacz e Opice, que me ajudaram a chegar até aqui.

Por fim, cabe destacar que as opiniões expressadas neste trabalho, assim como suas imperfeições, são de responsabilidade exclusiva do autor e não devem ser interpretadas como a opinião de qualquer instituição a que o autor esteve ou esteja vinculado, tampouco das pessoas aqui antes referidas.

HATANAKA, Alex S. *Disciplina jurídica do insider trading: o critério da relevância da informação*. 2018. 223 págs. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

RESUMO

O presente estudo se volta a examinar criticamente a disciplina jurídica da vedação ao uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), com particular ênfase ao exame do critério de relevância da informação. A matéria encontra-se em voga, como se percebe da atuação intensa da CVM em casos relacionados a essa conduta e pelas recentes mudanças drásticas legislativas em matéria de processos administrativos sancionadores e no tipo penal do uso indevido de informação privilegiada. Para esse propósito, a evolução do mercado de capitais brasileiro e as correspondentes alterações legislativas serão brevemente visitadas, para, na sequência, serem abordados os diversos fundamentos que justificam e impõem que a legislação das sociedades anônimas e do mercado de capitais prevejam a ilicitude do *insider trading* e imponha penalidades àqueles que violem as disposições legais em questão. Essa análise sugere que a legislação evoluiu do seu objetivo original de proteger a companhia aberta de eventual violação dos deveres de lealdade e sigilo dos administradores para encampar o princípio do acesso paritário às informações relevantes, hoje dominante na maioria dos países à exceção dos EUA. Após propor uma definição de uso indevido de informação privilegiada e identificar os requisitos para a sua configuração, o critério da relevância da informação será analisado em seus múltiplos aspectos e desdobramentos. Em particular, será abordada a licitude, de acordo com o ordenamento brasileiro, do uso da chamada teoria do mosaico, segundo a qual um investidor capacitado pode conjugar informações não relevantes e não divulgadas, dados públicos e informações por ele desenvolvidas, formando um mosaico do qual é potencialmente possível extrair conclusões relevantes. Essas atividades de análise são parte crucial do papel desempenhado por investidores profissionais, gestores e analistas de valores mobiliários, que, a seu turno, são essenciais para a disseminação de informação analítica de alta qualidade para o mercado e para a promoção da liquidez e a formação precisa de preço.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; *Insider Trading*; Informação Privilegiada; Critério de Relevância; e Teoria do Mosaico.

HATANAKA, Alex S. *Legal regime of insider trading: materiality threshold of the information*. 2018. 223 pages Master of Laws Dissertation, Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2018.

ABSTRACT

This study is devoted to critically review the legal regime applicable to the prohibition to insider trading, with particular focus on the materiality threshold of the information. The subject matter is currently in the spotlight, as one can conclude from the intense efforts by the CVM staff in connection with this offense and also the recent drastic legislative changes to the administrative enforcement system and to the criminal offense definition. With that purpose in mind, we will briefly touch upon the history of the Brazilian capital markets and the corresponding legislative landscape and, thereafter, will analyze the principles and objectives that and make it necessary for the Brazilian Corporation and Securities Law to render insider trading illegal and impose penalties on those that breach such legal provision. The analysis suggests that the original legislative purpose of protecting the corporations against potential breach of fiduciary duties has evolved to protect the parity of access to material information, which is the prevailing principle in most of the countries other than the U.S.. After proposing a definition for insider trading and identifying the requirements for a case to be presented in court, we will analyze the materiality threshold of the information and its multiple angles and consequences. In particular, we will review the lawfulness under Brazilian laws and regulations of the use of the so-called mosaic theory, whereby a skillful investor can piece together non-relevant, non-public information, public data and information developed by the investor, forming a mosaic that enables the investor to potentially draw material conclusions. Such analysis activities are a crucial part of the role played by professional investors, managers and research analysts, who, in turn, are an essential part of the securities market and are key for the dissemination of high quality analysis information to the market and promotion of liquidity and accurate price formation of the securities.

Keywords: Capital Markets; Insider Trading; Inside Information; Materiality Threshold; and Mosaic Theory.

INTRODUÇÃO.....	1
1. MERCADO DE CAPITAIS E A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA.....	12
1.1. Período anterior à Lei da Reforma Bancária	12
1.2. A Lei da Reforma Bancária e leis correlatas	12
1.3. A Lei do Mercado de Capitais, o milagre brasileiro e o encilhamento de 1971	13
1.4. Lei das S/A e Lei do Mercado de Valores Mobiliários	18
1.5. A Constituição da República de 1988	26
1.6. Reforma de 1997 à Lei das S/A e à Lei n.º 6.385/76	28
1.7. Reforma de 2001 à Lei das S/A e à Lei n.º 6.385/76	30
1.8. A Lei n.º 13.506, de 13.11.2017	34
1.9. O mercado de capitais atual e a segurança jurídica	35
2. FUNDAMENTOS DA VEDAÇÃO AO INSIDER TRADING	39
2.1. As teorias do <i>insider trading</i>	39
2.2. Os deveres fiduciários dos administradores	40
2.2.1. O dever de lealdade na Lei das S/A.....	40
2.2.2. Fiduciary duties nos EUA e as decisões em Chiarella e Dirks	43
2.2.3. A teoria do misappropriation e os casos Carpenter e O'Hagan	45
2.3. O imperativo ético	47
2.4. A igualdade entre investidores	49
2.5. O princípio do <i>full disclosure</i>	54
2.6. A questão da confiança pelos investidores	56
2.7. O princípio da boa-fé nas negociações e o dever de informar.....	60
2.8. A eficiência dos mercados de valores mobiliários	65
2.8.1. Hipótese do Mercado Eficiente e as ideias de Henry Manne	65
2.8.2. Críticas à tese de Henry Manne sob a ótica de Direito e Economia.....	68
2.8.3. Crítica das Finanças Comportamentais	70
2.8.4. Busca pelo mercado eficiente no Brasil	71
2.9. O argumento de perdas e danos das contrapartes	73
2.10. Aspectos Transfronteiriços.....	80
2.11. Fundamentos da vedação no Brasil	86
3. USO INDEVIDO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	89
3.1. Responsabilização perante a CVM e a justiça criminal	89
3.2. Requisitos para a configuração do ilícito na responsabilização administrativa	92
3.2.1. Legislação e normas regulamentares	92
3.2.2. Requisitos e definição.....	95
3.2.3. Insider primário e secundário	98
3.2.4. Conhecimento da informação privilegiada.....	106
3.2.5. Uso da informação em negociação com valores mobiliários	107
3.2.6. Elemento Subjetivo	113
3.2.7. Informação privilegiada.....	115
3.3. Questões probatórias na responsabilização administrativa	115
3.3.1. Prova indiciária.....	116
3.3.2. Presunção relativa da Instrução CVM n.º 358/2002.....	118
3.4. Breves comentários sobre o tipo penal.....	122
3.4.1. Bem jurídico protegido.....	122
3.4.2. Sujeitos ativo e passivo dos tipos	123
3.4.3. Tipo objetivo do caput: adequação típica do uso indevido de informação privilegiada.....	125
3.4.4. Tipo objetivo do §1.º: adequação típica do repasse de informação privilegiada.....	127

3.4.5.	Tipo subjetivo: adequação típica	128
4.	INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E O CRITÉRIO DA RELEVÂNCIA	130
4.1.	Conceito e conteúdo da informação privilegiada	130
4.2.	Informação sigilosa	135
4.3.	O critério da relevância da informação.....	140
4.3.1.	Contexto legal e regulamentar	140
4.3.2.	Lista normativa exemplificativa	144
4.3.3.	Influência ponderável	147
4.3.4.	Poder de influir sobre a cotação e sobre a decisão dos investidores.....	148
4.3.5.	O investidor médio	150
4.3.6.	Alteração da cotação após a divulgação	159
4.3.7.	Relevância dentro do contexto.....	161
4.3.8.	Distinção entre informação relevante e fato relevante.....	162
4.3.9.	Informação precisa	164
4.3.10.	Informação sobre negócio em andamento	165
4.3.11.	Absorção pelo mercado e perda de relevância.....	166
4.3.12.	Divulgação parcial.....	168
4.3.13.	Decisão de não negociar	169
4.3.14.	Regras específicas adicionais para ofertas públicas de distribuição e de aquisição.....	170
4.3.15.	Demonstrações financeiras	174
4.4.	A teoria do mosaico.....	178
4.4.1.	A origem da teoria do mosaico nos EUA	178
4.4.2.	Análise da sua aplicação no sistema regulatório brasileiro	189
	CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS	199
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	203
	ANEXO I - LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES	220
	ANEXO II - QUADRO SINÓTICO	223

INTRODUÇÃO

“Price is what you pay, value is what you get” (Warren Buffett).

“I contend that financial markets never reflect the underlying reality accurately; they always distort it in some way or another and the distortions find expression in market prices” (George Soros).

“You have to talk to company management, look into their eyes, and determine whether they are reliable” (Mark Mobius)

“Investing without research is like playing stud poker and never looking at the cards” (Peter Lynch).

Cada uma das citações acima, todas de ícones do mercado financeiro, revela um núcleo comum à mente dos investidores de sucesso. No plano concreto, não há mercado de valores mobiliários totalmente eficiente ou informação puramente completa e, justamente por isso, o valor real de um ativo nem sempre está refletido no preço de mercado. Os agentes que operam também estão longe de ser o homem econômico infalível. Navegando com habilidade por essas águas, com o objetivo de identificar esses desalinhamentos, é que os investidores de sucesso conseguem auferir ganhos.

E é importante que se diga, desde o limiar da análise, que há maneiras absolutamente lícitas de se obter informações para identificar os ativos cujos valores intrínsecos não estão refletidos em seus preços de mercado.

O investidor pode estudar a fundo uma dada companhia, seus dados financeiros, o mercado em que se insere, seus competidores, clientes e fornecedores, dedicar-se com afinco a obter informações sobre os mais diversos aspectos de seus negócios, discutir com especialistas no setor de atuação de tal empresa, contratar relatórios emitidos por analistas de valores mobiliários que cubram a empresa emissora, empregar profissionais altamente capacitados em avaliação de investimentos e, mediante o uso de todo esse ferramental, em seu conjunto, tomar uma decisão informada e racional de investimento.

Nesse cenário, o investidor está buscando tomar uma decisão com base em um conjunto informacional superior ao restante do mercado, criando uma assimetria

informacional, para poder fazer um investimento potencialmente mais promissor. É o que de melhor fazem Warren Buffett, George Soros, Peter Lynch¹ e tantos outros investidores renomados.

Com o objetivo de identificar essas oportunidades, os investidores recorrem a diversos recursos informacionais ou serviços especializados e, em muitos casos, regulados. Podem, por exemplo, se valer de relatórios preparados por analistas de valores mobiliários (os chamados *research analysts*)², de avaliação de agências de classificação de risco (*rating*) ou de diversas outras fontes de informação de negócios, como *Bloomberg*, *Reuters*, jornais, revistas e outros serviços de inteligência. Podem, outrossim, utilizar os serviços de consultores de valores mobiliários³ para auxiliá-los no processo decisório. Em certos casos, podem até mesmo fazer um processo de seleção criteriosa voltado a contratar um gestor⁴ para gerir sua carteira de recursos – ou parte dela – de modo discricionário e especializado. Além disso, podem preparar estudos comparativos com competidores, análises de cenários macroeconômicos ou políticos, visitar presencialmente a companhia e concorrentes, pesquisar a opinião de consumidores, fornecedores e especialistas no setor em questão e conduzir a sua própria investigação. Enfim, tudo isso para conseguir um diferencial informacional e para auxiliá-los a pinçar as boas oportunidades do mercado⁵.

¹ Peter Lynch é um investidor norte-americano famoso por seu papel de gestor do Fidelity Magellan Fund (Fidelity Investments), entre 1977 a 1990, período em que o patrimônio líquido do fundo aumentou de U.S.\$18 milhões para U.S.\$14 bilhões.

² Segundo a Instrução CVM n.º 483, de 06.07.2010, conforme alterada, analista de valores mobiliários é a “*pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes*” (art. 1.º). Os relatórios de análise são “*textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento*” (art. 1.º, §1.º), sendo que são equiparadas a relatórios “*exposições públicas, apresentações, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não-escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise*” (art. 1.º, §2.º).

³ Nos termos do art. 1.º da Instrução CVM n.º 592, de 17.11.2017, “[*c*]onsidera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente”.

⁴ A gestão de recursos é categoria de registro de administrador de carteira de valores mobiliários que pode ser requerida à CVM de acordo com o inciso II do §1.º do art. 1.º da Instrução CVM n.º 558, de 26.03.2015, conforme alterada. A administração de carteira, que é mais abrangente, é assim definida no art. 1.º de tal norma regulamentar: “[*a*] administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor”.

⁵ O uso dessa caixa de ferramentas é não só comum, como recomendado, para investidores institucionais como fundos de pensão, seguradoras, *asset managers*, gestores de fortunas e muitos dos investidores não

Em um exemplo oposto, mas singelo, um investidor de má índole poderia, simplesmente, cooptar um membro do conselho de administração de uma companhia aberta, para lhe fornecer informações a respeito dos negócios antes da sua divulgação ao mercado. Pior ainda, remunerá-lo para confidenciar fatos sensíveis. Com isso, tal investidor deterá, evidentemente, informações que revelam que a cotação de mercado de valores mobiliários de tal companhia se descolou de seu valor real. Essa ação é claramente ilícita e merece censura⁶.

A legislação e regulamentação preconizam que as informações que preenchem o critério de relevância devem ser de conhecimento de todos aqueles que estão negociando no mercado de valores mobiliários, ou seja, há uma planificação obrigatória, sem a possibilidade de divulgação seletiva. Trata-se do chamado *market egalitarianism*. Abaixo da linha da relevância encontra-se o espectro de atuação em que os investidores, analistas, gestores e outros profissionais de mercado podem legitimamente se diferenciar, estudando a fundo a situação da companhia e embasando sua análise de riscos e, portanto, decisões de investimento.

Assim, traçar essa linha entre o que é relevante e o que não é se mostra um esforço de inegável utilidade, pois demarca a fronteira entre duas situações bastante distintas.

Na primeira hipótese, em que está configurada a relevância, o detentor da informação (usualmente, os administradores) tem a obrigação de publicizar a informação relevante por meio de anúncio de fato relevante ou, se houver uma razão legítima, poderá mantê-la em sigilo, mas, no último caso, se abstendo de negociar com valores mobiliários. Ou seja, *disclose or abstain from trading*, para usar a feliz expressão cunhada no caso *Cady, Roberts* que será abordado.

Já na segunda hipótese, não há a necessidade de publicar as informações, por não atingirem o patamar da relevância, nem deve haver restrições à negociação em valores

residentes que aplicam recursos no mercado de valores mobiliários em benefício de terceiros, perante os quais terminam por ter deveres fiduciários, devendo, assim, empregarem todas as suas habilidades e diligência para assegurar o melhor retorno possível.

⁶ E é muito similar, por exemplo, ao que fez Raj Rajaratnam, fundador do fundo Galleon International, ao obter informações privilegiadas de uma ampla rede de contatos de *insiders*. Por todos, veja-se o caso das informações fornecidas por Rajat K. Gupta, conforme comunicado do U.S. Attorney for the Southern District, disponível em: <<https://www.justice.gov/archive/usao/nys/pressreleases/June12/guptarajatverdict.html>> (acessado em 08.01.2018).

mobiliários pelos *insiders* e, tampouco, é necessário *a priori* impedir que a administração da companhia discuta algumas dessas informações com investidores e profissionais de mercado no interesse da companhia.

Na segunda situação, ainda, as informações não relevantes que forem divididas com investidores e outros agentes podem ser por eles utilizadas, em conjunto com as informações públicas ou informações por eles desenvolvidas, podendo chegar a conclusões potencialmente relevantes, por meio da organização do quebra-cabeça de informações que se forma em seu estudo. Essa análise do conjunto de informações recebe proteção nos EUA sob a égide da *teoria do mosaico*, que, a todo sentir, deve receber proteção entre nós também, como se verá.

Ainda do lado dos investidores, a melhor definição dessa linha se tornou particularmente importante, em virtude do movimento legislativo de aproximar o modelo brasileiro de repressão ao *insider trading* ao sistema europeu, abraçando de modo mais claro uma abordagem lastreada na igualdade do acesso a informações relevantes, do que é sintomática a recente alteração implementada pela Lei n.º 13.506/2017 ao tipo penal do art. 27-D da Lei n.º 6.385, de 07.12.1976, ou Lei do Mercado de Valores Mobiliários.

O modelo norte-americano, fonte de inspiração para a legislação e regulamentação do mercado de capitais brasileiro, vem sofrendo críticas contundentes pela inconsistência da evolução jurisprudencial e regulamentação do *insider trading*, que resultou em um foco excessivo na necessidade da violação de dever fiduciário para a caracterização do ilícito.

Por aqui, importa, cada vez menos, a análise de se a detenção da informação guarda algum nexos com o dever de lealdade societário de manter reserva do que ocorre no íntimo da companhia. A questão crucial é se o investidor, mesmo ciente de que a informação era *relevante* e não pública, ainda assim a usou com o (des)propósito de obter vantagem em negócios com valores mobiliários, não importando a forma pela qual a obteve.

Do lado das companhias abertas, a administração, em tarefa nada fácil, deve calibrar bem seu julgamento para determinar se divulga ou não um anúncio de fato relevante, aplicando à situação concreta o critério de relevância, em avaliação eminentemente *subjetiva*. E ainda que seja relevante, poderá decidir não publicar, desde que julgue estar diante de um interesse legítimo da companhia, outro conceito *subjetivo*.

Como a não divulgação de ato ou fato relevante pode levar a responsabilização, por violação ao dever de informar encartado no art. 157, § 4º, da Lei das S/A, há o risco da adoção de uma postura conservadora com a divulgação de toda e qualquer informação que tenha o potencial de ser relevante, cenário contraproducente e de divulgação excessiva⁷.

De um modo mais amplo, não há dúvida da pertinência de se discutir o tema do uso indevido de informação privilegiada, *insider trading* ou, ainda, como preferem os europeus, abuso de informação privilegiada. Há tempos que o debate vem atraindo crescente atenção, com ampla cobertura midiática⁸. A questão, aliás, exerce até mesmo um certo fascínio no público em geral, muito em razão da ideia de que o uso de informação privilegiada pode propiciar enriquecimento em patamares astronômicos, imagem que é fomentada até mesmo pela própria indústria cinematográfica.

Nos EUA, a partir dos anos 80, a capacidade de investigação e *enforcement* da SEC e do DOJ mudou absolutamente de patamar. Entre tantos outros casos ruidosos, basta citar a prisão, em 2004, da celebridade Martha Stewart⁹, em caso que se tornou verdadeira obsessão midiática e era referido como um caso de *insider trading*, embora tecnicamente a base de sua persecução tenha sido perjúrio.

Outro caso amplamente coberto nos veículos de comunicação envolveu o bilionário Raj Rajaratnam, fundador do *hedge fund* Galleon Group, e uma ampla rede de *tippees*, que incluía o ex-CEO da consultoria McKinsey & Co., Rajat Gupta. Por fim, insta recordar o vistoso acordo celebrado em 2013 pela SEC, DOJ e o *hedge fund* SAC Capital Advisors LP, no astronômico valor de U.S.\$ 1,8 bilhão, para encerrar processos relativos a *insider trading*¹⁰.

⁷ Vide, a respeito, PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*. In: Washington Law Quarterly, vol. 81, n.º 2, 2003, pp. 417-86.

⁸ No campo do jornalismo, a obra *Den of Thieves*. Simon & Schuster, 1992, de autoria do jornalista James B. Stewart, vencedor do prêmio Pulitzer, narrou diversos episódios de *insider trading*, manipulação de mercado e fraude no mercado de capitais norte-americano ao longo dos anos 80, capitaneados por Ivan Boesky, Michael Milken, Martin Siegel, Dennis Levine e outros.

⁹ Sobre o caso, veja HOFFMAN, Drew. *Martha Stewart's Insider Trading Case*. In: Georgetown Journal of Legal Ethics, vol. 20, n.º 3 (verão de 2007), pp. 707-718; e HEMINWAY, Joan MacLeod. *Save Martha Stewart – Observations about equal justice in U.S. Insider Trading Regulation*. In: Texas Journal of Women and the Law, vol. 12, n.º 2 (primavera de 2003), pp. 247-286.

¹⁰ Cf. MORRISON & FOERSTER LLP. *Insider Trading: Annual Review 2013*. Publicado em 2014. pp. 2-4 (disponível em <<http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/140108-Insider-Trading-Annual-Review.pdf>>, acessado em 08.01.2018).

Mas a SEC e DOJ não tiveram só vitórias nos últimos anos. No final de 2013, Mark Cuban, o famoso bilionário, atual dono do time de basquete *Dallas Mavericks*, venceu um julgamento decidido por júri, em ação proposta pela SEC por uso de informação privilegiada na venda de ações de uma empresa de *internet* para evitar perdas¹¹. Em adição, uma polêmica decisão recente do Segundo Circuito da Justiça Federal determinou que, em casos de transmissão de informações privilegiadas, a acusação tem de demonstrar que aquele que transmite a informação (*tipper*) recebe um benefício efetivo daquele que a recebe e utiliza no mercado de valores mobiliários¹².

No Brasil, a questão igualmente está em voga. Como os números demonstram, a CVM vem se mostrando mais presente e ativa na investigação e persecução administrativa, com crescente número de instauração de processos administrativos sancionadores, de condenações e de celebração de termos de compromisso. A crescente atuação da autarquia fica evidente da leitura de pesquisas empíricas conduzidas nos últimos anos¹³.

Convém salientar que a autarquia firmou, em 2008, um Termo de Cooperação Técnica com o Ministério Público Federal, buscando se integrar de forma mais entranhada no sistema de *enforcement* e aproximar-se para trocar informações e atuar conjuntamente na prevenção e combate às práticas lesivas ao mercado de valores mobiliários¹⁴. Em linha similar, o órgão regulador divulgou que, em 2014, deu início ao uso de uma ferramenta de monitoramento eletrônico para a fiscalização do mercado de capitais¹⁵.

¹¹BRODY, Sarah; THOMPSON, Carol Lynn; e SPENCER-MORK, Nathaniel. *District Court Dismisses Insider Trading Complaint Against Mark Cuban*. In: Financial Fraud Law Report. Outubro de 2009. Disponível em <https://www.sidley.com/-/media/files/publications/2009/10/district-court-dismisses-insider-trading-complai/files/view-article/fileattachment/financialfraudlawreport1009.pdf> (acessado em 08.01.2018)

¹² *United States v. Newman*, 773 F. 3d 438 (2d Cir. 2014), *cert. denied*, 136 S. Ct. 242 (2015). Comentando o precedente e seus efeitos, vale conferir a análise de EPSTEIN, Richard A. *Returning to Common-Law Principles of Insider Trading after United States v. Newman*. In: Yale Law Journal, vol. 125, n.º 5 (março de 2016), pp. 1482-1530.

¹³ Vide, a respeito, (a) PRADO, Viviane Muller (coord.). *Insider Trading: dados e reflexões*. Cadernos Direito GV. Seminário 38, vol. 7, n. 6, pp. 57-62, novembro 2010; (b) PRADO, Viviane Muller; e VILELA, Renato. “Radiografia de insider trading na CVM”. Núcleo de estudos em Mercados e Investimentos - Direito GV, 2014 (disponível em <http://media.wix.com/ugd/66710c_e1b69e3f3f6843b092456f8551464531.pdf>, acessado em 08.01.2018); e (c) PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; e VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

¹⁴ Termo de Cooperação Técnica disponível no link <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2013/20130508-1-termo-de-cooperacao-cvm-mpf.pdf> (acessado em 08.01.2018).

¹⁵ O contrato entre CVM e SIA S.p.A., com objeto na disponibilização, manutenção e suporte do sistema SIA-EAGLE, foi firmado em 27.01.2014 (Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/licitacao/contrato/anexos/2014/ct06/1.-CT-6_2014.pdf>, acessado em 08.01.2018) e tal contratação e uso foi divulgada em jornais e revistas.

Não bastasse isso, em 01.06.2016, a BM&FBOVESPA promoveu o lançamento do Guia de Combate ao *Insider Trading*, formulado pelo chamado GT Interagentes, que congregou representantes de diversas associações e entidades de mercado¹⁶. Na mesma ocasião, a CVM lançou o seu Caderno Educativo sobre o “*Uso indevido de informação privilegiada (insider trading)*”¹⁷, com o objetivo de promover a cultura do combate ao *insider trading* e elevar o nível de informação disponível no mercado sobre a questão.

Em particular, o então presidente da CVM, Leonardo Pereira ressaltava que o combate ao *insider trading* é uma das prioridades da CVM, destacando que “*combater o uso de informação privilegiada é uma das questões chave para o mercado brasileiro atualmente e uma preocupação significativa para nós. Acreditamos fortemente que um mercado de capitais saudável não pode coexistir com o insider trading e informações assimétricas, uma vez que trazem incerteza e falta de confiança para os investidores*”¹⁸.

Convém recordar, no ponto, que a CVM se tornou, aos poucos, o palco da resolução de disputas a que investidores recorrem no âmbito do mercado de capitais¹⁹. Não diferentemente, em relação ao *insider trading*, o que se vê é uma concentração da discussão na seara administrativa, já que dificuldades estruturais impedem uma maior efetividade repressiva na persecução penal, assim como a busca de reparação no âmbito civil por eventuais prejudicados. Daí que se decidiu por uma abordagem do tema primordialmente sob a ótica da persecução no âmbito administrativo.

Outra evidência patente da atualidade do tema é a recente efervescência legislativa em torno da questão, como mostra a vinda da Medida Provisória n.º 784, de 07.06.2017,

¹⁶ Participaram da iniciativa as associações ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, ANBIMA e APIMEC, além da BM&FBOVESPA, BRAiN, IBGC, IBMEC e o IBRI.

¹⁷ “*Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)*”. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11).

¹⁸ “*Fighting against the use of privileged information is one of the Brazilian market key issues today and a significant concern for us. We strongly believe that a healthy capital market cannot coexist with insider trading and asymmetric information, once it brings uncertainty and lack of confidence to investors*” (Discurso na 39ª Conferência Anual da IOSCO de 2014 no Rio de Janeiro, disponível em <https://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/39/DiscursoIOSCO2014.pdf>, acessado em 08.01.2018, nossa tradução).

¹⁹ ARAGÃO, Paulo Cezar. “*A CVM em juízo: limites e possibilidades*”. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 9, n. 34. São Paulo: RT, pp. 38-49, out./dez. 2006, p. 41. Em sentido similar, Nelson Eizirik e Aurélio Wander Bastos já afirmavam que a aplicação dos dispositivos legais e regulamentares versando sobre *insider trading* pela CVM era satisfatória e uniforme, o mesmo não se podia verificar na órbita do Poder Judiciário (*O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1980, pp. 12-8).

tratando de processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM e do Banco Central do Brasil, e da Lei Federal n.º 13.506, de 13.11.2017, que substituiu a medida provisória após sua perda de vigência e, *inter alia*, promoveu a já aludida expansão do tipo penal previsto no art. 27-D da Lei do Mercado de Valores Mobiliários.

Em linha com o que ocorre nos EUA, a imprensa local tem dado ampla cobertura a casos de *insider trading*. Basta verificar as inúmeras notícias a respeito do caso de executivos da Sadia e do ABN-AMRO que negociaram ADRs da Perdigão na NYSE, no período em que a primeira discutia e se preparava para formular oferta hostil pelo controle da segunda. Tal caso originou, além do processo administrativo sancionador na CVM, perseguição nos EUA promovida pela SEC e, no âmbito judiciário, resultou na primeira condenação penal, confirmada em segundo grau e no Superior Tribunal de Justiça, sob a égide do tipo penal previsto no art. 27-D da Lei n.º 6.385/76 em sua redação original.

Na seara acadêmica, há, nos EUA, farto material doutrinário sobre diversos aspectos da questão, além de uma quantidade substancial de precedentes judiciais que foram moldando o conceito de *insider trading* por lá, uma vez que não há, em lei, uma definição específica do ilícito, mas, tão-somente, uma regra antifraude.

No Brasil, em sede doutrinária, o professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães²⁰ foi o pioneiro a tratar do assunto na obra clássica “*Mercado de capitais e insider trading*”, publicada há mais de 35 anos. José Marcelo Martins Proença²¹ também abordou a questão com maestria em “*Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*”, há mais de uma década. Em 2017, o advogado Francisco Antunes Maciel Müssnich publicou também livro dedicado ao tema, “*Insider trading no Direito Brasileiro*”²², analisando diversos precedentes da CVM e dando particular ênfase às discussões de estruturas de barreiras de informação (*chinese walls*) em conglomerados financeiros e à aplicabilidade da teoria do domínio do fato a casos de *insider trading*.

²⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: RT, 1982.

²¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

²² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, baseado em sua dissertação de 2015, de mesmo título, apresentada à Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro como requisito para a obtenção de título de mestre em Direito da Regulação.

Na academia, nesta Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em 2007, Thiago A. Spercel defendeu dissertação de mestrado, sob a orientação do professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, com o título “*Mercado de capitais e insider trading*” e recentemente, em 2016, Silvia Labriola Cavalieri Fittipaldi defendeu dissertação de mestrado, sob a orientação do professor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, intitulada “*A repressão ao insider trading no Brasil: panorama atual e novas perspectivas*”, ambos trabalhos de inegável qualidade.

Sem querer repetir o que já foi examinado com maestria, a presente dissertação tem como objetivo delinear um ponto mais específico da problemática do *insider trading*, qual seja o critério da relevância que qualifica a informação como privilegiada. Embora aspectos da responsabilização penal e da ação de indenização sejam abordados ao longo do texto, o estudo se concentrará na atuação administrativa da CVM no âmbito das companhias abertas²³.

A propósito, a expressão *insider trading*²⁴, embora oriunda da língua inglesa, será utilizada ao longo do estudo, em razão de sua ampla consolidação na literatura científica internacional e a sua utilização firme entre nós também²⁵. Na Inglaterra e Europa, disseminou-se a expressão *insider dealing*, mas o termo não recebeu a mesma acolhida no Brasil. Desde logo, assim, pede-se a devida licença e o correspondente perdão, pela farta utilização de palavras em língua estrangeira ao longo da dissertação.

²³ Nelson Eizirik sustenta que a proibição ao *insider trading* é aplicável tanto às negociações realizadas no mercado (em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão) quanto às negociações privadas, assim entendidas aquelas realizadas sem a interveniência de instituição financeira integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, nas chamadas operações *face to face* praticadas pelo *insider* (Cf. EIZIRIK, Nelson. *A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do Insider trading*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 23, n.º 55, pp. 170-75, jul./set. 1984, p. 173).

²⁴ Fabio Konder Comparato bem explica que *insider trading* ou *insider dealing* são expressões que ainda não receberam uma tradução consagrada para a língua portuguesa (*A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*. In: *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, pp. 331-353, 1995, p. 338).

²⁵ Basta lembrar o uso da expressão nos títulos das principais obras publicadas sobre o assunto, e.g, Luiz Gastão Paes de Barros Leães. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: RT, 1982; José Marcelo Martins Proença. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005; e Francisco Antunes Maciel Müssnich. *O insider trading no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017 (grifou-se). Na Europa, utiliza-se os termos “abuso de informação privilegiada” para a conduta de *insider trading*, “iniciado” para *insider* e “recomendar ou induzir” é usado para *tipping*, mas houve pouca adesão no Brasil.

Ainda sobre a expressão, é importante esclarecer que, apesar da ampla acolhida, é um termo que contém uma grave imprecisão cuja extensão convém aclarar. O *insider trading* (i.e., literalmente, a negociação por aquele que está por dentro) nem sempre é ilegal. Em sua versão lícita e regular, os *insiders* – conselheiros, diretores e colaboradores – negociam valores de tais companhias, fora de períodos sobre os quais recaiam restrições e fazem a apropriada divulgação de tais negócios ao mercado.

Nesse exercício, todavia, há que se lembrar que a aplicação de teorias estrangeiras à realidade brasileira sempre há de ser feita com a devida cautela. O cenário brasileiro é, predominantemente, de empresas com capital concentrado na mão de acionistas controladores, de modo que o conflito mais intenso nas companhias brasileiras tende a ser entre os acionistas controladores e não controladores e não entre os administradores e os acionistas. No ponto, interessantíssima a reflexão de Calixto Salomão Filho de que “*a relação controlador-minoritário gera uma assimetria de informação natural, de difícil disciplina pelo direito societário (...) A diferença de informação entre os insiders da companhia (controladores e administradores) e os outsiders (minoritários e investidores) é imensa*”²⁶. Em outras palavras, quer parecer possível inferir que a estrutura corporativa brasileira potencializa o campo de oportunidades para *insider trading*.

Outro ponto importante na transposição das teorias relativas a *insider trading* ao Brasil é que os padrões culturais e valores predominantes no Brasil são conducentes a comportamentos do controlador com o objetivo de extrair benefícios privados do controle²⁷,

²⁶ *Informação completa, Direito Societário e mercado de capitais*. In: *O Novo Direito Societário*. 4ª ed., revista e ampliada, São Paulo: Malheiros Editores, pp. 177-187, 2015, p. 184-5. Em sentido similar, sustenta Érica Gorga que “*o nível eficiente de prestação de informações no Brasil é diferente, por exemplo, do nível eficiente nos Estados Unidos, em razão das discrepâncias entre custos e benefícios marginais existentes em cada mercado. Desse modo, cada agente regulador deve observar e analisar as características específicas de cada mercado para determinar qual informação deve ser revelada e a melhor maneira de fazê-lo*” (*Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 87).

²⁷ Ver, a respeito, a análise dos fatores de desenvolvimento do mercado de capitais apresentada por Eduardo Secchi Munhoz (*Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. Saraiva: São Paulo, 2013, p. 71-100), remetendo aos tempos de Brasil colonial, que culminam em um cenário de companhias em que o controlador se considera o “dono” da empresa, ao passo que os investidores são vistos como instrumentos para a realização dos projetos do empresário-empresendedor. No mesmo sentido, Erica Gorga (*Op. Cit.*, 2013, p.70-4 e em *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*). In: *Revista de Administração*, São Paulo, vol. 39, n.º 4, p. 309-26, 2004, p. 314-5). Ambos autores fazem referência ao estudo de Alexander Dyck e Luigi Zingales, que, após analisar 39 países, conclui que, no Brasil, em operações de transferência de controle havidas entre 1990 e 2000, os benefícios privados extraídos pelo acionista controlador eram os maiores na amostra, gerando um prêmio de controle da ordem de 65%, em comparação com 14% de média na amostra (DYCK, Alexander; e ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. In: *The Journal of Finance*, vol. LIX, No. 2, pp. 537-600, abril de 2004, p. 538).

mesmo porque a história brasileira leva a uma situação em que o controlador se vê como o dono da empresa e os investidores como instrumentos de viabilização de seu projeto.

Feitos esses esclarecimentos metodológicos e de escopo, a essa altura vale tratar como o estudo se organizará. Como se sabe, a interpretação de uma norma não pode se restringir à análise de sua letra fria, impondo-se ao exegeta um aprofundamento teleológico, sistêmico, social e histórico.

Daí que, antes de adentrar o objeto deste estudo propriamente dito, o Capítulo I versará, em primeiro lugar, sobre a evolução legislativa e regulamentar até os dias atuais e, segundo, sobre aspectos chave do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A seu turno, o Capítulo II se debruçará sobre os fundamentos e objetivos que fundamentam, condicionam e justificam a vedação ao uso indevido de informação privilegiada. O Capítulo III analisará os requisitos do *insider trading* para a responsabilização sob a persecução administrativa e algumas ponderações sobre o tipo penal. O Capítulo IV abordará a definição de informação privilegiada, o critério da relevância da informação e a teoria do mosaico. Por fim, serão tecidas algumas considerações finais em vista da análise empreendida.

1. MERCADO DE CAPITAIS E A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA

1.1. Período anterior à Lei da Reforma Bancária

Antes dos anos 60, o mercado de capitais brasileiro era incipiente, com bolsas precariamente organizadas, baixa liquidez, preços formados com base em rumores e informações escassas e corretores nomeados pelo próprio governo, em caráter vitalício e hereditário²⁸.

A legislação societária vigente, o Decreto n.º 2.627, de 26.09.1940, exigia das empresas a elaboração de demonstrações financeiras anuais, mas sem adotar regras de padronização e, pior, sem obrigá-las a auditar ou publicar tais informações ao mercado.

Para completar, sequer havia clareza sobre os critérios que definiam a companhia de capital aberto e não se exigia de seus administradores, de forma explícita, deveres de lealdade, de diligência e de informar.

A partir de 1964, uma série de alterações constitucionais, legislativas e regulamentares foi implementada, deitando os alicerces para as mudanças significativas testemunhadas, desde então, no mercado de capitais.

1.2. A Lei da Reforma Bancária e leis correlatas

Em 1964, início do governo Castelo Branco, colocou-se em prática o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), elaborado pelo Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, que tinha por objetivo a estabilização e o desenvolvimento da economia brasileira.

Nesse contexto, a Lei n.º 4.595, de 31.12.1964, ou Lei da Reforma Bancária, reorganizou o Sistema Financeiro Nacional, atribuindo ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a função de formulador das políticas de moeda e crédito e ao recém-criado Banco Central do Brasil (BACEN) a de regulamentador, fiscalizador e executor dessas políticas, tomando o lugar da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC).

²⁸ Vide, a respeito, o relatório “Pesquisa preliminar do mercado de capitais brasileiro”, solicitado pelo Banco Central do Brasil, a Norman Poser e Allan Roth (1965); e MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; e PRADO, Viviane Muller. *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e Economia – 30 Anos de Brasil*. tomo 2. Saraiva, 2012, pp. 191-215.

Tal reforma declaradamente se concentrava em matérias de crédito e moeda, no âmbito do mercado financeiro, o que, contudo, não a impediu de incumbir o BACEN, por meio do art. 11, inciso VII, de “*exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem*” (grifou-se).

Pouco antes da promulgação da Lei da Reforma Bancária, por meio da Portaria n.º 422, de 10.12.1964, o Ministro da Fazenda chegou a determinar a criação de um grupo de trabalho para propor alterações na legislação do mercado de capitais, que, entre outras medidas, aventou a criação de uma autarquia a ser chamada de Superintendência do Mercado de Capitais (SUMEC), ideia que, contudo, não foi colocada em prática em virtude da absorção, pelo BACEN, de poderes naquela seara²⁹.

No mesmo ano, ainda, foram editadas a Lei n.º 4.380, de 21.08.1964, que estruturou o Sistema Financeiro de Habitação e o PIS e PASEP como programas de seguridade social, com a captação forçada de poupança popular, a Lei n.º 4.357, de 16.07.1964, que autorizou a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional e concedeu benefícios fiscais para certos investimentos no mercado de capitais, além da Lei n.º 4.506, de 30.11.1964, que, embora tratasse essencialmente de imposto sobre a renda, traz, pela primeira vez, em seu art. 39, uma definição de sociedade anônima de capital aberto³⁰.

1.3. A Lei do Mercado de Capitais, o milagre brasileiro e o encilhamento de 1971

A Lei n.º 4.728, de 14.07.1965, resultante de anteprojeto elaborado por José Luiz Bulhões Pedreira, foi editada com o objetivo de disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para seu desenvolvimento, tendo, por isso mesmo, ficado conhecida como a Lei do Mercado de Capitais³¹. A concepção fundamental da Lei do Mercado de

²⁹ CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p. 185.

³⁰ “Art. 39. O impôsto de que trata o artigo anterior não será exigido, das sociedades anônimas de capital aberto assim consideradas as que tenham ações efetivamente cotadas nas Bôlsas de Valôres e cujo capital com direito a voto, pertença na porcentagem mínima de 30% (trinta por cento) a mais de 200 (duzentos) acionistas que não possuam cada um mais de 3% (três por cento) do capital da sociedade e sejam pessoas físicas ou fundos mútuos de participação e capitalização.

Parágrafo único. A partir de 1966 a porcentagem de 30% (trinta por cento) sôbre o capital com direito a voto e o número de 200 (duzentos) acionistas a que se refere o artigo, será acrescida anualmente de 1% (um por cento) e 20 (vinte) acionistas, até perfazerem o total de 45% (quarenta e cinco por cento) e 500 (quinhentos), respectivamente”.

³¹ A Lei do Mercado de Capitais enumerava, em seu art. 2.º, as finalidades que o CMN e o BACEN deveriam perseguir ao exercer suas competências: “I - facilitar o acesso do público a informações sôbre os

Capitais foi importada dos Estados Unidos, abandonando-se a tradição, anterior, da legislação bursátil de adotar inspiração na França³².

O Governo vislumbrava no fortalecimento do mercado de capitais uma potencial solução para a ausência de oferta de recursos de longo prazo para as empresas nacionais. Por isso mesmo, desde aquela época, o legislador mostrava preocupação com a proteção do investidor, isto é, com a poupança popular e com o destinatário dos serviços financeiros e de intermediação no mercado de valores mobiliários³³.

O sistema criado por essa lei definiu competências, atribuindo ao CMN a missão de disciplinar o mercado de capitais, enquanto ao BACEN a de fiscalizar. Além de reorganizar a arquitetura das bolsas e de criar o chamado Sistema de Distribuição do Mercado de Capitais, delineou melhor o conceito de companhia aberta e exigiu que as distribuições de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais fossem objeto de registro prévio perante o BACEN.

O art. 3.º, inciso X, da Lei n.º 4.728/65 abordou, também de forma inédita, o uso indevido de informação privilegiada. Ao BACEN era atribuída a competência para *“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”*.

Vale notar que tal disposição já previa a fiscalização de negociações entabuladas tanto em benefício próprio, como de terceiros e, demais disso, afetava não só acionistas e administradores da companhia, mas também quaisquer outras pessoas que, por força do cargo, tivessem acesso à informação.

Como se vê, embora a disposição tenha sido encartada na legislação do mercado de capitais, a fonte de origem da informação privilegiada é a sociedade por ações. O legislador

títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem; II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários; V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio”.

³² CARVALHO, Ney. *Op. Cit.*, 2014, p. 186.

³³ TRINDADE, Marcelo Fernandez. *O Papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, pp. 295-329, 2002, p. 302.

não contemplou, nesse momento, uma exigência expressa de que a informação teria de ser relevante para que fosse privilegiada, embora seja razoável supor que a fiscalização somente evoluiria para uma investigação ou processo administrativo em casos de informação significativa, apta a influir no preço do valor mobiliário ou na decisão de investimento.

Importante notar também que o dispositivo legal atribuiu ao BACEN a competência para fiscalizar o tema, mas não qualificou expressamente a utilização de informações privilegiadas como ato ilícito, tampouco estabeleceu sanções ou consequências específicas para tais condutas.

Regulamentando esse arcabouço legal, o CMN expediu três resoluções:

(1) a Resolução CMN n.º 39, de 15.10.1966, aprovando regulamento disciplinando as bolsas de valores, que, muito embora não contivesse previsão específica sobre o uso de informação privilegiada, contemplava vedação às condutas relacionadas de manipulação de mercado e de práticas comerciais não equitativas;

(2) a Resolução CMN n.º 88, de 30.01.1968, aprovando regulamento das condições para o registro de emissoras de títulos e valores mobiliários e o registro de emissões de valores mobiliários, que estabelecia, entre outros pontos, o dever das companhias de assumir *“o compromisso formal de revelarem prontamente ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com relação a dividendos ou direitos de subscrição ou outros elementos relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores”* (item VI, “d”); e

(3) a Resolução CMN n.º 106, de 11.12.1968, que classificava as companhias abertas brasileiras, estabelecia um critério mínimo de dispersão para ser considerada aberta e regulamentava a expedição de certificado de sociedade de capital aberto, a qual foi posteriormente alterada pela Resolução CMN n.º 176, de 09.03.1971.

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro viam o quadro regulatório à época criado como uma *“farta instrumentação normativa, destinada a criar condições para a estruturação e o desenvolvimento do mercado de capitais em bases sólidas, capazes de mobilizar e dirigir a poupança privada para os setores considerados prioritários, dentro da estratégia governamental”*³⁴.

³⁴ *Das sociedades anônimas no Direito Brasileiro*. vol. I. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 29.

Em especial, Alfredo Lamy Filho vislumbrava, na Resolução CMN n.º 88/68, a “*a consagração da ‘disclosure’, a obrigação, o dever formal de divulgar fatos de interesse do mercado, bem mais amplo que a satisfação do direito de informação do acionista*”³⁵.

Nada obstante, discorrendo sob o ângulo da moralização do mercado de capitais e do *insider trading*, em artigo originalmente publicado em 1971, Fabio Konder Comparato sustentava que tal dispositivo legal e as normas sob ele expedidas eram manifestamente insuficientes³⁶. Em primeiro lugar, indicava que o arcabouço de normas não provia regras claras sobre a vedação ao *insider trading*, a impossibilitar a exigência de seu cumprimento. Em adição, o jurista apontava a falta de clareza a respeito de qual órgão, entre o CMN e o BACEN, efetivamente teria competência para regular o assunto. Por fim, ainda, criticava a falta de um sistema adequado de sanções que poderia atribuir força coercitiva a tal atividade de supervisão, uma vez que o art. 4.º, §6.º, da Lei n.º 4.728/65 previa a aplicação “*aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei n.º 4.595, de 31-12-1964*”, enquanto a simples transposição do sistema punitivo da legislação bancária estava longe de ser adequada ao problema em questão³⁷.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães fazia coro e se queixava da ausência de parâmetros na lei que possibilitassem o exercício da fiscalização, o que se somava aos contornos pouco precisos do fato delituoso, não havendo detalhamento sequer dos atos que configurariam o privilegiamento de informações³⁸. Arrematava, em linha com Comparato, afirmando ser inócuo incriminar e sancionar condutas genéricas, com sanções de polícia diversas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosas, conforme a remissão feita pelo art. 4.º, §6.º, da Lei n.º 4.728/65 ao Capítulo V da Lei da Reforma Bancária.

E as críticas, de fato, procediam, tanto que não há notícia de qualquer caso de repressão a episódio de *insider trading*, sob a égide da Lei do Mercado de Capitais e das

³⁵ *O Dever de Divulgar Fato Relevante e a Obrigação de Manter Sigilo na Oferta Pública para Aquisição de Controle*. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, volume II, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, p. 379-93, 1996, p. 383.

³⁶ *Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. In: *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 3-15, 1978, p. 12-3.

³⁷ No mesmo sentido, CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 10; MACIEL, Karina Teresa da Silva; e MARTIN, Antonio. *Efetividade da repressão ao insider trading*. In: DARCANHY, Mara Vidigal (org.). *XXII Nacional Conpedi/Uninove*. Santa Catarina: FUNJAB, v. 1, p. 300-25, 2013, p. 301.

³⁸ LEÃES. *Op. Cit.*, 1982, p. 173.

resoluções acima referidas³⁹, não obstante tenha se observado um período de relativo desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais.

Isso porque, nesse período, com base na Lei n.º 4.728/65, o Estado buscou fomentar a criação de companhias abertas por meio de incentivos tributários, sendo o mais notório esforço o Decreto-Lei n.º 157, de 10.02.1967, que permitia o investimento de parte do imposto de renda em ações ou debêntures conversíveis em ações de sociedades de capital aberto⁴⁰. Muitas companhias não estavam preparadas para abrir o capital (e nem mesmo desejavam autenticamente fazê-lo), mas trilharam o caminho da abertura de seu capital tão-somente para se financiar às custas desse subsídio fiscal⁴¹.

Esse movimento e a especulação gerada na bolsa mostraram-se fatais para o crescimento percebido no período conhecido como o “milagre brasileiro”, ocorrido entre 1969 e 1973.

Apesar de um período de frenético crescimento da economia e das companhias e da elevação das cotações e do volume negociado em bolsa, o mercado de capitais foi atingido pela crise especulativa, iniciando-se, em 1971, um período de queda de cotações e redução no volume financeiro negociado, no chamado encilhamento de 1971.

Foi com o benefício dessas experiências que Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira foram incumbidos de elaborar anteprojeto de reforma da legislação societária e do mercado de capitais⁴².

³⁹ PRADO, RACHMAN e VILELA. *Op. Cit.* 2016, p. 18.

⁴⁰ Sobre os incentivos fiscais, ver a detalhada exposição de TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; e SÁ, Paulo Fernandes de. *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 2011, p. 155 e ss.; LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3ª ed., vol. 1, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 124 e ss.; MATTOS FILHO e PRADO, *Op. Cit.*, 2012, pp. 196-204; e CARVALHO, Ney. *Op. Cit.*, 2014, p. 200 e ss.

⁴¹ Vide MATTOS FILHO e PRADO. *Op. Cit.*, 2012, p. 205-6; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Op. Cit.*, 2013, p. 48.

⁴² Como relatam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (*Op. Cit.*, vol. 1, 1997, pp. 131-2), as preocupações iniciais, à época, estavam centradas na discussão do anteprojeto de Código Civil, que incluía a disciplina das sociedades por ações, a qual, contudo, posteriormente, em 1974, veio a ser retirada de tal anteprojeto e passou a ser discutida em apartado.

1.4. Lei das S/A e Lei do Mercado de Valores Mobiliários

Em 1976, com a promulgação da Lei das S/A e da Lei n.º 6.385, de 07.12.1976, conhecida como Lei do Mercado de Valores Mobiliários⁴³, foram delineados os principais contornos da política de divulgação de informações por companhias abertas, que ainda hoje permanecem em vigor. Foi positivada, também, uma primeira norma legal expressa de vedação à prática do *insider trading*. Ao tratar de assuntos relacionados com o mercado de capitais, as duas leis foram concebidas sob a estrutura lógica de que uma não pode ser compreendida ou aplicada sem a outra⁴⁴, como, aliás, a própria exposição de motivos deixava claro.

Com a Lei das S/A buscava-se a modernização das sociedades por ações, a fim de que servisse como instrumento de política econômica e de organização da empresa privada brasileira de maior porte⁴⁵. Com ela, perseguiu-se um regime de proteção aos acionistas minoritários com a atratividade para a abertura de capital para as empresas brasileiras, marcadamente aquelas em que o controlador estava muito bem definido (i.e., as empresas familiares).

A seu turno, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários manteve, na essência, o desiderato da Lei do Mercado de Capitais, buscando o estímulo à formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários, a promoção da expansão e do funcionamento eficiente e regular do mercado, a proteção dos titulares e investidores do mercado de valores mobiliários, o impedimento ou a punição das fraudes e manipulações ao mercado e a observância de práticas comerciais equitativas.

A Lei das S/A e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, ainda, modificaram o conceito de companhia aberta, abandonando uma definição calcada no nível de dispersão

⁴³ Como esclarecem LACERDA TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO (*Op. Cit.*, vol. 1, 1979, p. 33), com a edição da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, “*biparte-se a disciplina do mercado de capitais entre nós. Permanecem sob a égide do Banco Central, de acordo com a legislação vigente, o controle do mercado monetário, os títulos de responsabilidade das instituições financeiras (exceto as debêntures) e os títulos de dívida pública (inclusive os que se acham ligados ao open-market). Passam para a competência especializada da CVM os seguintes valores mobiliários: (a) as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; (b) os certificados de depósito de valores mobiliários; e (c) outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional (Lei n.º 6.385, art. 2.º)*”.

⁴⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, 2015, p. 177-8.

⁴⁵ A respeito, vale rememorar os comentários precisos de Fabio Konder Comparato sobre a premência de revisitar o então vigente estatuto da sociedade anônima para que se adequasse ao fenômeno da macro-empresa (*Aspectos Jurídicos da Macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 63 e ss.).

das ações, como previa a Resolução CMN n.º 106/68, para se alicerçar no critério se a companhia recorre ao mercado de capitais, oferecendo publicamente valores mobiliários de sua emissão⁴⁶.

Em adição, como aludido, a Lei das S/A e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, conjuntamente, instituíram as linhas mestras que, ainda hoje, definem a política de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários e os deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas.

Com efeito, a Lei das S/A criou um regime informacional mais robusto para as companhias abertas, como se depreende dos arts. 133 e 176 a 188 da Lei das S/A⁴⁷, inclusive com a exigência de padronização das demonstrações financeiras, que deveriam ser auditadas e divulgadas.

Além disso, estabeleceu-se, para os administradores de sociedades por ações, o dever de diligência (art. 153), o dever de lealdade (art. 155) e o dever de informar (art. 157). De especial interesse, inserido no dever de lealdade⁴⁸, o legislador dispôs que o administrador

⁴⁶ Vide, nesse tocante, EIZIRIK, Nelson. *A emissão pública de valores mobiliários*. In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, pp. 3-25, 1992, p. 5.

⁴⁷ Tais disposições devem ser lidas conjugadamente com o art. 22 da Lei de Mercado de Valores Mobiliários, que atribui poderes à CVM para expedir normas aplicáveis às companhias abertas, particularmente no que diz respeito à divulgação, *inter alia*, de informações relevantes, relatórios da administração, demonstrações financeiras e pareceres de auditores. A expectativa era grande com a adoção dessa estrutura ampla de divulgação de informações, como frisavam LACERDA TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO: “[r]esta aguardar, com esperança, que toda essa disclosure possa surtir os efeitos louváveis que a justificaram e que não acabe por produzir consequências inesperadas e contrárias, em prejuízo das sociedades e, em última análise, de seus próprios acionistas, em nome de cujos interesses se construiu um complexo sistema de informação, tão periódica quanto extensa e abundante” (*Op. Cit.*, vol. 2, 1979, p. 478).

⁴⁸ Redação original: “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.

§ 1.º *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 ou venda de valores mobiliários.*

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

§ 3.º *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”.*

de companhia aberta tem o dever de manter 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” e proíbe-lhe “valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários” (§ 1.º), cabendo-lhe, ainda, assegurar que seus subordinados e terceiros observem a vedação (§ 2.º).

O dispositivo legal prevê também que o terceiro prejudicado por tal uso indevido de informação privilegiada pode reaver perdas e danos do infrator, exceto se já conhecesse a informação.

No que tange ao art. 157 da Lei das S/A⁴⁹, o dever de informar se relaciona a três importantes atos de divulgação de informações pelo administrador: (i) no ato de sua posse, deve declarar quaisquer posições que detenha naquela data em valores mobiliários da companhia; (ii) em assembleia-geral ordinária, mediante pedido de acionistas, deve revelar informações sobre seu histórico de negociação de valores mobiliários e de benefícios ou vantagens auferidas da companhia e seu grupo, com relação ao exercício anterior; e, por fim,

⁴⁹ Redação original: “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1.º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2.º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3.º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

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

§ 5.º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1.º, alínea “e”), ou deixar de divulgá-la (§ 4.º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso”.

(iii) deve divulgar prontamente ao mercado os atos ou fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia.

Na trilha da definição do que seria divulgado, ficou também definido que algumas informações que, embora relevantes, poderiam não ser divulgadas, desde que a não divulgação tivesse o propósito de proteger “interesse legítimo da companhia”. E, também, definiu-se a limitação de negociação em tal período em que as informações não foram divulgadas, evitando-se a possibilidade indesejada de que os seus detentores se aproveitassem da situação de assimetria informacional relevante.

Revelando o raciocínio que condicionou a vedação ao *insider trading*, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira explicavam que:

“Um dos principais objetivos desse regime é o combate à modalidade de fraude que reveste a forma de exploração de ‘informações confidenciais’, conhecida na legislação norte-americana como insider trading.

O insider é o grande inimigo do investidor comum, vítima indefesa, muitas vezes, dos gestores das próprias companhias de que são sócios. As legislações de quase todos países têm procurado reprimir o uso de informações privilegiadas com sanções cada vez mais severas, para coibir tal prática, e dar segurança ao mercado. No Brasil, a proibição de utilizar-se de informação privilegiada é imposta ao administrador como dever de lealdade (art. 157, §4.º, da Lei n.º 6.404/76).

(...) E, de fato, a divulgação assumiu outra dimensão: é que ela não mais se dirige, apenas, aos acionistas, mas a todo o público, ao investidor potencial. É o que bem observa Garrigues (1971, p. 174/5): ‘Junto ao direito subjetivo do acionista (direito de informação), ao qual corresponde o correlato dever da sociedade de facilitar os informes, aparece hoje um dever mais amplo, um dever de informação ao público, precisamente a cargo daquelas sociedades que fazem apelo ao crédito público, levando suas ações à Bolsa. Em tal caso, a marcha dos negócios da sociedade não interessa apenas aos acionistas, mas também ao público em geral, a todos os cidadãos que podem, talvez, querer ser acionistas, adquirindo as ações da sociedade em questão, e que, por isso, têm o direito de ser informados do que ocorre no seio de determinada sociedade. O direito individual converteu-se em dever público’.

*(...) O dever de divulgar, além de atender ao imperativo de proteção da minoria, passou, pois, a ser acolhido nas leis, como norma de interesse público*⁵⁰ (grifou-se).

Menos entusiasta da restrição como positivada, Fábio Konder Comparato, em conferência proferida em 1982, ressalta que, por afetar somente os administradores, “[n]o quadro do direito comparado, a legislação brasileira se destaca, em princípio, pelo seu caráter singularmente restrito, no tocante à definição de pessoa ligada”⁵¹.

No que tange ao mercado de valores mobiliários, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários criou um novo órgão regulador, a CVM, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, investida de poderes para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, visivelmente inspirada nas funções desempenhadas pela SEC.

A Exposição de Motivos da Lei do Mercado de Valores Mobiliários anunciava que o BACEN não deveria ser sobrecarregado com a fiscalização do mercado de valores mobiliários, em adição à sua vocação natural de supervisionar o crédito, a moeda, a dívida pública e o balanço de pagamentos. E a mudança vinha em momento propício, já que, após a crise do encilhamento de 1971, a atuação do BACEN no âmbito do mercado de capitais passou a ser questionada. Para enfrentar o desafio de revigorar o mercado, no autorizado dizer de Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, “*era preciso especializar seu controle e sua fiscalização através de uma agência intergovernamental independente do Banco Central, com os poderes necessários a evitar as distorções e os abusos verificados no setor e que tanto e tão profundamente o haviam comprometido*”⁵².

Em adição à capacidade de emitir normas disciplinando tal mercado, a Lei n.º 6.385/76 confia à CVM os poderes necessários para aplicar penalidades aos administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, intermediários e demais participantes do mercado de valores mobiliários, que venham a ser reconhecidos como autores de atos ilegais ou práticas não equitativas.

⁵⁰ LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *Op. Cit.*, vol. 1, 1997, pp. 87-8.

⁵¹ COMPARATO. *Op. Cit.*, 1995, p. 340.

⁵² LACERDA TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO. *Op. Cit.*, 1979, vol. 1, p. 31.

Munida de tal competência regulatória, a CVM expediu quatro normas regulamentares relacionadas com o assunto de divulgação de informações e de uso indevido de informações privilegiadas.

A Instrução CVM n.º 8, de 08.10.1979, expressamente proibiu aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, (a) a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, (b) a manipulação de preço, (c) a realização de operações fraudulentas e (d) o uso de práticas não equitativas⁵³. A definição ampla desse último ilícito fazia com que o uso indevido da informação privilegiada potencialmente fosse visto como uma espécie de tal gênero⁵⁴.

A Instrução CVM n.º 9, de 11.10.1979, dispunha sobre o registro de companhia para sua abertura de capital. Em seu art. 11, criou o cargo do Diretor de Relações com o Mercado, responsável por prestar informações aos investidores e à CVM, “*sem prejuízo da responsabilidade de todos os administradores pela pronta divulgação de informações relativas a atos ou fatos relevantes*”. A norma previa ainda a entrega à CVM de informações periódicas, trimestrais e anuais, e das eventuais.

Reconhecendo que a Instrução CVM n.º 8/79 não tratava adequadamente do assunto, em 15.10.1979, o Colegiado e o Superintendente Geral da CVM se reuniram e aprovaram projeto de instrução relativa a *insider trading* para submissão à audiência pública, mas não houve a expedição efetiva de uma norma específica sobre o tema.

⁵³ Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários é “*aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação*”.

⁵⁴ Defendendo tal interpretação, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch afirmam que “*o insider trading, aliás, pode ser considerado espécie do gênero ‘prática não equitativa’, pois aquele que se vale de informação privilegiada para negociar com valores mobiliários atua em flagrante desequilíbrio ou desigualdade em relação não apenas à sua contraparte específica, mas, sobretudo, no que tange a todos os demais participantes do mercado de capitais*” (*Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 127). Havia entendimento no Colegiado da CVM também nesse sentido. A respeito, vale conferir o voto proferido pelo Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro em julgamento de 2005: “*Com efeito, a própria definição de prática não-equitativa prevista na Instrução CVM n.º 08, traduz, na essência, em que consiste o “insider trading”, que nada mais é do que uma negociação com valores mobiliários em que uma das partes, por ser conhecedora de informação privilegiada, coloca-se em posição de vantagem em relação à outra que, por não deter essa mesma informação, encontra-se em uma indevida posição de desequilíbrio ou de desigualdade*” (PAS 17/2002, j. 25.10.2005, por maioria).

A Instrução CVM n.º 13, de 30.09.1980, disciplinou o aumento de capital por subscrição de ações e o registro de distribuições mediante subscrição pública. Em termos de divulgação de informações, a norma previa a preparação de um prospecto contendo informações sobre o emissor e os valores mobiliários. Os administradores eram responsáveis pelas informações e ao líder da distribuição cabia adotar medidas para verificar a suficiência e qualidade das informações.

Mais caro ao tema versado, a CVM resolveu baixar a Instrução CVM n.º 31, de 08.02.1984, a respeito da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante às companhias abertas, incluindo disposições a respeito de *insider trading*⁵⁵.

O art. 10 da Instrução CVM n.º 31/84 preconizava ser vedado “*aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado (...) para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários*”.

O art. 11 caracteriza como prática não equitativa “*a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado*”.

Na disposição de maior elasticidade, o parágrafo único do art. 11 estende a vedação “*a 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*”.

Por fim, em linha com o art. 155, §2º, da Lei n.º 6.404/76, o art. 12 incumbe os administradores de zelarem para que seus subordinados e terceiros de confiança guardem sigilo sobre informações privilegiadas e, acrescentando ao comando legal, que não as utilizem para obter vantagem mediante a negociação com valores mobiliários.

Nelson Eizirik, comentando as alterações trazidas pela norma, aplaudiu a expansão do conceito de *insider* operada pelos arts. 10 e 11, salientando que as mudanças vinham em linha com as tendências verificadas nos sistemas legislativos norte-americano e francês⁵⁶.

⁵⁵ A respeito, ver EIZIRIK. *Op. Cit.*, pp. 170-5, 1984.

⁵⁶ EIZIRIK. *Idem*, 1984, pp. 171-2.

Esclareceu, também, que “o dever de não utilizar a informação privilegiada incumbe não só aos administradores e acionistas controladores, como também às pessoas que, no seu exercício profissional, tiveram acesso à informação, e, adicionalmente, a qualquer pessoa que a ela tivera acesso, sabendo tratar-se de informação privilegiada, ainda não divulgada ao mercado (arts. 10 e 11)”⁵⁷.

O ilustre autor, não obstante, não chega a discutir a legalidade dessa ampliação do escopo da vedação por meio de norma regulamentar, cabendo, ainda, ressaltar que a aludida ampliação nunca foi integralmente acolhida pela própria jurisprudência administrativa da CVM⁵⁸.

Em adição a essas alterações, a Instrução CVM 31/84 também regulamentou o art. 157 da Lei das S/A, detalhando melhor a obrigação de administradores, controladores, cônjuges e empresas por eles controladas, de informar à companhia as negociações que realizem em valores mobiliários de sua emissão. Trouxe, ademais, novel regra a respeito de “vazamento” de informações, determinando que, caso a informação escape ao controle ou a cotação das ações da companhia apresentar oscilações atípicas, enquanto os administradores estiverem mantendo em sigilo informação relevante, deverão imediatamente divulgá-la.

Naquele momento, havia duas espécies de persecução contra *insider traders*. *Primeiro*, havia a possibilidade da imposição de sanções administrativas pela CVM, com base na Instrução CVM n.º 31/84, que variavam entre advertência, multa pecuniária ou, em caso de reincidência ou infração grave⁵⁹, suspensão ou inabilitação dos administradores ou conselheiros fiscais de companhias abertas ou outros entes regulados pela CVM⁶⁰.

Segundo, em teoria, investidores prejudicados poderiam ajuizar ação para recuperar os prejuízos causados pelas ações do *insider*. Em tal hipótese, a CVM deveria ser intimada pelo Poder Judiciário para, querendo, atuar como *amicus curiae*, nos termos do art. 31 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, conforme alterado pela mesma Lei n.º 6.616/78.

⁵⁷ EIZIRIK. *Ibidem*, 1984, p. 172.

⁵⁸ TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, p. 453-71, 2011, p. 454-5.

⁵⁹ O art. 20 da Instrução 31/84 estabeleceu que transgressões às suas disposições configuravam infração grave para efeitos do §3.º do art. 11 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Essa caracterização da gravidade está espelhada na regulamentação atual e permanece em vigor.

⁶⁰ Cf. art. 11 da Lei n.º 6.385/76 em sua redação original.

1.5. A Constituição da República de 1988

A CF/88 foi a primeira a elevar à preocupação constitucional a tutela da captação de poupança popular e a proteção aos consumidores de serviços financeiros⁶¹, por meio da redação original do art. 192 da CF/88⁶².

O mercado de capitais, ainda que não expressamente, encontra guarida constitucional em tal disposição, como consequência da menção à poupança popular, às operações financeiras *lato sensu* (art. 21, incisos VIII e XIX) e à proteção dos consumidores no âmbito do SFN⁶³.

Nesse mesmo diapasão, José Afonso da Silva⁶⁴ sustenta que a redação original do artigo encartava incisos apontando instituições e mercados exemplificativos, incluindo outros não expressamente citados, mencionando, entre eles, o mercado de capitais, as bolsas de valores e as pessoas que negociem títulos e valores mobiliários.

E não poderia ser diferente, pois o mercado financeiro e o mercado de capitais (do qual, o mercado de valores mobiliários é uma parte) integram a expressão sistema financeiro nacional, como fica evidente da análise sistemática da Lei da Reforma Bancária, da Lei do Mercado de Capitais e da Lei do Mercado de Valores Mobiliários.

Em 29.05.2003, a Emenda Constitucional n.º 40 alterou a redação do *caput* e revogou todos os incisos e parágrafos do art. 192, eliminando quaisquer dúvidas que pudessem pairar ao aludir, de modo categórico, a “*todas as partes que o compõem*” (i.e., o Sistema Financeiro Nacional). Em tal referência, estão circunscritos todos os mercados que dele são parte, incluindo o mercado de capitais. A redação, como então emendada, ficou como segue:

⁶¹ Celso Ribeiro Bastos e Ives Gandra Martins ressaltam que a Constituição Federal de 1988 era “*inovadora, ao incluir um capítulo específico a respeito do sistema financeiro nacional*”, que anteriormente era tratado de modo infraconstitucional (*Comentários à Constituição do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*. 7.º volume, São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 359-60).

⁶² A redação original do *caput* era a seguinte: “*Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre: (...)*”. Os incisos continham, na sequência, uma série de disposições sobre os mercados financeiro, securitário, previdenciário, de capitalização e sobre o órgão regulador desses setores, o BACEN. Além disso, o §3.º cuidava do assunto da limitação às taxas de juros reais.

⁶³ TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Op. Cit.*, 2002, p. 299.

⁶⁴ SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 21ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 801.

“Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (grifou-se).

Assim, por imposição constitucional, o sistema financeiro nacional deve ser estruturado com o objetivo de fomentar o desenvolvimento equilibrado do País e o interesse da coletividade e consubstancia, em todas as partes o compõem, matéria de importância constitucional⁶⁵. Importante lembrar também que não há dúvida de que a CF/88 encontrou em vigor e recepcionou a Lei da Reforma Bancária, a Lei do Mercado de Capitais e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários⁶⁶.

Cabe salientar, também, que o art. 22, inciso XIX, da CF/88 estabelece como competência privativa da União legislar sobre “*sistemas de poupança, captação e garantia da poupança popular*”. A sua vez, o art. 174 autoriza o Estado a intervir na atividade econômica como agente e regulador, com as funções de fiscalização, incentivo e

⁶⁵ José Marcelo Martins Proença sustenta que a vedação ao uso indevido de informação privilegiada é questão social, de interesse público, com fundamento constitucional, no art. 3.º, inciso II, que define, como um dos objetivos fundamentais da República Federativa, “*garantir o desenvolvimento nacional*”. Vide as seguintes obras contendo esse raciocínio: (i) *Op. Cit.*, 2005, pp. 191-197; (ii) *Repúdio ao insider trading*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). *Mercado de Capitais*. Série GVlaw: Direito, Gestão e Prática. São Paulo: Saraiva, pp. 17-88, 2013, pp. 34-44; e (iii) *Insider Trading – O primeiro caso de criminalização pela justiça brasileira*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, pp. 253-93, 2014, pp. 262-8. A nosso sentir, a obrigação de promover o desenvolvimento nacional, de modo amplo, não é exatamente o fundamento que justifica a obrigação de vedar o aproveitamento de distorções informacionais no mercado de valores mobiliários, embora seja possível estabelecer uma relação indireta, o que, porém, não torna a primeira o fundamento constitucional da segunda. Afigura-se, em verdade, mais preciso sustentar que os arts. 22, inciso XIX, e 192 da CF/88 delineiam um princípio constitucional de proteção à poupança popular, que tem, por corolário, a proteção dos participantes dos mercados de capitais e financeiro de práticas lesivas e das armadilhas e brechas que podem descredibilizar tais mecanismos de investimentos. Aí sim, a todo sentir, se encontram as bases constitucionais para as limitações legais e regulatórias ao *insider trading*.

⁶⁶ Nesse sentido, ao comentar o art. 192 da Constituição da República e reconhecendo que o mercado de capitais e o mercado de valores mobiliários são parte integrante do sistema financeiro nacional, Celso Ribeiro Bastos e Ives Gandra Martins afirmam que a Lei da Reforma Bancária foi recepcionada com eficácia de lei complementar e prevalece enquanto o Congresso Nacional não tiver estruturado o sistema financeiro nacional de maneira diferente, vigorando, também, a Lei n.º 4.728, de 14.07.1965 (Lei do Mercado de Capitais) e a Lei n.º 6.385, de 07.12.1976 (*Op. Cit.*, 1990, pp. 358-61). No mesmo sentido, afirma-se, entre os penalistas, que “[o] atual perfil infraconstitucional do sistema financeiro brasileiro remonta a 1964, período posterior ao golpe militar (...) Os marcos regulatórios desse sistema se apoiam na Lei da Reforma Bancária (Lei 4.595/64), na antiga Lei do Mercado de Capitais (Lei 4.728/65) e na Lei da Comissão de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76)” (LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76)*. In: Revista Brasileira de Ciências Criminais, v. 14, n. 60, São Paulo: RT, pp. 78-117, maio 2006, p. 85).

planejamento, autorizando a atuação do CMN, BACEN e CVM, que devem perseguir os objetivos insculpidos no art. 192 da Carta Magna.

A partir dos anos 90, testemunhou-se, no âmbito do mercado de capitais brasileiro, uma profunda mudança no perfil de seus participantes, nos volumes financeiros envolvidos e nas oportunidades de ganho, legítimo ou não.

Com a gradual abertura da economia brasileira, melhora da situação macroeconômica e evolução do marco regulatório, o interesse de investidores no mercado de capitais aumentou significativamente e algumas das companhias nacionais chegaram, inclusive, a acessar os mercados internacionais⁶⁷, principalmente por meio da emissão de ADRs negociados na NYSE. Como resultado desse movimento de internacionalização, os padrões de transparência e governança corporativa dessas companhias brasileiras tiveram de se ajustar a certas exigências então impostas pela SEC e também às demandas dos investidores internacionais.

1.6. Reforma de 1997 à Lei das S/A e à Lei n.º 6.385/76

Desde a promulgação da Lei das S/A e da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, as leis sofreram modificações pontuais, de tempos em tempos, tendo sido alvo de reformas mais profundas somente por meio da Lei n.º 9.457, de 05.05.1997.

Nessa reforma, a Lei das S/A foi alterada com o propósito de viabilizar os processos de privatização⁶⁸, notadamente por meio da supressão do direito de recesso dos acionistas minoritários no caso de cisão e do fim da obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações em caso de alienação de controle, além da concessão de certos benefícios de natureza fiscal.

⁶⁷ Em 1991, o ingresso líquido de recursos foi de U.S.\$ 386 milhões. Entre 1993 e 1996, tal número aumentou para um ingresso líquido médio de U.S.\$3,3 bilhões ao ano. Em 1998, em virtude do temor da crise cambial (que efetivamente se concretizou em 1999), ficou negativo em U.S.\$ 2,46 bilhões. Conforme: *Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo, jul/2000, p. 6 (Disponível em <https://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_Livros/mercado_capitais_desafios.pdf>; acessado em 06.01.2018).

⁶⁸ A exposição de motivos da Lei n.º 9.457/97 anunciava que a reforma vinha para “*facilitar a abertura de capital de empresas, assim como reforçar os direitos dos acionistas minoritários, especialmente aqueles possuidores de ações sem votos ou com voto restrito*” e, simplesmente, deixava de mencionar a exclusão do direito de *tag along* em caso de alienação de controle e do recesso em caso de cisão e dissolução, focando somente nas melhorias relacionadas com ações preferenciais.

A Lei n.º 9.457/97 não modificou disposições da Lei das S/A que se relacionam com o dever de divulgar ou o dever de lealdade.

Simultaneamente à reforma da Lei das S/A, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários foi alterada com o fortalecimento substancial dos poderes de fiscalização da CVM, inclusive atribuindo-lhe o poder de impor sanções administrativas bem mais rigorosas que aquelas anteriormente disponíveis.

Ao apresentar o Projeto de Lei n.º 1.564, em 28.02.1996, em sua Justificação, o então Deputado Antonio Kandir salientou que, “*com base no entendimento de que o desenvolvimento do mercado de capitais exige fiscalização eficaz por parte de seu órgão regulador, o projeto de lei define modificações que melhor instrumentalizam a CVM para desincumbir-se de suas atribuições de proteção ao investidor*”.

Nesse sentido, buscou-se o aperfeiçoamento e, sobretudo, o agravamento das penalidades constantes do art. 11 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários⁶⁹. Como bem ponderou Nelson Eizirik, as alterações de 1997 foram pensadas “*basicamente visando a aumentar a severidade das sanções administrativas*”⁷⁰.

Em adição, a CVM foi autorizada a firmar termo de compromisso, findando investigação ou processo administrativo sancionador, mediante ajustamento de conduta pelo indiciado, sem a assunção de culpa ou confissão dos fatos imputados. Esse instrumento, como amplamente sabido, passou a ser utilizado com frequência e assumiu grande importância para finalizar persecuções de modo célere, flexível e efetivo⁷¹.

⁶⁹ O art. 11 foi modificado para aumentar o escopo da suspensão do exercício de cargos, definir um prazo máximo de vinte anos para a pena de inabilitação temporária e criar duas novas sanções, a proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações (inciso VII) e a proibição temporária de até dez anos de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. As multas tiveram os montantes atualizados para o valor máximo de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) e o percentual incidente no caso de emissão ou operação irregular passou de 30% para 50% do valor das operações.

Além desses parâmetros, foi adicionada uma terceira alternativa de cálculo da multa, importante para a questão sob estudo, que é a sanção pecuniária de “três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito”. A própria redação já indica, como se vê, a sua aplicação para os infratores do dever de se abster de negociar em posse de informação privilegiada (FADANELLI, Vinicius Krüger Chalub; e BRAUN, Lucas. Comentários ao artigo 11. In: CODORNIZ, Gabriela; e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 245).

⁷⁰ *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 244.

⁷¹ A respeito, veja-se SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Op. Cit.*, 2012, pp. 241-85 (Parte IV (Soluções Consensuais e Mecanismos de Cooperação e Coordenação para a Persecução Administrativa, Civil e Criminal)); e também a dissertação de Mestrado de Vinicius Krüger Chalub Fadanelli. *Termo de compromisso em processo administrativo sancionador da*

As alterações assim trazidas na Lei das S/A e na Lei n.º 6.385/76 não chegaram a desenvolver o mercado de capitais, mesmo porque a economia permanecia com elevada dependência de empresas estatais e o mercado de capitais não era, na maioria das vezes, uma alternativa de financiamento ao BNDES, tradicional fonte de longo prazo e a juros baixos⁷².

De se notar também que as empresas que participaram da incursão no mercado internacional aludida no item precedente acabaram por ficar com sua liquidez predominantemente em ADRs negociados nos EUA, não fomentando, de fato, o mercado local. Nesse período, ainda, o número de companhias listadas em bolsa de valores e o número de companhias abertas decaiu ao invés de crescer. É assim que, embora tenha ocorrido o crescimento da capitalização bursátil, do volume negociado e da entrada de capitais estrangeiros, ficou nítido que não havia estrutura apta a sustentar o desenvolvimento do mercado de capitais local.

Havia, assim, uma clara insatisfação, vocalizada por diversos participantes do mercado, exigindo o aperfeiçoamento do arcabouço legislativo, tanto para prover à CVM maior autonomia e mais poderes, como para melhorar a governança corporativa e proteger os direitos dos acionistas minoritários, até mesmo pelo retrocesso representado pela supressão de direitos trazida pela Lei n.º 9.457/97. Ademais, a atratividade das companhias abertas brasileiras era ainda reduzida para os investidores estrangeiros, ao passo que o acesso ao capital estrangeiro era – e continua a ser – essencial para financiar as empresas nacionais, dado o reduzido nível de poupança interna.

1.7. Reforma de 2001 à Lei das S/A e à Lei n.º 6.385/76

Uma nova reforma adveio com a Lei n.º 10.303, de 31.10.2001, que modificou tanto a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, como a Lei das S/A, tendo sido promulgada em conjunto com a Medida Provisória n.º 8, da mesma data, e o Decreto n.º 3.995, também da mesma data.

Comissão de Valores Mobiliários (dissertação de Mestrado). Prof. Orientador José Alexandre Tavares Guerreiro, São Paulo: FDUSP, 2013. Para informações empíricas valiosas a respeito de termos de compromisso em casos de *insider trading*, vale conferir SCALA, Maíra Schweling. *Estudo empírico dos termos de compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários nos casos de insider trading*. Professora Orientadora: Viviane Muller Prado. São Paulo: FGV, 2014.

⁷² Eduardo Secchi Munhoz chama a atenção para os significativos investimentos realizados pelo Estado nas empresas brasileiras seja por intermédio do BNDES, BNESPAR ou de fundos de pensão vinculados a empresas estatais (*Op. Cit.*, 2013, p. 27).

Simultaneamente a tal reforma, um importante desenvolvimento paralelo tinha andamento na antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que, inspirada, entre outras, na experiência do *Neuer Markt* alemão, criou, em dezembro de 2000, os segmentos diferenciados de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. O Novo Mercado se voltava, principalmente, às companhias que iriam fazer sua estreia na bolsa e trazia inovações importantes em termos de governança corporativa⁷³.

No âmbito do mercado de capitais, a Lei n.º 10.303/2001 introduziu profundas mudanças, revisitando o conceito de valores mobiliários⁷⁴ e a estrutura do mercado de valores mobiliários e a da própria CVM, mediante a franca ampliação de seus poderes.

Essa reforma de 2001 acrescentou às competências do CMN e da CVM identificadas no art. 4º da Lei n.º 6.385/76, a atribuição de “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra” (inciso IV) o “uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários” (alínea “c”).

Em adição, foi incluído, na Lei n.º 6.385/76, um Capítulo de “crimes contra o mercado de capitais”, tipificando três condutas: (i) uso indevido de informação privilegiada; (ii) manipulação de mercado⁷⁵; e (iii) exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

⁷³ As exigências de governança corporativa do Novo Mercado incluíam a obrigatoriedade de o capital social ser composto somente de ações ordinárias, acolhendo o princípio de que a cada ação corresponde um voto (*one share, one vote*), direito a *tag along* pelo mesmo valor recebido pelo controlador em caso de alienação de controle e Conselho de Administração com, no mínimo, 20% de membros independentes. Os segmentos Níveis 1 e 2 tinham por objetivo principal oferecer uma alternativa mais palatável às companhias já listadas, adotando exigências de governança corporativa atenuadas e não exigindo a eliminação obrigatória das ações preferenciais, o que implicaria direito de recesso.

⁷⁴ Vide CARVALHOSA e EIZIRIK (*Op. Cit.*, 2002, p. 470) e CHEDIAK, Julian F. P. “A reforma do mercado de valores mobiliários”. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 533.

⁷⁵ Transcreve-se o texto apenas para efeitos de comparação com o tipo de *insider trading*: “Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.

Em outras palavras, em importante desenvolvimento, essa reforma trouxe a criminalização da conduta do uso indevido de informações privilegiadas⁷⁶, sinalizando, de modo contundente, a opção legislativa por endurecer a repressão⁷⁷.

Com isso, a disciplina legal do *insider trading*, anteriormente albergada de forma exclusiva na legislação das sociedades anônimas passou a simultaneamente receber tratamento na legislação dos mercados de valores mobiliários.

No âmbito da Lei do Anonimato, a Lei n.º 10.303/2001 introduziu, igualmente, importantes modificações em pontos críticos, entre os quais, no percentual mínimo de ações ordinárias no capital social, disciplina de acordos de acionistas, direito de recesso, dividendos de ações preferenciais, deveres dos administradores, *golden share* e júízo arbitral, entre outros⁷⁸.

Em especial, a Lei n.º 10.303/2001 acrescentou o §4.º ao art. 155 da Lei das S/A⁷⁹, em redação que permanece em vigor, de modo a estender a proibição a “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso” e, logo, atingir os chamados *tippees*, pessoas que teriam recebido informação relevante não divulgada pelos administradores.

A regulamentação da CVM já era mais abrangente e a doutrina também interpretava a proibição de modo ampliativo, mas, como mencionado alhures, falecia ao órgão regulador base legal legitimando a aplicação da sanção, o que se resolveu em tal reforma.

⁷⁶ Norma Jonssen Parente, já em 1978, sustentava que o uso indevido de informações privilegiadas poderia caracterizar o tipo penal de estelionato, previsto no artigo 171 do Código Penal: “*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*” (PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do Insider Trading*. CVM, junho de 1978, Rio de Janeiro: CVM, p. 12 e ss. (disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>, acessado em 08.01.2018)

⁷⁷ O dispositivo tinha a seguinte redação original:

“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 um a cinco anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.

⁷⁸ Para uma análise detalhada de todas as alterações, veja-se CARVALHOSA, Modesto; e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei de S/A*. São Paulo: Saraiva. 2002.

⁷⁹ “§ 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”.

Por fim, a introdução do §6.º no art. 157 da Lei das S/A⁸⁰ intensificou o dever dos administradores de informar, imediatamente, as modificações em suas posições em valores mobiliários de emissão da companhia, suas controladas e outras empresas do mesmo grupo.

Em 2002, a CVM modernizou a Instrução CVM n.º 31/84, substituindo-a pela Instrução CVM n.º 358, de 03.01.2002, que ainda hoje permanece em vigor, com alterações implementadas em diversas ocasiões, e continua a ser a norma que regulamenta a vedação ao uso de informações privilegiadas⁸¹, assim como a divulgação de fatos relevantes de companhias abertas.

Ainda no exercício de sua competência regulamentar, a CVM editou a Instrução CVM n.º 400, de 29.12.2003, que disciplina o processo de registro e as informações a serem divulgadas no contexto de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário.

Em adição a tal reforma legislativa e produção regulatória pela CVM, foram implementadas, ainda, alterações significativas na tributação de investimentos, com a finalidade de fomentar o mercado de capitais.

Merecem nota a isenção do investidor estrangeiro⁸² de imposto de renda sobre ganho de capital em investimentos de renda variável, a extinção, em julho de 2002, da cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) sobre operações de bolsa e um pacote de incentivos tributários, em 2004, que incluía a redução do imposto de renda sobre ganho de capital para aplicações de renda variável de 20% para 15%, e o aumento do limite de investimento com isenção de ganho de capital para pessoas físicas para R\$20.000,00, visando a impulsionar o interesse do investidor não profissional.

Ainda na linha de modernizar o arcabouço regulatório, a CVM tornou obrigatória a migração para o padrão contábil internacional, baseado nos chamados *International Financial Reporting Standards* (IFRS), de acordo com os pronunciamentos emitidos pela

⁸⁰ “§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia”.

⁸¹ O art. 13 da Instrução CVM n.º 358, de 03.01.2002, cuida da matéria do uso de informação privilegiada. O texto original foi alterado pela Instrução CVM nº 369, de 11.06.2002, Instrução CVM nº 449, de 15.03.2007, e Instrução CVM n.º 568, de 17.09.2015.

⁸² Desde que o investidor não resida em país com tributação favorecida.

International Accounting Standards Board (IASB), de modo a melhorar a qualidade das informações prestadas ao mercado por meio das demonstrações financeiras⁸³.

E para robustecer o conjunto de informações periodicamente divulgadas, a CVM editou a Instrução CVM n.º 480, de 07.12.2009, dispondo sobre o registro de emissores de valores mobiliários e criando o Formulário de Referência.

1.8. A Lei n.º 13.506, de 13.11.2017

Novas mudanças legislativas vieram em 2017, dando sequência à reforma de 1997, com a aspiração de, mais uma vez, tornar mais rigorosas as sanções que a CVM pode impor.

Com texto substancialmente baseado na Medida Provisória n.º 784, de 07.06.2017, o Congresso Nacional aprovou, em regime de urgência, a Lei n.º 13.506, de 13.11.2017, dispondo sobre o processo administrativo sancionador nas esferas de atuação do BACEN e da CVM e modificando diversos diplomas legais, entre os quais, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários⁸⁴.

A vigência da MP784/2017 terminou sem sua conversão em lei ordinária, o que levou à apresentação de projeto de lei ao Congresso Nacional, com texto praticamente idêntico, que tramitou em regime de urgência e resultou na edição da Lei n.º 13.506/2017.

Para cumprir seus objetivos, *“foi ajustada a redação do art. 11 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com o objetivo de atualizar o rol de penas passíveis de aplicação pela Autarquia, elevando os valores previstos no §1º daquele artigo”*⁸⁵, o que significa a *“possibilidade de aplicação de sanções ainda mais efetivas, do ponto de vista prático, e mais severas, em termos pecuniários”*⁸⁶.

⁸³ A respeito de tal convergência e das dificuldades trazidas pelas incompatibilidades entre, de um lado, a lei societária e as normas da CVM e, de outro, o novo sistema contábil guiado pelos IFRS, veja-se ARAGÃO, Paulo Cezar. *A Lei das Sociedades Anônimas e os padrões contábeis internacionais (IFRS): uma convivência nem sempre harmônica*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 661-682, 2017.

⁸⁴ A exposição de motivos da MP784/17 indica, no que se refere ao mercado de valores mobiliários, que o texto *“atualiza e aprimora procedimentos relativos aos processos sancionadores conduzidos no âmbito da CVM, de modo que sua atuação possa ser ainda mais efetiva, dissuadindo a prática de infrações e mantendo a confiança no ambiente regulatório do mercado de capitais e a credibilidade de seu órgão regulador, aspectos essenciais ao desenvolvimento econômico do País”* (Exposição de Motivos da MP 784/2017, enviada à Presidência em 10.03.2017, EMI n.º 00008/2017 BACEN MF, Brasília, 2017).

⁸⁵ Exposição de Motivos da MP 784/2017, p. 2.

⁸⁶ *Ibidem*, 2017, p. 2.

A Lei n.º 13.506/2017 ampliou também a redação do tipo penal de *insider trading*⁸⁷ para abranger qualquer pessoa que negocie com valores mobiliários, fazendo uso de informação privilegiada e não apenas aqueles que tenham dever de sigilo, como constava em sua redação original de 2001.

Em adição, o §1º criou um novo tipo penal, o de repasse de informação privilegiada, contemplando as situações em que o *insider* venha a repassar a informação relevante a um terceiro.

1.9. O mercado de capitais atual e a segurança jurídica

A partir da reforma de 2001, da criação do Novo Mercado e demais medidas que foram adotadas, observou-se uma franca aceleração do mercado de capitais. Basta ver que, entre 1995 e 2003, foram registradas apenas seis ofertas públicas iniciais de ações, ou *initial public offerings* (IPOs na sigla em inglês), enquanto, a partir de 2004, o número de companhias abrindo seu capital decolou, atingindo o ápice em 2007, quando sessenta e quatro empresas fizeram sua estreia na bolsa de valores em um mesmo ano.

A partir do IPO da Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), a empresa a inaugurar o segmento de listagem do Novo Mercado, tal segmento recebeu, ao longo de dez anos, cento e vinte e cinco companhias⁸⁸ e a comunidade de investidores passou a exigir, em muitos casos, o “selo de qualidade” da adesão aos padrões de governança corporativa de tal segmento como condição precedente para investir em uma distribuição pública de ações⁸⁹.

⁸⁷ “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 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.

§ 1.º *Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.*

§ 2.º *A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”.*

⁸⁸ O número de empresas não se alterou significativamente desde então, sendo que, em março de 2017, quando foi aprovada a primeira reforma mais ampla do Regulamento do Novo Mercado, o total era de 131 empresas listadas.

⁸⁹ CARVALHO, Ney. *Op. Cit.*, 2014, p. 253.

Entre 2008 e 2009, as agências de classificação de risco de crédito internacionais elevaram o *rating* da dívida de longo prazo em moeda estrangeira do Brasil para “BBB-”, ou seja, o Brasil obteve o chamado “grau de investimento”⁹⁰.

Contudo, com a instalação da crise financeira internacional originada pelos créditos *sub-prime* nos EUA, o mercado de capitais brasileiro sofreu brusca interrupção na promissora tendência que se observava. De uma marca de sessenta e quatro empresas que abriram o capital em 2007, o número caiu dramaticamente, e em 2014, 2015 e 2016, houve somente uma abertura de capital em cada ano, ao passo que foram efetuadas quinze, onze e dezessete cancelamentos de registro, respectivamente⁹¹. Em outras palavras, o número de companhias abertas vem observando tendência de redução. Em 2015, o Brasil também deixou de ostentar o selo de bom pagador (*investment grade*) que tanto tempo levou para fazer jus.

A poupança interna não é suficiente para financiar o investimento e sua tendência, nos últimos anos, é francamente declinante, tanto no setor privado, como no setor público, conforme demonstra estudo de fevereiro de 2015 conduzido pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC)⁹².

Persiste também um cenário de escasseamento de concessão de crédito pelo BNDES e por bancos privados conjugado com uma seletividade maior por investidores na aquisição de ações ou de títulos de dívida no mercado de capitais internacional, donde resultam as dificuldades significativas que as empresas brasileiras vêm enfrentando para se financiar.

Não obstante a conjuntura acima retratada, o acesso das empresas aos mercados de dívida e de ações, tanto no âmbito local como internacional é imprescindível para a retomada do crescimento sustentável.

⁹⁰ A importância do grau de investimento decorre do fato de que muitos fundos de pensão, *endowments* e outros investidores institucionais internacionais somente podem, de acordo com suas políticas de investimento, investir em ativos de países com grau de investimento.

⁹¹ Informações extraídas da Nota CEMEC 01/2017: “*Mercado de Capitais Evolução Recente e Cenário para 2017*” (Nota CEMEC 01/2017). Fevereiro de 2017. Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC) - IBMEC. Disponível em <http://cemec.fipe.org.br/NotasCemecDiversos_files/NOTA-CEMEC-01-2017-FINAL.pdf> (acessado em 08.01.2018).

⁹² Conforme a Nota CEMEC 01/2015: “*Redução da Taxa de Poupança e as Empresas Não Financeiras – 2010/2014*”. Fevereiro de 2015. Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC) - IBMEC. Disponível no <http://cemec.fipe.org.br/NotasCemecDiversos_files/NOTA-CEMEC-01-2015-.pdf> (acessado em 08.01.2018).

Há sinais recentes de volta de atividades no mercado de capitais brasileiro, com a emblemática migração da mineradora Vale e da empresa de papel e celulose Suzano para o segmento do Novo Mercado da B3 e a realização de dez novas aberturas de capital em 2017, incluindo a estreia da BR Distribuidora, subsidiária da Petrobras, o que pode sinalizar a saída da maior recessão das últimas décadas. São sinais promissores, mas o caminho ainda é longo.

As empresas somente poderão se financiar, se o investidor, além de acreditar na valorização da cotação dos valores mobiliários ou no futuro repagamento dos títulos de dívida, tiver confiança na integridade, solidez e estabilidade das instituições do mercado de capitais brasileiro e, em particular, que haverá mecanismos de *enforcement* adequados para refrear as violações do ordenamento jurídico.

E a confiança depende de muitos fatores que incluem, *inter alia*, a estabilidade jurídica, um sistema de resolução de disputas efetivas, um regime adequado de proteção dos investidores, divulgação correta e suficiente de informações sobre a companhia e seus valores mobiliários, práticas elevadas de governança corporativa e um ambiente de negociação íntegro e financeiramente sólido. Para tanto, o investidor deve saber que a transgressão das regras que permeiam esse ambiente íntegro será identificada, investigada e seus agentes serão adequadamente punidos, seguindo regras estáveis e claras, com segurança jurídica.

No caso brasileiro, contudo, o sistema de resolução de disputas sofre com a morosidade e a falta de especialização do Poder Judiciário e com as inúmeras dificuldades práticas da arbitragem societária⁹³.

Falta, outrossim, tempo de maturação das instituições, o que faz, por exemplo, com que órgãos reguladores não tenham posição firmada sobre temas importantes para investidores no mercado de capitais. Dois exemplos emblemáticos são as idas e vindas da CVM nas discussões sobre a interpretação do art. 115 da Lei das S/A, nos casos em que o acionista controlador pretende exercer seu direito de voto em situações de potencial conflito

⁹³ Entre outros desafios, não há, como se sabe, qualquer incentivo para um acionista minoritário patrocinar uma causa por anos a fio para beneficiar a sociedade e, portanto, somente ser indiretamente beneficiado, ainda que possa, em se tratando de ação em face do controlador, receber o prêmio de 5% previsto no §2.º do art. 246 da Lei das S/A. Cabe lembrar que em demandas societárias, tanto as arbitrais, como as processadas no Judiciário, há o que Eduardo Secchi Munhoz chama de concentração de custos e dispersão de benefícios (*Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 280).

de interesses⁹⁴, bem como a intrincada discussão sobre os critérios para se estabelecer a linha que determina a obrigatoriedade ou não da realização de OPA por imposição do art. 254-A da Lei das S/A em casos de alienação indireta de controle, consolidação de poder de controle, aquisição de controle minoritário, aquisição originária de controle e outras hipóteses não claramente disciplinadas⁹⁵.

Como bem sugere Eduardo Secchi Munhoz⁹⁶, é importante avaliar criticamente a evolução do direito societário e do mercado de capitais nos últimos anos, com o objetivo de prepará-los para os desafios nos anos vindouros.

O objetivo deste estudo é fazer uma pequena contribuição dentro desse contexto com o objetivo de aprofundar a discussão a respeito da disciplina jurídica do *insider trading* e, em particular, o critério da relevância que deve estar preenchido para a caracterização da informação como privilegiada.

⁹⁴ Vide a vacilante evolução na interpretação do art. 115 da Lei das S/A e seus parágrafos, por meio da análise dos casos TIM (Inquérito Administrativo TA/RJ-2001/4977), PREVI/SISTEL/Tele Norte Leste (Inquérito Administrativo TA-RJ2002/1153), Duratex/Satipel (Processo CVM RJ-2009-5811), Tractebel (Consulta – Processo Administrativo n.º RJ-2009-13179) e, mais recentemente, Oi/Portugal Telecom (Processo CVM RJ2013/10913). Em doutrina, entre tantos outros, com opiniões contrastantes sobre o conflito de interesses formal e material, ver FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. *Ainda o Conceito de Benefício Particular: Anotações ao Julgamento do Processo CVM n.º RJ 2009/5811*. In: Revista de Direito Mercantil 149/150, ano XLVII (Nova Série), pp. 293-322, jan/dez 2008; e SALOMÃO FILHO, Calixto. “*Conflito de Interesses: oportunidade perdida*” e “*Conflito de interesses: novas esperanças*”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Malheiros Editores, 2015, p. 104-25.

⁹⁵ Dado o terreno pantanoso, há farta produção de alta qualidade discorrendo sobre o assunto. A respeito, por todos, vide MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Da alienação à aquisição de controle: uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros Editores, pp. 201-29, 2014; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Alteração do controle direto e indireto*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e AZEVEDO, André N. de Moura (org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010; e PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

⁹⁶ A sugestão é de 2009, mas permanece absolutamente atual e oportuna (*Desafios do Direito Societário Brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). *Direito societário - desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, p. 120-157, 2009, p. 123).

2. FUNDAMENTOS DA VEDAÇÃO AO INSIDER TRADING

2.1. As teorias do *insider trading*

A maioria das legislações modernas veda de forma expressa o uso da informação privilegiada. Em alguns casos o faz por meio da legislação sobre sociedades anônimas, em outros a vedação está positivada na legislação do mercado de capitais⁹⁷. Por aqui, como se viu, há, atualmente, tratamento legal em ambos diplomas legais.

A distinção, em muito, se deve à ênfase que o legislador dá, em termos de importância, aos valores a serem tutelados. Há sistemas, como o norte-americano, em que o objetivo é proteger o mercado e a companhia aberta dos eventuais desmandos daqueles que têm um acesso privilegiado a informações e estão submetidos a deveres fiduciários. Em outros, como o europeu, a proteção se volta a equalizar as oportunidades entre os investidores de mercado por meio de igualdade no acesso a informações relevantes.

Usando uma ótica de Direito e Economia, Laura Nyantung Beny discute os fundamentos do *insider trading* de acordo com dois modelos⁹⁸ principais: aquele baseado nas teorias de conflito de agência e aquele baseado nas teorias de mercado⁹⁹.

Os defensores do primeiro modelo analisam os efeitos do *insider trading* sob a ótica da clássica problemática do conflito de agência¹⁰⁰, ou seja, da separação entre propriedade e gestão¹⁰¹, focando no impacto que a negociação por *insiders* tem na eficiência da

⁹⁷ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “*Conselho de Administração e Diretoria – Deveres e Responsabilidades*”. In: LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, pp. 790-913, 2017.

⁹⁸ Sobre o uso de modelos, vale lembrar o alerta do professor GUERREIRO ao criticar a utilização dos conceitos de sistemas e modelos à época da formulação da Lei das S/A, apontando a tendência de “*formulação apriorística de categorias de razão. (...) A mesma conotação de fazer a realidade se dobrar à razão, que inspirava tanto o sistema quanto o modelo, seria o fator decisivo de qualquer eventual hesitação: a razão resolvia tudo, ou apelando à capacidade universalizante dos sistemas ou à funcionalidade presumida dos modelos*” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade Anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*. In: In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* – São Paulo: Quartier Latin, pp. 20-28, 2010, p. 20).

⁹⁹ BENY, Laura Nyantung *A Comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading*. John M. Olin Center for Law & Economics. Paper #04-004. University of Michigan Law School, 2004, p. 4-5. Disponível em https://repository.law.umich.edu/law_econ_archive/art4/ (acessado em 08.01.2018).

¹⁰⁰ Ver JENSEN, Michael C.; e MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (4), pp. 305–360, 1976.

¹⁰¹ Como explicam Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, um dos fenômenos mais notáveis da moderna vida empresarial consiste no distanciamento entre propriedade e gestão, marcado pelo deslocamento do fulcro

companhia e no valor da empresa e se a desregulamentação do *insider trading* traria benefícios ou agravaria os custos do conflito de agência.

Em contraposição, as teorias de mercado sobre o *insider trading* enfatizam os efeitos mais abrangentes de tal conduta para o mercado de capitais, esmiuçando as implicações sobre eficiência do mercado, performance, liquidez, formação e precisão de preço dos valores mobiliários, entre outras questões.

No caso de jurisdições em que o foco principal era o conflito de agência, adotou-se a vedação na legislação societária, enquanto em jurisdições em que a atenção se voltava ao mercado de modo mais abrangente, a norma foi incorporada à legislação do mercado de capitais.

O fenômeno, para emprestar a expressão de José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, encarta uma “*realidade polifacetada ou poliédrica*”¹⁰², com múltiplos fundamentos e valores afetados, de forma que, para ser possível cotejá-los, é preciso adentrar a discussão de modo mais detido.

2.2. Os deveres fiduciários dos administradores

2.2.1. O dever de lealdade na Lei das S/A

O ponto de início da problemática no Brasil não poderia ser outro que não o dever de lealdade dos administradores na Lei do Anonimato.

Desde a publicação da Lei das S/A, em 1976, o §1.º de seu art. 155 impunha limites à negociação com uso de informação privilegiada. Como se dava notícia logo após a sua promulgação, esperava-se que a norma preceituada no §1.º pusesse fim aos abusos que até então eram testemunhados na realidade das companhias abertas¹⁰³.

O professor Leães ensinava que o mecanismo de repressão ao *insider trading* se voltava a “*um dos mais graves exemplos das disfunções do mecanismo societário nas companhias de mercado, decorrente da cisão entre a propriedade e o controle dos bens de*

das decisões vitais para a sociedade do corpo acionário para os órgãos administrativos (*Ob. Cit.*, vol. 1, 1979, pp. 435-6).

¹⁰² *O crime de abuso de informação privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 37.

¹⁰³ MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das S.A.* vol. 2, tomo I, Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 386.

produção, ocorrida na economia moderna”¹⁰⁴. E mais adiante, ponderava que foi somente na Lei das S/A que a figura delituosa mereceu disciplina dentro de um contexto mais sistemático de preceitos sobre os deveres e a responsabilidade civil dos *insiders*¹⁰⁵.

Em virtude da posição que ocupam na companhia, seus administradores estão expostos a informações, originadas ou adquiridas no curso dos negócios, que são decisivas e estratégicas, mas desconhecidas dos acionistas em geral. Exercem, pela própria natureza dos cargos, papel-chave no desenvolvimento dos negócios, pelo que o sucesso das empreitadas, de forma ampla, depende da dedicação e capacidade desses indivíduos em larga medida.

Por outro lado, como resultado da posição ocupada, que é “privilegiada”, ficam ao alcance dos administradores oportunidades de adoção de medidas que poderiam resultar em benefícios particulares, em vez de beneficiarem, como deveriam, a sociedade. Como bem alerta Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, o administrador “[d]eve servir à companhia, e não servir-se dela”¹⁰⁶. Daí a necessidade de intervenção da legislação societária para impedir que os administradores realizem atos em seu próprio interesse e, por isso mesmo, a inclusão do dever de lealdade, que ganhou projeção no direito norte-americano como *standard of loyalty*.

No assunto aqui tratado, as informações a que o administrador de companhia aberta tem acesso o expõem à tentação de se aproveitar de oportunidades extraordinárias de ganhos, mediante a aplicação de seu próprio patrimônio em negócios no mercado de valores mobiliários.

Mas há que se lembrar, a respeito, que é a companhia que origina e adquire tais informações e conhecimento no desenvolvimento de seus negócios. Essas informações lhe pertencem e, justamente por isso, quando relevantes, merecem o tratamento confidencial conferido pelo §1º do art. 155 da Lei das S/A.

Originalmente, o §1º do art. 155 da Lei das S/A foi regulamentado pela CVM pelo art. 1.º da Instrução CVM n.º 31/1984, que definia como relevante “qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro

¹⁰⁴ LEÃES. *Op. Cit.*, 1982, p. 139.

¹⁰⁵ *Idem*, 1982, p. 176.

¹⁰⁶ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 57-8.

ato ou fato ocorrido nos seus negócios” que cumprisse com as características ali definidas, que, na essência, permanecem intocados na regulamentação atual.

Como alardeado, a reforma de 2001 à Lei das S/A e Lei do Mercado de Valores Mobiliários trouxe três adições sobre o tema.

Primeiro, a vedação acrescida pelo § 4.º ao art. 155, embora dirigida a “qualquer pessoa”, poderia ser interpretada como necessariamente afetando pessoas que estavam em torno do núcleo de deveres fiduciários, seja porque o texto foi apostado na seção atinente ao dever de lealdade, seja porque estava estruturalmente vinculada à quebra do dever de sigilo dos administradores¹⁰⁷.

Segundo, o tipo penal incorporado à Lei n.º 6.385/76, em sua redação primitiva, não deixava margem para dúvida de que o agente deveria ser pessoa vinculada a um dever fiduciário de sigilo da informação (“da qual deva manter sigilo”), ou seja, se dirigia aos administradores e demais pessoas que estivessem “por dentro” dos negócios.

Terceiro, a atribuição de competência para a CVM regulamentar o “uso de informação relevante não divulgada”, por meio da adição da alínea “c” do inciso IV do art. 4.º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, se tornou realidade no ano seguinte por meio da expedição da Instrução CVM n.º 358/2002, que, a exemplo da Instrução CVM n.º 31/1984, trata do assunto sob uma perspectiva inegavelmente societária de cumprimento do dever de informar previsto no art. 157, mediante a publicação de ato ou fato relevante “ocorrido nos negócios da companhia”.

Assim, a abordagem adotada pelo legislador pátrio sempre manteve destacada proximidade ao dever de lealdade, priorizando a administração dos conflitos trazidos pela cisão entre propriedade e gestão. Por isso mesmo, a postura legislativa e regulamentar se concentrou nas vedações em torno da legislação das sociedades anônimas e não da lei do mercado de capitais¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Vide o item 3.2.3 para essa discussão.

¹⁰⁸ João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli consideram equivocada “a posição deste regramento justamente na seção de que trata dos deveres e responsabilidades dos administradores” (SCALZILLI, João Pedro; e SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado*. In: Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, v. 43, n. 147, São Paulo: Malheiros, p. 42-54, julho/setembro, 2007, p. 44).

2.2.2. *Fiduciary duties nos EUA e as decisões em Chiarella e Dirks*

A legislação dos EUA não define o que é *insider trading*, o que faz com que a interpretação do conceito seja historicamente extraída de um conjunto errático formado pela vedação anti-fraude da Seção 10(b) do Securities Exchange Act, uma série de decisões judiciais e a regulamentação expedida pela SEC, incluindo a Rule 10b-5.

A SEC fez prevalecer uma linha de paridade informacional nas primeiras decisões em matéria de *insider trading*, como se verá mais abaixo no item 2.4, mas foi surpreendida com duas decisões da Suprema Corte que mudaram definitivamente o rumo da disciplina.

O primeiro caso se originou dos seguintes fatos em breve síntese. Vicent Chiarella era funcionário da Pandrick Press, uma empresa de impressão que, *inter alia*, preparava editais, prospectos e materiais de *tender offers*, e usava codinomes para preservar a identidade das partes. Vicent Chiarella, um de seus funcionários, conseguiu descobrir a identidade de um alvo em uma *tender offer* e adquiriu valores mobiliários de tal companhia antes do anúncio da oferta. Com o anúncio, o preço das ações disparou e Chiarella as vendeu com ganhos significativos. Chiarella foi condenado por *insider trading* na corte distrital e no tribunal de apelação do Segundo Circuito com base na teoria da igualdade de acesso à informação¹⁰⁹.

Em julgado de 1980, entretanto, a Suprema Corte absolveu Chiarella¹¹⁰, por maioria, com relatoria do *Justice* Lewis Powell, postulando que, de acordo com a legislação norte-americana, não existe um direito de igualdade no acesso à informação no âmbito do mercado de capitais. A absolvição se baseou no argumento de que Chiarella não tinha qualquer dever fiduciário, direta ou indiretamente, às contrapartes do negócio (outros acionistas), nem à emissora dos valores mobiliários. Ao usar tais informações, Chiarella negociou valores mobiliários em posição de vantagem informacional, mas a Suprema Corte refutou a acusação de que deveria haver paridade informacional.

O segundo caso se desenvolveu a partir de uma conversa entre Raymond Dirks, um analista financeiro que provia assessoria financeira na indústria de seguros, e Ronald Secrist, ex-funcionário de uma empresa que havia sido adquirida pelo Equity Funding. Na ocasião,

¹⁰⁹ SEC v. Chiarella, No. 77 Civ. 2534 GLG (S.D.N.Y. May 24, 1977); e United States v. Chiarella, 588 F.2d 1358 (2d Cir. 1978), rev'd, 445 U.S. 222 (1980).

¹¹⁰ Chiarella v. U.S. 445 U.S. 222 (1980).

Secrist alegava que uma subsidiária da Equity Funding estava criando apólices de seguro falsas para inflar seus números de vendas e vendendo participações em imóveis inexistentes. Dirks iniciou, por sua conta, uma investigação e, em seu curso, conversou com alguns funcionários da Equity Funding, investidores e outros membros da comunidade financeira. Não surpreendentemente, algumas dessas pessoas venderam suas ações. Dirks também falou com a SEC e um jornalista de The Wall Street Journal, que, com essas informações, publicou uma reportagem de capa e foi indicado para o Prêmio Pulitzer. Em adição, a Equity Funding entrou em liquidação (*receivership*) e a SEC obteve a condenação de Dirks por *insider trading* que foi mantida em apelação no Circuito de D.C. e, dali, o caso foi admitido para apreciação pela Suprema Corte.

Na Suprema Corte em *SEC vs. Dirks*¹¹¹, o Justice Powell novamente reverteu a decisão e absolveu Dirks, expandindo a análise e prescrevendo as linhas principais para a análise de casos de *insider trading*, que ainda hoje se aplicam. Reiterando Chiarella, explicou que não há dever de divulgação quando a pessoa que negociou com base em informação privilegiada não era um “agente”, um fiduciário ou uma pessoa em quem os vendedores das ações depositaram sua confiança¹¹². Consignou ainda que os argumentos da SEC “parecem enraizados na ideia de que as disposições anti-fraude requerem paridade informacional entre todos os participantes”, mas o precedente Chiarella “repudiou qualquer noção de que todos os participantes devem desfrutar de informação iguais quando negociam”¹¹³.

Na decisão, ainda, reconhecendo que a situação de *tippees* causava dificuldades, determinou que “um *tippee* assume um dever fiduciário para os acionistas da companhia aberta de não negociar com base em informação privilegiada somente quando o insider violou o seu dever fiduciário aos acionistas ao transmitir a informação para o *tippee* e o *tippee* tem ciência ou deveria ter de que tal violação ocorreu”¹¹⁴. E na definição do que seria essa violação pelo *insider*, a Corte decidiu que “ausente algum ganho pessoal, não haverá quebra de dever para os acionistas e ausente uma violação pelo *insider*, não há violação dali derivada”¹¹⁵.

¹¹¹ 463 U.S. 646 (1983).

¹¹² *Idem*, p. 654.

¹¹³ *Ibidem*, p. 657.

¹¹⁴ *Idem*, p. 647.

¹¹⁵ *Ibidem*, p. 647.

Com esses dois casos, nos EUA, houve um enfraquecimento substancial, senão uma ruptura, do vínculo entre *insider trading* e os princípios do mercado de valores mobiliários¹¹⁶.

2.2.3. *A teoria do misappropriation e os casos Carpenter e O'Hagan*

Em vista do estreitamento dramático do conceito de *insider trading*, a SEC buscou ampliar novamente a restrição por meio da teoria da *misappropriation* (que poderia ser traduzida como apropriação ilegal).

A tese desenvolvida, em essência, era de que estaria proibida a negociação no mercado usando informação confidencial em violação de um dever fiduciário para com a fonte da informação, ainda que a pessoa não tenha deveres perante a emissora dos valores mobiliários ou a contraparte do negócio.

Essa teoria chegou à Suprema Corte pela primeira vez no caso *Carpenter*¹¹⁷. O ministro Powell se aposentou e não participou de tal deliberação, mas o julgamento terminou com quatro votos a favor e quatro contra, mantendo-se, assim, a decisão recorrida, que acolhia a teoria do *misappropriation*, mas sem atribuição de força vinculante ao precedente em razão da decisão de empate.

Curiosamente, no caso *Carpenter*, o principal acusado era R. Foster Winans, um jornalista do *Wall Street Journal*, autor da coluna “*Heard on the Street*”, que é publicada diariamente a respeito de valores mobiliários e suas emissoras e é considerada influente a ponto de ter impacto nas cotações.

As políticas do *Wall Street Journal* estabeleciam inequivocamente que o conteúdo de suas publicações era confidencial e de propriedade do jornal. O jornalista, contudo, dividiu o conteúdo das colunas de antemão com os demais acusados, que, por sua vez, operaram com base no impacto esperado no preço dos valores mobiliários. Segundo essa teoria, Winans violou, assim, um dever fiduciário com seu empregador e, assim sendo, se apropriou indevidamente de uma informação confidencial, que dele era propriedade.

¹¹⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. *Regulating insider trading in post-fiduciary duty era: equal access or property rights?* In: BAINBRIDGE, Stephen M. (ed.). *Research Handbook on Insider Trading*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, pp. 80-98, 2013, p. 80-1.

¹¹⁷ U.S. v. Carpenter, 484 U.S. 19 (1987).

Não obstante, a teoria do *misappropriation* foi, depois, endossada pela Suprema Corte no caso *O'Hagan*¹¹⁸. Em tal caso, o escritório Dorsey & Whitney, da cidade de Minneapolis (EUA), do qual o advogado James O'Hagan era sócio, havia sido contratado por uma empresa inglesa que avaliava lançar uma oferta para a compra de uma companhia aberta sediada em Minneapolis. O'Hagan não estava envolvido na negociação, mas ouviu a seu respeito em uma conversa em um almoço e passou a adquirir aceleradamente ações e opções da companhia alvo, a ponto de se tornar o maior investidor pessoa física na companhia. A decisão da Suprema Corte decidiu que O'Hagan deveria ser responsabilizado nos termos da Rule 10(b) por apropriação ilegal de informação confidencial que pertencia à empresa inglesa que, a seu turno, contratou o escritório.

Essas decisões dão lastro ao entendimento do professor Stephen M. Bainbridge de que muito da controvérsia sobre o tema hoje gira em torno de direitos de propriedade sobre as informações da companhia aberta associada a violação de deveres fiduciários, ao invés de uma abordagem de que *insider trading* seria ato de fraude, dolo e manipulação¹¹⁹.

O que se nota, contudo, de pronto, é que a solução é parcial. Se a informação não for criada no âmbito da companhia ou no curso de seus negócios, dependendo das circunstâncias pode não haver base para punição com base na teoria clássica do *insider trading*, tampouco na da *misappropriation*. Basta ver o exemplo de *Carpenter*. Se o *Wall Street Journal* não tivesse uma política interna vedando o uso do conteúdo ou, ainda, se fosse a tesouraria do próprio jornal negociando valores mobiliários não haveria uma apropriação ilegal da informação confidencial.

A Lei das S/A e a Lei n.º 6.385/76 se inspiraram na legislação norte-americana no que diz respeito ao mercado de valores mobiliários, embora a realidade das companhias brasileiras não se assemelhasse – e, na maioria das vezes, ainda não se assemelhe – em termos de dispersão, estrutura e desenvolvimento às norte-americanas¹²⁰, de sorte que é importante ter-se em mente os desenvolvimentos observados por lá, antes de buscar importar

¹¹⁸ U.S. v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 652 (1997).

¹¹⁹ “The Court should have focused on the problem as one of implicating fiduciary duties with respect to property rights in information, rather than one of deceit or manipulation” (BAINBRIDGE. *Op. Cit.*, 2013, p. 98).

¹²⁰ Basta recordar que a maioria das empresas ainda apresentem controle definido, com alguns poucos exemplos de dispersão (e.g., B3 S.A., Embraer, Gafisa, BR Malls, Valid Soluções e Hering), a regra da vedação ao *insider trading* também se justifica, pois ainda que os administradores, em sua maioria, tenham ligações próximas aos acionistas controladores, a não expropriação de benefícios da companhia, por meio do uso das informações privilegiadas, é medida impositiva para a proteção dos acionistas minoritários.

quaisquer posições ou soluções que tenham sido adotadas nos EUA, especialmente as que tenham alguma relação com os deveres fiduciários.

2.3. O imperativo ético

É inevitável uma reação imediata e quase instintiva de que a utilização de informação privilegiada deve ser repelida pela ordem jurídica. A prática, de fato, sempre foi prontamente vilificada, mas, muitas vezes, de modo superficial, sem discussão da questão. O argumento em geral invoca alegações de que é antiético, imoral, injusto ou, simplesmente, errado.

Nos EUA, em *Cady, Roberts* a SEC justificou a proibição em razão da “injustiça inerente” (*inherent unfairness*) ao *insider trading*¹²¹. Em outro caso, em decisão judicial, o *insider trading* foi descrito como uma “manifestação de indevida ganância entre aqueles que já têm um futuro promissor, a merecer intervenção legislativa, se não outro motivo, para entregar uma mensagem de repúdio em nome da sociedade norte-americana”¹²².

Gary Lawson buscou abordar a questão de modo técnico e mais construtivo, com o propósito de tratar as diversas dimensões de ordem ética, de um modo mais aprofundado, embora, como o próprio autor reconhece, seu artigo provoque mais discussões e novas indagações do que atinja conclusões¹²³. O autor sugere, como conclusão, que aqueles que se alinham com o conceito de moralidade de Cícero e Antípatro¹²⁴ podem muito bem entender que o *insider trading* seria imoral e também que defensores dos direitos de propriedade, da linha do liberalismo clássico de John Locke, podem argumentar, no mínimo, que há um tipo de negócio que por certo merece censura moral, que é aquele entabulado com base em bem que não lhe pertence (o bem sendo, neste caso, a informação).

Nelson Eizirik adiciona que “as razões éticas derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, uma vez que, dado o desequilíbrio entre a posição do insider e a dos

¹²¹ In *Re Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC 907, 912 (1961).

¹²² *Friese vs. Superior Court*. 36 Cal. Rptr. 3d 558, 566 (Cal. App. 2005).

¹²³ *The Ethics of Insider Trading*. In: *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 11, n.º 3, pp. 727-784 (verão de 1988).

¹²⁴ Ao longo do texto, Gary Lawson desenvolve a ideia de que os pensadores reprovavam a negociação de bens omitindo fatos importantes para a contraparte por violar um dever de igualdade informacional (*Idem*, 1988, pp. 737-743).

*demais participantes do mercado, é injusto que o insider aufera lucros unicamente por ter acesso a informações que não são públicas*¹²⁵.

Stephen M. Bainbridge sustenta que os questionamentos éticos que giram em torno do *insider trading* estão ligados a três aspectos principais que são vistos como injustos: (i) o *insider* ferir seus deveres fiduciários perante os acionistas e a companhia; (ii) o desequilíbrio informacional relevante; e (iii) perdas da contraparte para o *insider* ao negociar com os valores mobiliários¹²⁶.

Fica claro tanto da discussão no estrangeiro, como aqui, que a alegação de afronta aos padrões éticos sempre deriva de conjunto de potenciais violações de outros conceitos afeitos à ideia de justiça, igualdade e boa-fé.

Outra abordagem, não distante, considera o *insider trading* como uma espécie de corrupção privada, definida como o aproveitamento de uma posição de confiança para obter ganhos próprios¹²⁷. Nessa linha, o argumento aproxima a conduta da desonestidade e, assim, violar os preceitos mais básicos da Justiça.

Há quem argumente, inclusive, que a inefetividade de persecução do *insider trading* se deve, em certa medida, ao fato do Brasil ser um país em que existe uma cultura de corrupção instalada e um certo grau de tolerância a tais práticas¹²⁸. O paralelo é interessante, cabendo ressaltar que, assim como atos que atentam ao patrimônio público, um patrimônio impessoal, o *insider trading* é ato que tem impacto sobre uma coletividade de investidores em um determinado valor mobiliário, sendo difícil, senão impossível, identificar exatamente quem e em que medida foi prejudicado, como será posteriormente abordado.

Aliás, se o *insider trading* fosse admitido pelo ordenamento, uma consequência absolutamente inaceitável seria a de que esse beneplácito poderia ser visto, para os *insiders*, como uma abertura para a exploração de outros métodos de extração de benefício particular,

¹²⁵ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. II, Artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 371.

¹²⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*. In: Florida Law Review, vol. 38, pp. 35-68, inverno de 1986, p. 55.

¹²⁷ KIM, Sung Hui. *Insider trading as private corruption*. In: UCLA Law Review, vol. 61, n.º 4 (maio de 2014), pp. 928-1009.

¹²⁸ MEDEIROS, Otavio Ribeiro de. *Insider Trading in the Brazilian Stock Market*. Publicado em 18.08.2009 (disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1457444>>, acessado em 08.01.2018).

por meio da manipulação de mercado ou a flexibilização do cumprimento do dever de divulgar informação relevante¹²⁹, o que poderia levar a efeitos muito mais nefastos.

Dito isso, todas essas visões tratam de conceitos de atos contrários à ética e, delas, deflui uma clara repulsa ao *insider trading* que justifica a positivação de uma vedação e a sua sanção. Em vista dos valores aqui vigentes, a repulsa à prática é unânime entre nós, não havendo quem seriamente defenda a desregulamentação em nosso país. Ao revés, o legislador não só tornou a conduta uma ofensa criminal, como amplificou seu escopo de aplicação recentemente, o que deixa indene de dúvidas a sua visão a respeito de seu repúdio.

Do exposto, na soma das visões dos respeitáveis autores visitados, vê-se que são múltiplas as razões para se justificar que a conduta de *insider trading* é antiética¹³⁰, passando pela afronta à igualdade, violação da boa-fé, da confiança, do dever de informar e do direito de propriedade.

2.4. A igualdade entre investidores

A repulsa ao *insider trading* quase sempre é articulada em associação ao conceito de igualdade no acesso a informações, da necessidade de um campo de jogo neutro (“*level playing field*”), de não haver um jogo de cartas marcadas.

Marcelo Fernandez Trindade¹³¹ frisa que a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado capitais. Assim, nessa seara, a desigualdade que se busca nivelar é o de informação entre os diversos investidores.

Nos EUA, como já mencionado, era esse o princípio que a SEC inicialmente buscava proteger e, de fato, conseguiu em seus esforços iniciais. No caso *Cady, Roberts & Co.*¹³², J. Cheever Cowdin era, além de diretor da Curtiss-Wright Corporation, sócio de Cady, Roberts & Co., uma corretora de valores mobiliários. Cowdin tomou ciência de que a empresa de

¹²⁹ Roberta S. Karmel sustenta que o *insider* poderia terminar por manipular o momento da divulgação das informações, acelerando ou postergando a publicização, de modo a melhor atender o negócio que fez com seus próprios recursos (Vide KARMEL, Roberta S. *The relationship between mandatory disclosure and prohibition against insider trading: why a property rights theory of insider trading is untenable*. In: 59 Brook. L. Rev. 149, 169-70, 1993). No mesmo sentido, HAFT, Robert J. *Op. Cit.* 1982, p. 1055.

¹³⁰ Após analisar os múltiplos fundamentos, Alan Strudler conclui que *insider trading* fere a moral e os bons costumes e é errado por uma questão de princípio (“*Insider trading is wrong as a matter of principle*”). Cf. STRUDLER, Alan. *Insider trading: a moral problem*. In: Philosophy & Public Policy Quarterly, vol. 29, n.º 3/4, verão/outono de 2009, pp. 12-16).

¹³¹ TRINDADE. *Op. Cit.*, 2002, p. 309.

¹³² 40 S.E.C. 907 (1961).

que era diretor iria reduzir o pagamento de dividendos e dividiu essa informação com Robert M. Gintel, outro sócio da corretora. Gintel, que tinha mandato discricionário, vendeu as ações que 21 de seus clientes detinham em tal companhia antes do anúncio da redução em questão. Gintel não era um *insider* e, tampouco, tinha qualquer relação com as contrapartes que adquiriram as ações que seus clientes venderam.

Em 1961, a SEC condenou administrativamente Gintel, por violação da Rule 10b-5, tendo sido a primeira vez que a SEC fez menção ao conceito de “*disclose or abstain*”. Arrimando-se no princípio de acesso igualitário a informações, a SEC argumentou que negociar com base em informação relevante não pública era ato fraudulento sob a Rule 10b-5¹³³. A SEC suspendeu Gintel por 20 dias de suas funções.

Na sequência, o Segundo Circuito encampou esse princípio de acesso no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*¹³⁴. No caso, a Texas Gulf Sulphur, desde 1959, prospectava, de forma confidencial, a presença de metais preciosos em uma região de Ontário, enviando funcionários que explicitamente tinham sido instruídos a manter sigilosas as informações sobre possível descoberta. As pesquisas encontraram minério de ferro de alta qualidade e a empresa começou a adquirir terras com o objetivo de minerar. Em 1963, funcionários da empresa passaram a comprar ações ou opções sobre a ação e recomendaram a compra para terceiros por haver potencial de elevação do valor. Os preços das ações foram fortemente impulsionados pela divulgação da notícia da descoberta, assegurando ganhos substanciais aos funcionários e demais pessoas que as negociaram. A SEC processou os *insiders* por violação da Rule 10b-5 e o Segundo Circuito acolheu a posição da SEC de que um insider em posse de informação relevante não divulgada estão sujeitos à obrigação de “*disclose or abstain from trading*”¹³⁵. O fundamento era de que *insiders* não poderiam se aproveitar da informação não divulgada e que todos investidores deveriam ter acesso a um conjunto similar de informações quando negociando¹³⁶.

Essa abordagem, porém, não prevaleceu nos EUA, em vista das decisões da Suprema Corte em *Chiarella* e *Dirks* já abordadas no item 2.1.2 supra.

¹³³ 40 S.E.C. 907 (1961), p. 911.

¹³⁴ SEC vs. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848 (2d. Cir, 1968), (*en banc*), *cert. denied*, 394

¹³⁵ *Idem*, p. 848.

¹³⁶ *Idem*, p. 849.

Já na Europa, a preocupação chave para a regulação do abuso de mercado é exatamente o *market egalitarianism*¹³⁷. De modo similar, Kraakman, Armour, Davis, Enriques *et al* ressaltam que a maioria das jurisdições europeias abandonou a ideia de que *insider trading* pressuporia a apropriação indevida (*misappropriation*) de um ativo da companhia ou a violação de um dever fiduciário), resultando em uma lógica embasada no conceito do *market egalitarianism*, i.e., “*aqueles que negociam valores mobiliários em um mercado aberto devem poder confiar no fato de que eles estão em pé de igualdade em termos informacionais com relação aos demais participantes, pois aqueles que tem informação privilegiada estão impedidos de negociar*”¹³⁸.

No Considerando 24 do Regulamento (EU) No. 596/2014¹³⁹, explica-se que “[a] questão de saber se uma pessoa infringiu a proibição do abuso de informação privilegiada ou tentou cometer abuso de informação privilegiada deverá ser analisada à luz do objetivo do presente regulamento, que consiste em proteger a integridade do mercado financeiro e reforçar a confiança dos investidores, baseada, por seu lado, na garantia de que os investidores se encontram em pé de igualdade e protegidos da utilização ilícita de informação privilegiada”¹⁴⁰.

A despeito da SEC não ter conseguido disseminar nos EUA a ideia do acesso igualitário à informação, tal filosofia foi exportada, além da Europa, para a Austrália, Hong

¹³⁷ VENTORUZZO, Marco. *Comparing insider trading in the United States and in the European Union: history and recent developments?* MPILux Working Paper 5, 2014, p. 23, disponível em https://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS_Marco_Ventoruzzo.pdf (acessado em 08.01.2018).

¹³⁸ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; and ROCK, Edward. *The anatomy of corporate law*. 3rd edition. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 258. Tradução do trecho: “*those who trade in securities on a public market should be able to rely on the fact that they are informationally on an equal footing with all other traders, because those with inside information are barred from trading*”. Ver também ARMOUR, John; BENGZTEN, Martin; e ENRIQUES, Lucas. *Investor Choice in Global Securities Markets*. July 2017, p. 57. Disponível em <http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/capital-markets/armour-bengtzen-enriques-final.pdf> (acessado em 08.01.2018).

¹³⁹ Regulamento (EU) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 16.04.2014, e que entrou em vigor em 03.07.2016, na maioria de suas disposições, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj> (acessado em 08.01.2018).

¹⁴⁰ O Regulamento (EU) n.º 596/2014 substituiu a Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, a respeito de abuso de informação privilegiada e manipulação ao mercado. Fica claro do Considerando 12 da Directiva 2003/6/CE, que o objetivo da vedação evoluiu no pensamento europeu para abraçar de modo expresso o chamado *market egalitarianism*: “(12) *O abuso de mercado abrange o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. O objectivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo da legislação contra a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nos mesmos*” (Directiva 2003/6/EC do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 28.01.2003, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj> – acessado em 08.01.2018).

Kong e Cingapura¹⁴¹, muito em razão dos próprios esforços da SEC. No Japão, define-se as categorias de *insiders* e acionistas sujeitos à disciplina, mas, ainda assim, não deixa de vedar que *tippees* negociem conscientemente com informação privilegiada, o que nem sempre é o resultado final da persecução na lógica do sistema norte-americano¹⁴².

No Brasil, há proteção legal determinando um regime em que o acesso às informações deve ser relativamente paritário entre todos os investidores. Daí a importância de se buscar um equilíbrio em que os agentes disponham razoavelmente do “*mesmo nível de informações*”¹⁴³.

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques acusam que “[a]s razões de ordem ética derivam do princípio da igualdade do acesso às informações, o denominado market egalitarianism”¹⁴⁴.

Judith Martins-Costa ressalta, sobre o mercado de valores mobiliários que “*a falta de informações adequadas, neste setor, prejudica o mercado como um todo e não apenas aqueles agentes que não a detém e, por isso, estão em situação de vulnerabilidade informativa ao não dispor das informações para a determinada decisão, ou por restarem – por desinformados – à mercê das práticas desleais por parte daqueles que se encontram em situação de preponderância informacional*”¹⁴⁵.

¹⁴¹ ARMOUR, BENGZTEN e ENRIQUES. *Op. Cit.*, 2017, p. 57.

¹⁴² ARMOUR, BENGZTEN e ENRIQUES. *Idem*, 2017, p. 57.

¹⁴³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo, Saraiva, 2009, p. 169. Francisco Müssnich sugere a busca de uma “disseminação simétrica, perfeita de informação” (MÜSSNICH. *Op. Cit.*, 2017, p. 19). Em sentido similar, Caio Tácito apontava que “o bem jurídico protegido pela norma é o tratamento equânime do acionista, atual ou potencial, cuidando de evitar especulações ou favorecimentos dos iniciados em confronto com a massa dos que, pela ausência de adequado acesso a informações vitais ou substanciais da economia interna da empresa, são discriminados nas operações de bolsa” (Parecer acostado ao Inquérito Administrativo CVM n.º 04/1985, não publicado. *Apud* RACHMAN, Nora. *O Princípio do full disclosure no mercado de capitais*. Dissertação de Mestrado sob orientação do Professor Newton Delucca apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1999, p. 119).

¹⁴⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª Ed. Revista e Ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 555 (grifou-se). Interessante notar que a redação é ligeiramente diferente da obra citada no item 2.3 supra, também de 2011, de autoria de Nelson Eizirik sem coautores, e parece ter sido ajustada para evidenciar a tendência à adoção do *Market Egalitarianism* europeu, embora não haja outras considerações (*Op. Cit.*, 2011, p. 371). Sem tal menção, em 1983, Nelson Eizirik argumentava que as razões éticas derivavam do “*desequilíbrio entre a posição ocupada pelo insider e aquela ocupada pelos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a realização de lucros em função única e exclusiva do acesso e utilização privilegiada de informações por parte do insider*” (*Op. Cit.*, 1983, p. 44).

¹⁴⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 532-3. Em sentido similar, ver CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 859: “O fato relevante tem, então, por finalidade deixar o mercado informado no mesmo momento e de forma

A CVM, ao comentar o princípio do *full disclosure*, faz menção à ideia de igualdade no acesso informacional. Por exemplo, ao editar a Instrução CVM n.º 31/84, a CVM emitiu a Nota Explicativa n.º 28/84 que enfatizava que “*as informações disponíveis a uma das partes, ao negociar com valores mobiliários, devem, também, ser conhecidas pela outra parte*”. Daí, inferia que o “*elemento confiança será estimulado a partir da garantia de que as informações disponíveis a uma das partes, ao negociar com valores mobiliários, devem, também, ser conhecidas pela outra parte*”¹⁴⁶.

Em sintonia, o Superior Tribunal de Justiça, no primeiro julgamento que abordou, no mérito, uma condenação na esfera criminal por uso indevido de informação privilegiada (caso “Sadia-Perdigão”), deixou claro que: “*a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias*”¹⁴⁷.

Sobre a discussão, contudo, é importante consignar dois pontos cruciais. Primeiro, a igualdade informacional que se busca deve ser a igualdade de *acesso* à informação, não a igualdade de *conhecimento* de informações¹⁴⁸. O importante é que os investidores tenham oportunidades equivalentes de obter as informações. Segundo, não é toda informação que precisa ser divulgada de modo paritário, mas sim as informações relevantes.

A paridade informacional tem duas partes complementares. Uma primeira em que o ordenamento pátrio refuta o aproveitamento das situações em que há assimetria

igual, uniforme, de sorte a se manter a igualdade de oportunidade entre os investidores, se evitar a chamada “assimetria informacional” e permitir a eficiente formação de preços. Pretende-se, ainda, com o fato relevante garantir a confiabilidade do mercado. Todo o mercado deve ter a mesma informação e ao mesmo tempo e essa informação deve representar a informação necessária e disponível no momento para que se tome uma decisão de investimento”. É o que também opina André Grünspun Pitta ao notar que a assimetria informacional que caracteriza o mercado de valores mobiliários pode favorecer “*práticas e condutas abusivas pela parte preponderante do ponto de vista informacional, em detrimento daquela mais vulnerável*”, ressaltando assim a premência da correta disseminação da informação para que esteja disponível em níveis isonômicos para todos agentes (PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 70).

¹⁴⁶ Nota Explicativa à Instrução CVM n.º 31/84, p. 1.

¹⁴⁷ REsp 1569171/SP, (2014/0106791-6), 5ª Turma, STJ, rel. Min. Gurgel de Faria, J. 02.02.2016, DJe 25.02.2016, RT vol. 967, p.477.

¹⁴⁸ Fazendo a mesma distinção sobre “acesso à informação” e “posse da informação”, ver BRUDNEY, Victor. *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*. In: Harvard Law Review, vol. 93, n.º 2, pp. 322-376, dez. 1979, pp. 339-40. Note-se a imprecisão semântica na Nota Explicativa acima citada, pois a informação relevante que está “disponível” para uma parte não precisa necessariamente ser “conhecida” pela outra, devendo estar disponível para ambas.

informacional aguda, ou seja, quando alguns sabem de informação relevante e outros não. E uma segunda, pela qual o sistema brasileiro impõe e administra o nível de relativa igualdade informacional por meio dos mecanismos de divulgação de informações, que se passa a tratar.

2.5. O princípio do *full disclosure*

O regime das informações no mercado de capitais lastreia-se, primordialmente, no princípio da ampla divulgação de informações, o chamado *full disclosure*¹⁴⁹. Esse princípio remete, em sua gênese, à legislação norte-americana promulgada na sequência da crise de 1929, no contexto do *New Deal* norte-americano, voltada a reconstruir a economia do país, a saber, a *Securities Act* de 1933 e o *Securities and Exchange Act* de 1934¹⁵⁰.

Esse regime se estruturou em torno de dois componentes fundamentais e complementares, a saber, a adoção do *disclosure* obrigatório e a proibição de fraude no mercado de valores mobiliários, que é a base legal usada para se combater o *insider trading*¹⁵¹.

Lamy Filho e Bulhões Pedreira informam que os dois diplomas legais norte-americanos influenciaram decisivamente na formulação de nossa legislação em termos de proteção aos investidores, inclusive com a importação do sistema de policiamento preventivo do mercado de valores mobiliários, exercido por um órgão público especializado, com o propósito principal de assegurar a ampla divulgação de informações ao mercado (*full disclosure*)¹⁵².

¹⁴⁹ Correndo o risco do lugar comum, não há, nesse tocante, citação melhor que a de Louis Brandeis, ministro da Suprema Corte norte-americana, que afirmava que “[p]ublicidade é justamente recomendada como uma solução para doenças sociais e industriais. Diz-se que a luz do Sol é o melhor dos desinfetantes: a luz elétrica o mais eficiente policial” (*Other People’s Money*. Reimpressão de 2009. Createspace. 1914, p. 14). Tradução livre de “*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants: electric light the most efficient policeman*”

¹⁵⁰ Tal legislação norte-americana emergiu em meio a um conflito de filosofias, com uma corrente defendendo a adoção de legislação meramente repressiva e, de outro lado, outra corrente propondo que o Estado tivesse uma “atuação preventiva, suasória e de vigilância, além das formas de atuação repressiva”. Prevaleceu uma solução intermediária albergando o sistema do *disclosure*, segunda o qual “à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado” (LEÃES. *Op. Cit.*, 1982, p. 90).

¹⁵¹ EASTERBROOK, Frank e FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996, p. 276.

¹⁵² *Op. Cit.*, vol. 1, 1997, p. 83. Como Fabio Konder Comparato frisa, com a vinda a Lei da S/A, o princípio da informação completa ao mercado foi estendido para além das fases de constituição das companhias, das deliberações sociais ou da divulgação de suas contas sociais, com a consagração do princípio

Assim, a lei brasileira não somente consagrou o dever de informar dos administradores no art. 155 da Lei das S/A, mas também dispôs, de modo expresso, o correspondente direito dos acionistas à informação no art. 109 do mesmo diploma legal.

Complementando tais disposições, o art. 8º, III, da Lei n.º 6.385/76 atribui à CVM competência para fiscalizar permanentemente a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados. Em adição, o §1.º do art. 22 delega à CVM a autoridade para regular a divulgação de informações por companhias abertas.

Como visto, desde seus primórdios, a CVM ressaltou que o objetivo da divulgação das informações era “assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários e ainda das decisões de votar e de se fazer representar em assembleias de companhias abertas”¹⁵³. Por meio dessa divulgação, permite-se aos investidores a avaliação abalizada de risco e potencial retorno¹⁵⁴. Por assim dizer, uma análise sob o ângulo econômico também conduz à necessidade de se impor, obrigatoriamente, a divulgação de informações.

O *full disclosure* não esteve imune a críticas. Nos EUA, Easterbrook e Fischel¹⁵⁵ criticam os elevados custos envolvidos na estrutura de divulgação obrigatória norte-americana¹⁵⁶.

da informação completa, tendo o regime do *full disclosure* passado a ser, de fato, “um dos pilares em que se assenta o sistema normativo das companhias” (*Op. Cit.*, 1995, p. 336 e 337).

¹⁵³ “*Tal objetivo somente poderá ser alcançado através de imediata, completa e precisa divulgação dos atos ou fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia aberta (...) O que se deseja, na realidade, é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas*” (Comissão de Valores Mobiliários. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 12).

¹⁵⁴ Cf. RACHMAN, Nora. *Op. Cit.*, 1999, p. 60. Nora Rachman ainda sugere que a divulgação poderá conduzir a um aumento da base acionária e uma maior pulverização do capital (*idem*, p. 60).

¹⁵⁵ EASTERBROOK, Frank e FISCHEL, Daniel R. *Op. Cit.*, 1996, pp. 276-314.

¹⁵⁶ O próprio ministro que veio a substituir Louis Brandeis na Suprema Corte norte americana, William O. Douglas, era veementemente contrário à ideia da adoção do *full disclosure*, sustentando que o investidor “*não tem o treinamento ou a inteligência para assimilar e interpretar, de modo realmente útil, demonstrações financeiras, contratos e outras informações no formulário de registro (registration form), ou estão tão preocupados com lucro especulativo que os consideram irrelevantes*”. Tradução livre, comentário entre colchetes não original. Texto original: “*either lack the training or intelligence to assimilate and find useful the balance sheets, contracts or other data in the registration statement, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant*”. In: “*William O. Douglas and the Growing Power of the SEC*”.

Entre nós, Leães defendia o *full disclosure*, reportando, porém, as críticas de que “*(...) acarreta custos adicionais de vulto para as empresas, sem que atinja e beneficie o investidor comum, que, em geral, não dispõe*

De todo modo, não obstante as críticas, o regime de ampla divulgação de informações continua sendo a pedra angular dos mercados de capitais nos EUA e no Brasil. Essa divulgação permanece sendo obrigatória, inclusive com cerrado monitoramento.

No Brasil, adota-se uma estrutura em que, além do corpo mínimo de informações periódicas padronizadas (formulário de referência) e de demonstrações financeiras, os atos e fatos relevantes ocorridos no curso dos negócios da companhia aberta ocupam “*o lugar de maior relevante e só isso justifica que a companhia venha a público divulgar, imediatamente e sem delongas*”¹⁵⁷.

Como não se pode deixar de reconhecer e concluir, é só com a conjugação do regime de *full disclosure* e da vedação ao *insider trading*, que ficam asseguradas condições equitativas entre os agentes de mercado. A implementação de forma dissociada do regime de *full disclosure* e da vedação ao uso indevido de informação privilegiada frustraria esse propósito.

2.6. A questão da confiança pelos investidores

Outro ponto recorrentemente mencionado como fundamento para a vedação à utilização de informação privilegiada é que tal prática fragiliza a confiança que investidores depositam no mercado de valores mobiliários. Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro reportavam que “*(...) o insider trading em muito contribuiu para o desprestígio do mercado de bolsa, razão pela qual se reclamava de há muito, seu efetivo combate*”¹⁵⁸.

A CVM, já em 1979, anunciava que “[*o sistema de divulgação visa a equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; a utilização da informação privilegiada é indesejável, uma vez que permite aos que a ela têm acesso obter benefícios às custas de terceiros, afetando a confiabilidade geral do mercado*”¹⁵⁹ (grifou-se).

de sofisticação técnica necessária para interpretar a massa de informações reveladas” (LEÃES. *Op. Cit.*, 1982, p. 100).

¹⁵⁷ CAMPOS. *Op. Cit.*, 2017, p. 858. A esse respeito, vale ver a sistematização de PITTA, André Grünspun. *Op. Cit.* 2013, Capítulo 4, pp. 183-259. Ressalva-se, no entanto, que, após a publicação da obra, diversas foram as alterações imprimidas pela CVM em sua regulamentação. Como exemplo, a Instrução CVM n.º 358/2002, foi alterada duas vezes em 2014, outra em 2015 e, mais uma vez, em 2017.

¹⁵⁸ *Op. Cit.*, vol. 2, 1979, p. 474.

¹⁵⁹ Comissão de Valores Mobiliários. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 13. Complementava, ainda, que “[*a manutenção da confiança do investidor através da plena revelação dos fatos é um pré-requisito para a construção de uma economia aberta,*

A proliferação de *insider trading* abala a credibilidade e confiança do investidor¹⁶⁰, minando o interesse das pessoas em aplicar seus recursos em companhias que podem fomentar o desenvolvimento do país¹⁶¹.

Embora a alusão à confiança seja pacífica, as análises vão pouco além de dizer que o uso indevido de informação privilegiada prejudica a confiança dos investidores, o que poderia até, em certa medida, ser intuitivo. A mesma associação entre confiança e uso indevido de informação privilegiada é reafirmada em inúmeros julgados da CVM¹⁶² e, até mesmo, na escassa jurisprudência judicial existente¹⁶³.

Impõe-se, assim, buscar elementos adicionais para melhor compreender a questão. Delimitando melhor o conceito de confiança. António Manuel da Rocha e Menezes Cordeiro, em seu indispensável trabalho a respeito de boa-fé, preleciona que “[a] confiança exprime a situação em que a pessoa adere, em termos de actividade ou de crença, a certas representações, passadas, presentes ou futuras, que tenha por efectivas”¹⁶⁴. A confiança

o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e uma maior captação de recursos de capital pelas companhias” (CVM. *Idem*, 1979, p. 13).

¹⁶⁰ SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH. *Op. Cit.*, 2012, p. 135. Luiz Antonio de Sampaio Campos sustenta que “[a] possível negociação com informação privilegiada mina a confiança do investidor no mercado de valores mobiliários, na medida em que não se sabe se está negociando nas mesmas informações” (CAMPOS. *Op. Cit.*, 2017, p. 837). Com raciocínio similar, von Adamek refere-se à “credibilidade do mercado de capitais”, como pressuposto chave para o seu regular funcionamento e para o cumprimento de seu objetivo de captar poupança popular (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Op. Cit.*, 2009, p. 169); Eizirik vislumbra na confiabilidade do mercado de capitais um dos fundamentos principais para o ordenamento pátrio repudiar o uso indevido de informação privilegiada (*Idem*, 1983, p. 44 Müssnich afirma, em linha, que o *insider trading* “abala a confiança de investidores” (*Ob. Cit.*, 2017, p. 19). No mesmo sentido, EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, *Op. Cit.*, 2011, p. 557.

¹⁶¹ SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH. *Op. Cit.*, 2012, p. 129.

¹⁶² Por todos, veja-se o recente trecho de voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez, em que fica consignado que “[a] proibição dessa prática tem por objetivo assegurar a integridade do mercado e a confiança dos investidores de que estarão negociando em pé de relativa igualdade com suas contrapartes” (PAS CVM n.º RJ2016/5039, p. 9). Também se referindo à confiança dos mercados, ver o PAS RJ2013/13172, Diretor Relator Henrique Machado.

¹⁶³ O primeiro julgado no STJ a tocar o assunto foi um conflito de competência em que se consignou que “a conduta delituosa prevista no seu art. 27-D afeta diretamente o interesse da União, porquanto a utilização de informação privilegiada pode gerar lesão ao Sistema Financeiro Nacional, ao pôr em risco a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais, aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades” (CC 135749/SP, (2014/0221015-0), 3ª Seção, STJ, rel. Des. Conv. Ericson Maranhão, J. 25.04.2015, DJe 07.04.2015, grifou-se). Do mesmo modo, o julgado do STJ na persecução penal que decorreu do caso Sadia Perdígão, na própria ementa, faz menção a “desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário” (REsp 1569171/SP, (2014/0106791-6), 5ª Turma, STJ, rel. Min. Gurgel de Faria, J. 02.02.2016, DJe 25.02.2016, RT vol. 967, p.477).

¹⁶⁴ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *Da boa fé no Direito Civil*. 6ª reimpressão. Coimbra: Almedina, 2015, p. 1.234.

indica, assim, a percepção de um indivíduo quanto a determinado evento, ao momento em que a pessoa se convence, por meio de processo cognitivo, a tomar uma certa ação.

Em linha não distante, Judith Martins-Costa ensina que, em certos negócios, uma das partes pode legitimamente ter confiado nas expectativas que lhe haviam sido acenadas pela outra parte, em vista da particular relação de confiança efetivamente ocorrida¹⁶⁵. É essa confiança que se caracteriza como legítima e, assim, merece tutela jurídica.

Como transparece nítido, por mais que os doutrinadores se esforcem em delimitar com maior nitidez do que se trata a confiança no contexto jurídico, cuida-se de conceito indeterminado, difícil de ser identificado e colocado em prática.

A respeito do tema, pertinente a análise levada a efeito por Anna Lygia Costa Rego¹⁶⁶ sobre o papel do Direito na construção da confiança por investidores estrangeiros. A autora ressalta que o processo cognitivo da formação da confiança é muito mais complexo que uma decisão puramente racional do agente econômico, podendo ser maculado por vieses e falhas em sua concepção. No entanto, se nem ao menos os pressupostos objetivos para a sua construção estiverem presentes, a sua consolidação será altamente improvável. Entre os “*mecanismos indiretos de proteção à confiança*”, a autora aponta a repressão ao *insider trading*, pois influencia a percepção dos agentes de que o mercado funciona em bases “*sadiamente competitivas e não manipuladas*”¹⁶⁷.

A autora, sem dúvida, aborda a questão sob uma perspectiva inovadora, mas as conclusões são de difícil aplicação prática¹⁶⁸. Não obstante, há boa oportunidade para a realização de pesquisa empírica para melhor compreender a medida em que abusos de mercado efetivamente afetam a confiança de seus participantes, inclusive examinando a

¹⁶⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *Op. Cit.*, 2015, pp. 232-3.

¹⁶⁶ REGO, Anna Lygia Costa. *Confiança e Investimento Estrangeiro: uma Análise do Ambiente Jurídico*. Rio de Janeiro: Singular, 2013.

¹⁶⁷ REGO. *Op. Cit.*, 2013, pp. 255-63.

¹⁶⁸ Segundo a autora, a “*sensação geral provocada pelos resultados das pesquisas é de que, apesar de importante, as pessoas não pensam muito sobre confiança*” (REGO. *Op. Cit.*, 2013, p. 310). Ao se comparar brasileiros e estrangeiros, as diferenças cognitivas ficaram evidentes e “*os não residentes mostraram ter mais confiança no Brasil do que os residentes*” (*Idem.* 2013, p. 312). Indagando os motivos pelos quais os agentes não confiam do País, a referência a opiniões como “*falta de segurança jurídica*” e “*impunidade*”, a leva a confirmar de forma oblíqua a importância do cumprimento das leis e da atuação das autoridades para promover a confiança (*Ibidem.* 2013, p. 317).

visão do investidor local, não somente a do estrangeiro. Seria interessante também utilizar um espectro amostral mais amplo com metodologia de pesquisa quantitativa.

Remanesce, assim, a pergunta do ponto até o qual um investidor efetivamente deixa de “confiar” em um mercado de valores mobiliários a ponto de não mais negociar valores mobiliários. Há quem até mesmo afirme que a falta de confiança leva à fuga do investimento, o que, por vez, levaria a um custo mais elevado de capital¹⁶⁹.

Fazendo o contraponto, nos EUA, os escândalos de *insider trading* da década de 1980 foram alvo de ampla divulgação midiática, o que, contudo, não parece ter afugentado os investidores naquele momento. Stephen M. Bainbridge afirma que, ao revés, a performance do mercado de ações foi das mais robustas desde então, o que demonstraria o equívoco da premissa¹⁷⁰. Mostrando, igualmente, ceticismo na questão, Jonathan Macey sustentava, em 1991, que a experiência em outros países daria suporte a essa conclusão: o Japão, por exemplo, só recentemente tinha passado a disciplinar o *insider trading* e as regras eram pouco exigidas na prática¹⁷¹. Esse mercado, nada obstante, era pujante, altamente líquido e com volume significativo de negociação, sendo comparável, à época, à *New York Stock Exchange*¹⁷².

Por outro lado, também nos anos 90, Lawrence M. Ausubel¹⁷³ conduziu, nos EUA, pesquisa empírica a respeito da confiança de investidores. Em sua modelagem, investigou a confiança do investidor como sendo a “*crença racional por investidores de que seus*

¹⁶⁹ BRUDNEY, Victor. *Op. Cit.* 1979, pp. 353-6.

¹⁷⁰ BAINBRIDGE, Stephen. *Insider trading law and policy*. Concepts and Insights Series. New York: Foundation Press, 2014, p. 195. BAINBRIDGE ainda aponta a existência de uma pesquisa empírica conduzida em 1986 pela revista *Business Week*, segundo a qual: apenas 52% dos respondentes indicaram que *insider trading* deveriam permanecer ilegal e, mais que isso, 55% dos respondentes afirmaram que iriam negociar valores mobiliários com informação privilegiada se tivessem a oportunidade. Entre os que não iriam negociar, 34% afirmaram que não o fariam, pois temiam que a dica poderia estar errada e apenas 35% afirmaram que não negociariam porque *insider trading* era uma prática errada (“Business Week/Harris Poll: Outsiders Aren’t Upset by Insider Trading”. In: *Business Week*, dez. 1986, p. 34).

Tais informações são dignas de nota, mas há de se ponderar que, em termos de cultura e contexto, a pesquisa foi realizada exatamente no período em que tais práticas vinham se proliferando no mercado norte-americano, o que talvez demonstre uma cultura de tolerância à época. Ademais, nos anos 80, ainda não tinha ocorrido nos EUA casos significativos de persecução administrativa, civil ou penal e poderia haver, por isso, uma percepção de provável impunidade.

¹⁷¹ MACEY, Jonathan R. *Insider trading – Economics, Politics and Policy*. Washington DC: The AEI Press, 1991, p. 43-4.

¹⁷² MACEY. *Idem*, 1991, p. 44. Novamente, mudanças axiológicas devem ser levadas em conta ao longo do período desde tal obra, mas, ainda assim, essas ponderações recomendam que o argumento de que a confiança seria tão crucial para que um investimento ocorra deve ser visto com cautela.

¹⁷³ AUSUBEL, Lawrence M. *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*. In: *The American Economic Review*, vol. 80, pp. 1022-1041, 1990.

retornos em um investimento não estão sendo diluídos por negociações feitas por *insiders*”¹⁷⁴. Sua principal conclusão foi a de que a implementação da regra de *disclose or abstain from trading* aumenta a confiança dos investidores (*outsiders*), o que conduz a um maior investimento. Se os investidores esperam que os *insiders* se aproveitem deles nas negociações, então ficarão reticentes em atuar em tal mercado. E as perdas que os próprios *insiders* têm como resultado da menor confiança dos investidores mais do que anulam os eventuais ganhos com negociações de valores mobiliários, o que significa que a adoção da proibição representa uma aproximação ao Ótimo de Pareto.

Em período mais recente, de acordo com pesquisa de janeiro de 2012, a vasta maioria dos entrevistados (86%) acreditava que leis de *insider trading* deveriam ser exigidas dos membros do Congresso¹⁷⁵. Sobre o contexto, vale reforçar que, em 2012, os efeitos da crise do *sub-prime* ainda estavam frescos na memória da população norte-americana e poucos meses depois foi promulgada a *Stop Trading on Congressional Knowledge Act (STOCK Act)*.

Dessas reflexões, como não poderia ser diferente, extrai-se que o conceito de confiança é indeterminado e de mensuração virtualmente impossível. Embora não seja possível cravar com firmeza científica, há um consenso doutrinário da conexão entre a confiança e a propensão a investir, o que, em parte, é corroborado por alguns dados empíricos. Em um momento em que o nosso País busca a todo custo incrementar a confiança dos investidores, não há espaço, sem dados mais concretos, para adotar uma postura cética e professar a desregulamentação da matéria.

2.7. O princípio da boa-fé nas negociações e o dever de informar

Como aludido brevemente, a discussão em torno da confiança sempre acaba desembocando na análise da boa-fé¹⁷⁶. Impossível chegar a conclusões sólidas ao analisar uma, sem refletir a respeito da outra, mesmo porque há, em muitos casos, superposição.

¹⁷⁴AUSUBEL. Idem, 1990, p. 1041.

¹⁷⁵ “*New Judicial Watch – Harris Interactive Poll Sends Warning to Washington Politicians*”, janeiro de 2012, disponível em <https://www.judicialwatch.org/press-room/weekly-updates/new-poll-and-stealing-democracy/#article1> (acessado em 08.01.2017).

¹⁷⁶ A ideia de *fides*, oriunda do mundo romano e nascedouro do próprio conceito de boa-fé, está no núcleo de ambas (MARTINS-COSTA, Judith. *Ob. Cit.*, 2015, p. 233).

Como é sabido, a boa-fé foi elevada a um dos princípios fundamentais do Direito Privado brasileiro, tendo as relações obrigacionais como campo natural de aplicação. O Código Civil cuidou de positivizar esse princípio norteador nos arts. 113, 187 e 422¹⁷⁷, além de mencionar a boa-fé em situações específicas de sua aplicação¹⁷⁸.

A doutrina, por sua vez, esclareceu que a boa-fé pode ser *subjetiva* ou *objetiva*. Judith Martins-Costa leciona que a boa-fé subjetiva se relaciona a um estado de fato, uma ideia naturalista de boa-fé, ou seja, um estado psicológico, de consciência, caracterizado pela ignorância de se estar lesando direitos ou interesses alheios¹⁷⁹.

A jurista continua, esclarecendo que a boa-fé objetiva, a sua vez, não deriva de uma crença subjetiva, nem de um estado de fato, mas “*aponta, concomitantemente, a um instituto ou modelo jurídico (estrutura normativa alcançada pela agregação de duas ou mais normas); a um standard ou modelo comportamental pelo qual os participantes do tráfico obrigacional devem ajustar o seu mútuo comportamento (standard direcionador de condutas, a ser seguido pelos que pactuam atos jurídicos, em especial, os contratantes); e a um princípio jurídico (norma de dever ser que aponta, imediatamente a um «estado ideal das coisas»)*”¹⁸⁰.

Pela sua importância para este estudo, vale continuar a referir à precisa lição da professora Judith Martins-Costa que preleciona que são funções primárias do Direito tanto assegurar expectativas, como direcionar condutas. Ao proteger expectativas, preserva-se a confiança nas condutas comunicativas de pessoas responsáveis, fundadas na própria credibilidade que essas reivindicam. Ao direcionar condutas, desempenha-se um papel ativo ou dinâmico de direção e coordenação da interação social, de modo a alterar as

¹⁷⁷ “Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”.

“Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”.

“Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como na sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”.

¹⁷⁸ É o que ocorre no art. 309 do Código Civil (“[o] pagamento feito de boa-fé ao credor putativo é válido, ainda provado depois que não era credor”) e no art. 686 do Código Civil (“[a] revogação do mandato, notificada somente ao mandatário, não se pode opor aos terceiros que, ignorando-a, de boa-fé com ele trataram; mas ficam salvas ao constituinte as ações que no caso lhe possam caber contra o procurador”).

¹⁷⁹ *Op. Cit.*, 2015, p. 261.

¹⁸⁰ *Ob. Cit.*, 2015, p. 263.

probabilidades de certas condutas no futuro e se adequar ao arquétipo de conduta de um homem reto, ou seja, com honestidade, lealdade e probidade¹⁸¹.

Em outras palavras, a boa-fé direciona a conduta das partes a um negócio de forma que atuem, sempre, com respeito à probidade, honestidade, lealdade e com consideração pelas legítimas expectativas.

No caso do uso indevido de informações privilegiadas, salta aos olhos que há violação da boa-fé subjetiva. Pela própria definição do ilícito, é essencial para sua própria configuração que a negociação dos valores mobiliários tenha se efetuado com a intenção do agente de se aproveitar de uma informação relevante que todos os demais agentes do mercado não possuem.

O estado anímico, assim, é manifestamente contrário ao estado de fato da boa-fé (subjetiva), averiguando-se um estado de fato (má-fé), consubstanciado na deliberada tentativa de auferir ganhos ou frustrar perdas com base em uma situação de assimetria informacional profunda. Não há dúvida de que há afronta à boa-fé subjetiva. E nesse quadro, a intenção absolutamente díspare do modelo de conduta esperado de um participante de um mercado de valores mobiliários conduz, do mesmo modo, à violação da boa-fé objetiva. Em situações como essa, diz-se que ocorre uma indistinção entre a boa-fé objetiva e a subjetiva¹⁸².

Em adição, outro ponto fundamentalmente relacionado é o dever de informar¹⁸³. O tema foi bem lembrado pelo então presidente dos EUA, Franklin D. Roosevelt, ao se pronunciar a respeito do *Securities Act* de 1933, afirmando que a legislação “*acrescenta à vetusta regra do caveat emptor a doutrina do caveat venditor e impõe o ônus de informar toda a verdade ao vendedor, devendo dar ímpeto a negociações honestas em valores*

¹⁸¹ *Idem*, 2015, pp. 263-4.

¹⁸² São exemplos dessa situação de confusão entre boa-fé objetiva e subjetiva, (a) o servidor público que age contrariamente à boa-fé ao postular vantagem indevida, recebê-la e não a devolver ao Erário; e (b) o segurado que contrata seguro provendo informações que sabe serem falsas (MARTINS-COSTA. *Idem*, 2015, pp. 267-8).

¹⁸³ A relevância dessa análise fica clara ao se verificar que a professora Judith Martins-Costa aborda o próprio tema do *disclosure*, em sua obra essencial sobre a boa-fé, exatamente ao tratar dos deveres de informar no mercado de valores mobiliários (*Op. Cit.*, 2015, pp. 532 e ss.).

*mobiliários e, com isso, trazer de volta a confiança pública*¹⁸⁴, ou seja, com o *disclosure* desincumbe-se do dever de informar.

Menezes de Cordeiro preleciona que “*os deveres de informação adstringem as partes à prestação de todos os esclarecimentos necessários à conclusão honesta do contrato. Tanto podem ser violados por ação, portanto, com indicações inexatas, como por omissão, ou seja, pelo silêncio face a elementos que a contraparte tinha interesse objetivo em conhecer*”¹⁸⁵.

Em se tratando de uso de informação privilegiada, não é o caso de se cogitar de informações inexatas, mas de silêncio, pois, do contrário, poderia estar caracterizada a manipulação do mercado¹⁸⁶ ou a violação das obrigações de revelação e de informar pela administração.

Essa distinção é importante, pois justifica a discordância da abalizada opinião do mestre Comparato, no sentido de que a utilização de informação privilegiada consubstancia omissão dolosa¹⁸⁷. Não se nega de que a contraparte do *insider* negocia sem ter ciência de ato ou fato, cujo conhecimento poderia o levar a concluir pela não realização de tal negócio ou por um negócio diverso. Não há dúvida, outrossim, de que há, de fato, silêncio intencional sobre uma determinada informação.

Porém, há que se recordar que o silêncio intencional sob comento não só é respaldado pela legislação (art. 157, § 5º, da Lei das S/A), como traduz, na realidade, o cumprimento

¹⁸⁴ ROOSEVELT, Franklin D. ‘White House Statement on Securities Legislation’. 29.03.1933. Gerhard Peters and John T. Woolley (orgs.). *The American Presidency Project*. Disponível em <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=14603> (acessado em 08.01.2018). Tradução livre do trecho: “*It changes the ancient doctrine of caveat emptor to "let the seller beware," and puts the burden on the seller rather than on the buyer. It should give a great impetus to honest dealing in securities and bring back public confidence in the sale of securities*”.

Em análise que se tornou célebre e bastante repetida, Louis Loss dizia que “*Congress did not take away from the citizen his inalienable right to make a fool of himself. It simply attempted to prevent others from making a fool of him*” (*Fundamentals of Securities Regulation*. 2a ed., Wolters Kluwer, 1988, 32-33).

¹⁸⁵ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *Op. Cit.*, 2015, p. 583.

¹⁸⁶ Como, de modo similar, também esclarece Fabio Konder Comparato ao afirmar sobre o *insider trading* 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” (COMPARATO. *Ob. Cit.*, 1978, p. 13).

¹⁸⁷ “O comportamento do *insider* é tipicamente de *dolo por omissão*, silenciando intencionalmente a respeito de fato ou qualidade que a outra parte ignorava, de tal arte que esta não teria por certo celebrado o contrato se não existisse a omissão dolosa”. *Op. Cit.*, 1978, p. 13-4. Fazendo coro a tal entendimento, veja-se, também, PARENTE, Norma Jonssen. *Op. Cit.*, 1978, p. 9 e SILVA, Mauricio Botelho. ‘*Insider trading*’ do *acionista controlador*. In: Revista de Direito Público, vol. 67, pp. 312-315, jul./set. 1983, p. 315.

de um dever a que o *insider* está adstrito¹⁸⁸. Guardar sigilo a respeito dos negócios da companhia está longe de consubstanciar omissão dolosa ou uma reticência maliciosa¹⁸⁹.

Nessa linha, não há também que se cogitar de que a violação do dever de informar pudesse dar azo a defeito na formação da declaração de vontade, resultando na anulabilidade do negócio jurídico, *ex vi* dos arts. 145 e 147 do Código Civil¹⁹⁰.

Se o conjunto de informações que deveria ser divulgado assim se encontra, é ônus do investidor se informar a esse respeito. Se deixa de fazê-lo, entabula o negócio por sua conta e risco, pois as informações relevantes, que não estão sujeitas a sigilo, estão disponíveis publicamente¹⁹¹. Com efeito, a todos incumbe um dever geral de diligência para com os seus próprios interesses. É consequência dessa premissa, na lição de Judith Martins-Costa, que, “*se o lesado puder ter acesso, razoavelmente, à informação, não há, para a contraparte, o dever de informar: a inércia própria não desloca a responsabilidade para a esfera alheia*”¹⁹².

Como se vê, é possível divisar a violação da boa-fé do lado do detentor da informação privilegiada que opera contra o mercado em seu favor. Do outro lado, não se entrevê a possibilidade de alegação de violação de dever de informar ou da contraparte se beneficiar com base em argumento de que foi prejudicado em razão da atuação, em afronta

¹⁸⁸ Ver a abordagem de Christoph Fabian sobre o sigilo empresarial como limite ao dever de informar em *O dever de informar no Direito Civil*. São Paulo: RT, 2002, pp. 162-3.

¹⁸⁹ Como bem lembra Marcelo Vieira von Adamek, o dever de sigilo tem duas facetas: “*a genérica, caracterizada pela obrigação de o administrador manter reserva sobre os negócios sociais, e a específica, aplicável somente ao administrador de companhia aberta, expressa nas regras de repressão ao insider trading*” (*Op. Cit.*, 2009, pp. 167-8).

¹⁹⁰ Não especificamente sobre *insider trading*, Judith Martins-Costa entende que a violação dolosa de deveres informativos pode levar à anulação, se essencial o dolo, ou ao pagamento de perdas e danos, se caracterizado o dolo acidental (*Op. Cit.*, 2015, p. 539).

¹⁹¹ Em notável aresto do Superior Tribunal de Justiça (STJ, REsp 803481/GO, 3ª T., Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 28.06.2007, DJ 01.08.2007), que aborda especificamente o dever de se informar, negou-se intervenção na álea contratual pactuada pelas partes de uma venda e compra futura, sob a égide do princípio da boa-fé objetiva, quando o vendedor alegava onerosidade excessiva e imprevisibilidade decorrente da variação de preços de *commodities* e da taxa de câmbio. O acórdão deixa claro que tendo o vendedor “*ignorado ou calculado mal tais variáveis ou, pior, estando arrependida com o preço acordado no ato da contratação*”, descabe a resolução do contrato sob a justificativa da sua função social ou do princípio da boa-fé. Ficou, ainda, expressamente consignado que a parte que pleiteava a revisão contratual tinha “*acesso a uma ampla gama de informações necessárias à contratação de vendas futuras*”.

¹⁹² MARTINS-COSTA. *Op. Cit.*, 2015, p. 541. É essa lógica que conduz à exceção ao final da disposição que permite a propositura de ação indenizatória por *insider trading* do §3.º do art. 155 da Lei das S/A: “*§ 3.º 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*” (grifou-se).

à boa-fé, por parte do *insider*, a não ser que tenha havido retenção ou manipulação na divulgação de informações.

2.8. A eficiência dos mercados de valores mobiliários

2.8.1. Hipótese do Mercado Eficiente e as ideias de Henry Manne

A busca pela eficiência nos mercados de valores mobiliários remonta ao movimento originado nas Escolas de Chicago e de Yale para promover o diálogo entre o Direito e a Economia. O debate ali gerado foi crucial para a literatura jurídica moderna, mesmo em países de tradição civilística¹⁹³.

De particular interesse para o tema em pauta, as ideias de Henry Manne, não obstante polêmicas, estimularam um notável aprofundamento do estudo a respeito dos fundamentos que justificam ou não a vedação ao *insider trading*.

Na esteira de seu célebre artigo, *In Defense of Insider Trading*¹⁹⁴ e do livro *Insider Trading and the Stock Market*¹⁹⁵, publicados no mesmo ano de 1966, instaurou-se acirrada controvérsia no mundo acadêmico. Manne propôs, de forma inédita (e, para muitos, afrontosa), a completa desregulamentação do *insider trading*. Como era de se esperar, não demorou para que diversos juristas vocalizassem, com contundência, discordância frontal e absoluta de tal posição¹⁹⁶.

A teoria de Manne, em essência, era de que a desregulamentação do *insider trading* promoveria a eficiência do mercado e criaria incentivos positivos para a administração e

¹⁹³ A respeito, vale conferir o excelente texto de Bruno Meyerhof Salama. *O que é Direito e Economia?* In: TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e Economia*. 2ª ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008.

¹⁹⁴ MANNE, Henry. *The Collected Works of Henry G. Manne*. vol. 2: *Insider Trading*, Indianapolis: Liberty Fund, 2009, pp. 235-55, originalmente impresso em *Harvard Business Review* 113 (nov-de 1966). Na mesma linha, CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R. *The Regulation of Insider Trading*. In: *Stanford Law Review*, vol. 35, n.º 5, pp. 857-896, maio 1983, p. 866.

¹⁹⁵ Reproduzido em MANNE, Henry. *Op. Cit.*, 2009, pp. 3-232 (originalmente impresso em Nova Iorque: The Free Press, 1966).

¹⁹⁶ Veja-se, por exemplo, SCHOTLAND, Roy A. *Unsafe at Any Price: a reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*. In: *Virginia Law Review*, vol. 53, n.º 7, pp. 1425-1478, 1967 e MENDELSON, Morris. *The Economics of Insider Trading Reconsidered (Book Review)*. In: *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 117, n.º 3, pp. 470-492, 1969. Tais artigos levaram Manne a publicar novo artigo *Insider Trading and the Law Professors*. Reproduzido em MANNE, Henry G. *The Collected Works of Henry G. Manne* (General Editor: Fred S. McChesney). Volume 2 (*Insider Trading*). Indianapolis: Liberty Fund, 2009, pp. 309-358. A nova manifestação do professor Manne levou a novo debate, agora com o procurador da SEC. Veja-se FERBER, David. *The Case Against Insider Trading: A Response to Prof. Manne*. In: *Vanderbilt Law Review*, vol. 23, n.º 3, pp. 621-626, abril 1970; e depois MANNE, Henry. *A Rejoinder to Mr. Ferber*. Reproduzido em MANNE, Henry G. *Op. Cit.*, Volume 2 (*Insider Trading*). Indianapolis: Liberty Fund, 2009, pp. 359-363.

outros *insiders*, enquanto não causava perdas significativas a investidores de longo prazo. As ideias de Manne surgiram aproximadamente ao mesmo tempo em que Eugene F. Fama¹⁹⁷ formulava a clássica teoria da hipótese eficiente do mercado, segundo a qual o preço de um valor mobiliário é aquele para o qual o mercado converge de acordo com todas as informações relevantes concernentes ao emissor e valor mobiliário.

Ao formular a hipótese do mercado eficiente, Fama descreve a existência de três tipos de eficiência, forte, semiforte e fraca¹⁹⁸.

Na eficiência forte, os preços incorporariam todas as informações, públicas ou não. A forma forte evidentemente afronta a lógica e é refutada amplamente no meio acadêmico como uma hipótese real¹⁹⁹. Nesse cenário, por tudo teórico, nenhum investidor conseguiria obter retornos anormais mesmo que usasse informações confidenciais ou não públicas. Em outras palavras, não haveria qualquer espaço para ganhos por meio da utilização de informações privilegiadas e os investidores não teriam a capacidade de encontrar valores mobiliários subavaliados.

Na eficiência semiforte, todas as informações publicamente disponíveis estão refletidas no preço. O preço muda conforme novas informações são disponibilizadas. Nessa forma, os participantes do mercado, em especial os investidores institucionais, não esperam obter retornos anormais por meio da análise das informações disponíveis, pois o preço do mercado já as incorpora com precisão.

Na eficiência fraca²⁰⁰, as informações históricas de preços já estão totalmente refletidas no preço atual e alterações futuras são independentes ou aleatórias do passado, não

¹⁹⁷ *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*. In: Journal of Finance, vol. 25, issue 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y., Dezembro 28-30 de 1969 (maio, 1970), pp. 384-417. Mais tarde, a teoria foi revisitada em FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets II*. In: The Journal of Finance, vol. 46, n.º 5, 1991, pp. 1575-1617 (os preços de valores mobiliários refletem totalmente todas as informações disponíveis: “*security prices fully reflect all available information*”).

¹⁹⁸ Eugene F. Fama, posteriormente, modificou as denominações das formas para: estudos de previsões de retorno (ao invés de eficiência fraca), estudos de eventos (no lugar da eficiência semiforte) e estudos de informação privada (substituindo a eficiência forte). *Op. Cit.*, 1991. Porém, ainda hoje, usa-se muito – e talvez ainda de modo prevalente – as denominações de eficiência fraca, semiforte e forte na literatura financeira.

¹⁹⁹ No Brasil, vide MEDEIROS, Otávio R. de; e MATSUMOTO, Alberto S. *Emissões públicas de ações, volatilidade e insider information na Bovespa*. In: Revista Contabilidade & Finanças, v. 1, n. 40, p. 25-36, São Paulo, 2006; e ROCHMAN, Ricardo R. e EID JR., William. *Insiders conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa*. In: VII Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2007. V. 1, p. 1-16.

²⁰⁰ Ver, sobre a forma fraca e *insider trading*, CORGILL, Dennis S. *Insider trading, price signals, and noisy information*. In: Indiana Law Journal. vol. 71, n.º 2, pp. 355-418 (primavera 1996), pp. 390-391.

podendo ser antecipadas pela chamada “análise técnica de ações”²⁰¹. Segundo essa forma da hipótese, os preços se moveriam com um comportamento que não poderia ser antecipado por meio de gráficos e estatísticas, buscando antecipar tendências.

Testes empíricos tendem, de um modo geral, a detectar, na prática, elementos da forma semiforte em mercados de valores mobiliários e, em menor medida, da forma fraca²⁰². Embora bastante debatida e criticada, a hipótese do mercado eficiente ainda permanece como uma das aproximações teóricas mais influentes do comportamento do mercado.

Abraçando a lógica da hipótese do mercado eficiente de Fama, marcadamente a eficiência semiforte, Manne propõe que as negociações realizadas pelos *insiders*, utilizando todas as informações de que dispõem, públicas ou não, consubstanciam autêntica sinalização ao mercado, que, rapidamente, incorporaria tal informação, de tal arte que o preço de mercado convergiria ao preço real do ativo, i.e., ao preço de equilíbrio, como se a informação relevante já estivesse publicamente disponível. Em outras palavras, permitindo-se as negociações pelos *insiders*, os preços de mercado refletiriam de modo mais fiel e com maior celeridade todas as informações. Com isso, a companhia e, em última instância, o mercado geral seriam beneficiados.

Manne adiciona um segundo argumento de que as negociações pelos *insiders* seriam uma forma eficiente de remunerar os membros da administração de companhias²⁰³. A remuneração do administrador abrangeria, assim, incentivos para que ele produza inovações e persiga a criação de valor para a companhia, o que lhe propiciaria a posse de informação relevante e permitiria a negociação de valores mobiliários com ganho²⁰⁴. Ademais, a possibilidade do *insider* de negociar os valores mobiliários da companhia em seu favor

²⁰¹ Análise técnica de valores mobiliários consiste no exame de informações do passado, principalmente cotação e volume de negociação de um dado valor mobiliário, para inferir o comportamento futuro de tal valor mobiliário, usando ferramentas para extrair padrões de gráficos e tendências de preço. A respeito, vide EDWARDS, Robert; MAGEE, John; e BASSETTI, W. H. C. *Technical Analysis and Stock Trends*. 10ª ed., CRC Press, 2012.

²⁰² FISCHER, Daniel R. *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*. In: Cornell Law Review, vol. 74, n.º 5, pp. 907-922 1989, pp. 911-12. Segundo Jensen, não há qualquer outra proposição na economia com mais provas empíricas a suportando que a hipótese dos mercados eficientes (JENSEN, Michael C. *Some anomalous evidence regarding Market efficiency*. In: Journal of Financial Economics, vol. 6, n.ºs 2/3, pp. 95-101, 1978, p. 95).

²⁰³ *Ob. Cit.*, 1966, pp. 131-41. Em sentido similar, CARLTON e FISCHER. *Ob. Cit.*, 1983, pp. 869-71.

²⁰⁴ Além de MANNE, CARLTON e FISCHER, ver também DEMSETZ, Harold. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, In: Journal of Law & Economics, vol. 26, n.º 2, pp. 375-390, junho 1983.

alinhar os interesses em questão e mitigaria o conflito de interesses resultante da cisão propriedade e gestão.

2.8.2. Críticas à tese de Henry Manne sob a ótica de Direito e Economia

Mesmo no campo da análise de Direito e Economia, há argumentos sólidos que se opõem à tese de Manne, no sentido de que a vedação ao *insider trading*, em verdade, promove a eficiência dos mercados e a redução dos custos de agência.

Ronald J. Gilson e Reinier H. Kraakman se contrapõem à alegação de que as negociações dos *insiders* ajudariam o mercado a convergir ao preço real e argumentam que, dado o fato de que o mercado de capitais é, em regra, impessoal, haveria dificuldades por terceiros para a identificação dessas negociações, além de provavelmente envolverem volume pequeno o que teria impacto insignificante ou, no máximo, transitório²⁰⁵.

A possibilidade de ter ganhos com negociações cria um incentivo perverso para os administradores e demais *insiders*, principalmente para aqueles que controlam o momento da divulgação das informações e que, por isso, podem ser tentados a manipular o momento da divulgação para maximizar ganhos em seu patrimônio pessoal²⁰⁶.

Argumenta-se também que a tolerância ao *insider trading* reduziria a participação de investidores de um modo geral em um dado mercado. Ao se permitir o *insider trading*, há realocação de riqueza do mercado e demais investidores para os *insiders*, reduzindo a propensão de investidores a adquirirem valores mobiliários de uma dada companhia²⁰⁷.

Mereceu, também, forte reação o argumento de que a desregulamentação do *insider trading* permitiria que os administradores pudessem modular seus próprios ganhos e alinhar os interesses, com redução dos custos de agência. Primeiro, se não houvesse vedação ao *insider trading*, nada impediria que os administradores pudessem ganhar com um cenário em que a companhia perde, por exemplo, vendendo as ações da companhia a descoberto. Segundo, o potencial ganho que o administrador em questão poderia ter estaria relacionado e limitado ao seu patrimônio, pois dependeria da liquidez disponível para a

²⁰⁵ GILSON, Ronald J.; e KRAAKMAN, Reinier H. *The Mechanisms of market efficiency*. In: Virginia Law Review, vol. 70, n.º 4, pp. 549-644, maio 1984, p. 630.

²⁰⁶ BAINBRIDGE. *Op. Cit.*, 2014, p. 191.

²⁰⁷ KRAAKMAN, Reinier. *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*. In: HOPT, Klaus J. and WYMEERSCH, Eddy (editores). *European Insider Dealing*. London: Butterworths, pp. 39-55, 1991, p. 52, item 62.

realização das negociações em nome próprio, de modo que não há necessariamente proporcionalidade com a importância da inovação ou da informação em questão. Terceiro, em circunstâncias normais, muitas outras pessoas sempre estão envolvidas na criação de tal inovação e o sigilo da informação não seria, como regra, mantido em círculos limitados, de modo que se não houvesse vedação para o *insider trading* dificilmente seriam somente os administradores que negociariam com os valores mobiliários da companhia²⁰⁸.

A teoria de Henry Manne, como se sabe, não foi colocada na prática, pois o *insider trading* continua a ser vedado nos EUA, o que significa que empiricamente não há como testar fielmente quão rápido e se realmente a sinalização feita pelos *insiders* ao negociar um determinado valor mobiliário seria refletida no preço de mercado. Se um *insider* estiver negociando com base em informação privilegiada, não irá reportar à SEC tal negociação, denunciando sua própria conduta.

Não obstante, no que há de mais próximo de um estudo empírico dessa situação, Lisa K. Meulbroek, em 1992, analisou informações sobre as negociações feitas pelos *insiders* que foram alvo de perseguição pela SEC nos anos 80 e concluiu que tais negociações, de fato, influenciavam rapidamente os preços de mercado²⁰⁹.

Com outra abordagem, Laura N. Beny realizou um oportuno estudo comparativo em que concluiu que a promulgação de legislação limitando o *insider trading* está associada, de um modo geral, a uma maior dispersão da propriedade entre seus acionistas²¹⁰. Em adição, inferiu que o rigor da legislação de *insider trading* tem uma correlação positiva com a liquidez do mercado²¹¹. Em outras palavras, as informações empíricas parecem indicar que as limitações ao *insider trading* e a efetiva repressão ajudam a promover maior eficiência dos mercados.

²⁰⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. Cit.*, 2014, p. 184-5. O próprio professor Manne, mais recentemente, veio a reconhecer, em artigo revisitando a sua proposta, que o argumento da remuneração dos executivos era menos robusto do que havia originalmente assumido (*Hayek, virtual markets and the dog that did not bark*. Reproduzido em MANNE, Henry G. *Op.Cit.*, Vol. 2. 2009, pp. 396-423).

²⁰⁹ *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*. In: *The Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1661–99, 1992.

²¹⁰ BENY, *Op. Cit.*, 1999, p. 40.

²¹¹ BENY. *Idem*, p. 42.

Embora pareçam existir elementos no sentido de que impor limites ao *insider trading* é medida que desenvolve a eficiência dos mercados de valores mobiliários, não há, de outro lado, prova empírica que possa alicerçar uma conclusão definitiva.

2.8.3. Crítica das Finanças Comportamentais

A hipótese do mercado eficiente vem sendo alvo de cerradas críticas. Em particular, na última década, muito do foco em economia tem se voltado para as chamadas finanças comportamentais, que, como o próprio nome sugere, buscam um entendimento mais completo dos mercados de capitais e financeiro e de seus participantes por meio de uma aproximação da economia com o conhecimento acumulado nas ciências comportamentais (entre outras, a psicologia e a sociologia). A linha comportamental aceita e incorpora a seu arcabouço a natureza falível do ser humano.

As críticas florescem particularmente das premissas não realistas que condicionam a hipótese do mercado eficiente, ao assumir que os agentes econômicos processam todas as novas informações imediata e corretamente e tomam decisões que são sempre racionalmente aceitáveis e, sobretudo, precisas. Os agentes devem ser capazes de entender e considerar as várias informações que recebem e compreender inteiramente as consequências futuras de suas decisões. De mais a mais, o mercado de capitais deve funcionar sem desvios ou fricções, de modo que as cotações dos valores mobiliários refletem imediatamente seus valores intrínsecos e a influência dos participantes irracionais do mercado é prontamente corrigida pelos participantes racionais (ou seja, o mercado sempre converge para a eficiência). Tudo gira em torno da figura (na prática, inexistente) do *homo economicus*.

Essas críticas se intensificaram na última década, mas se originam em ideias desenvolvidas já nos anos 50. Em 1957, Herbert A. Simon estudou, de modo pioneiro, as limitações cognitivas envolvidas no processo de tomada de decisões, no processamento de informações e na resolução de problemas complexos, tudo a impedir que a decisão seja ao final puramente racional²¹². E, no campo do mercado de capitais, além de não haver decisão puramente racional, há, além disso, diversos níveis de cognição das informações que estão disponíveis ao mercado, fazendo com que cada investidor possa atingir conclusões diferentes, mesmo porque há diferenças drásticas em termos de especialização, dedicação de tempo e disponibilidade e acesso a recursos para tal análise. Basta pensar na diferença do

²¹² SIMON, Herbert A. *Models of Man: Social and Rational – Mathematical Essays on Rational Human Behavior on a Social Setting*. New York: Wiley, 1957, pp. 241-260.

processo de tomada de decisão entre uma pessoa física que decide investir parcela de sua poupança no mercado de capitais e um gestor profissional de fundos de investimentos, integrante de um conglomerado financeiro internacional.

Nessa linha, outros estudos sugerem que os investidores não conseguem atualizar suas opiniões e visões corretamente²¹³, têm preferências que não raramente contrastam daquelas de agentes racionais²¹⁴ e, além do mais, têm limitações em sua capacidade de atenção e absorção de informação²¹⁵. Demais disso, investidores racionais devem levar em conta em seu processo de decisão que os mercados não vão sempre corrigir a atuação não racional²¹⁶.

Não obstante as críticas, a hipótese dos mercados eficientes permanece como forte influência na estruturação de qualquer sistema de regulação do mercado de valores mobiliários, mesmo porque as Finanças Comportamentais apontam que as ideias de Direito e Economia partem de pressupostos ideais e irreais, mas a discussão padece de poucas proposições que tenham aplicação prática ou possam ser usadas na regulação do mercado de valores mobiliários.

2.8.4. Busca pelo mercado eficiente no Brasil

O art. 4º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários traz em enumeração programática e valorativa dos fins justificadores dos poderes outorgados ao CMN e à CVM, que terminam por pautar os próprios objetivos dos órgãos reguladores²¹⁷. A menção expressa

²¹³ TVERSKY, Amos; e KAHNEMAN, Daniel. *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*. In: Science, Nova Série, vol. 185, n.º 4157, setembro de 1974, pp. 1124-1131 (disponível em http://psiexp.ss.uci.edu/research/teaching/Tversky_Kahneman_1974.pdf, acessado em 08.01.2018).

²¹⁴ KAHNEMAN, Daniel; e TVERSKY, Amos. "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk". In: *Econometrica*, vol. 47 (2), pp. 263-291, março de 1979 (disponível em https://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf, acessado em 08.01.2018).

²¹⁵ KAHNEMAN, Daniel. *Attention and Effort*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1973.

²¹⁶ Confira-se, a respeito, BARBERIS, Nicholas e THALER, Richard H. *A survey of behavioral finance*. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, N. e STULZ, R. (editores). *Handbook of the Economics and Finance*. Amsterdam: Elsevier, 2003, pp. 1.051-121, em especial o trecho de pp. 1.054 e ss. em que refutam as ideias de Milton Friedman de que investidores racionais iriam rapidamente desfazer quaisquer desvios causados por investidores irracionais.

²¹⁷ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sobre o poder disciplinar da CVM*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 43, p. 64-78, 1981, pp. 67-7. Ver, também, CERZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4.º. In: CODORNIZ e PATELLA (coords.). *Op. Cit.*, 2015, pp. 115-31. A IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*, em âmbito internacional, também inclui como objetivos da regulação do mercado de capitais "assegurar que os mercados sejam equitativos, eficientes e transparentes". "Objectives and Principles of Securities Regulation" da IOSCO - International Organization of Securities Commissions" (junho 2010), disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>, acessado em 08.01.2018).

e redundante a “mercado eficiente e regular” nos incisos II e III revela a importância que se dava ao ponto quando da promulgação da Lei n.º 6.385/76²¹⁸.

A CVM, em seus primórdios, apontava como um dos fundamentos para a regulação do mercado de valores mobiliários o mercado eficiente²¹⁹.

Na doutrina nacional, há farta referência a elementos da hipótese do mercado eficiente e suas implicações. Por todos, veja-se a lição de Nelson Eizirik, que expõe que as razões econômicas para o combate ao *insider trading* derivam da busca por um mercado eficiente, em que as cotações refletem a incorporação das novas informações às demais já publicamente disponíveis da forma mais célere possível e tece considerações absolutamente alinhadas às da hipótese dos mercados eficientes²²⁰.

A prevalência teórica da hipótese do mercado eficiente nas últimas décadas trouxe a reboque a adoção do princípio do *full disclosure*, mola mestra da estruturação do mercado de valores mobiliários. Se a premissa para um mercado ser eficiente é a de que o máximo de informações deve estar disponível aos investidores, nada mais natural do que um esforço amplo incentivando a divulgação.

Não há dúvida de que se almeja um mercado mais eficiente, embora nem todos seus agentes atuarão de modo plenamente racional. Ainda que a teoria de Manne estivesse correta, o que é vigorosamente controvertido, o uso indevido de informação privilegiada

²¹⁸ EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES também fazem menção à “*eficiência do mercado*” como um dos princípios da regulação dos mercados de valores mobiliários (*Op. cit.*, 2011, p. 20).

²¹⁹ “3. Mercado Eficiente: Considera-se como objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência. É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis (...). O nível de eficiência do mercado está associado à velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às informações divulgadas. Um sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também advêm do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado, possibilitando o acesso de alguns a certos dados antes de sua divulgação ampla. O que se deseja, na realidade, é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas” (Comissão de Valores Mobiliários. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, trechos de p. 3 e pp. 14-5).

²²⁰ “As razões econômicas estão ligadas ao conceito de eficiência no estabelecimento dos preços dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Entende-se que o mercado é eficiente quando as cotações dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles e sobre as entidades emissoras. Assim, quanto mais rapidamente as cotações refletirem as novas informações, mais eficiente será o mercado” (EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, 2011, p. 151).

deve ser combatido pelas diversas e sólidas razões já expostas nos itens antecedentes, que protegem valores essenciais e, na soma, sobrepujam um eventual ganho de eficiência econômica que se pudesse cogitar.

2.9. O argumento de perdas e danos das contrapartes

O §3º do art. 155 da Lei das S/A prevê que a pessoa prejudicada por *insider trading* “tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação”.

Não se encontram, em doutrina ou jurisprudência, argumentos convincentes de que existe, de fato, um dano identificável e indenizável a ser protegido por meio de ação de ressarcimento em caso de *insider trading*, exceto em circunstâncias absolutamente peculiares.

Preliminarmente, nunca é demais lembrar que o mercado de valores mobiliários embute, claro, riscos e, como parte da própria dinâmica de seu funcionamento, há quem consiga melhores preços que outros. Abstraindo outras influências, quem tem a melhor informação deveria, em um mercado eficiente, se situar na melhor posição para identificar barganhas e obter o melhor preço. Com efeito, operadores de mercado estão acostumados a conviver com um certo grau de assimetria informacional²²¹.

Em operações de mercado, aquele que negocia não tem ciência de que, do outro lado do negócio, figura um *insider* e, menos ainda, que tal *insider* está operando em posse de informação privilegiada²²². No curso normal, não há vício do consentimento, não houve qualquer ato que tenha ilicitamente induzido a parte a negociar e a identidade da contraparte sequer é conhecida²²³. Fosse qualquer pessoa do outro lado, não um *insider*, a negociação teria ocorrido do mesmo modo.

A propósito, é falacioso eventual argumento de que, se a contraparte soubesse da informação privilegiada, não teria negociado e, por isso, faz jus a indenização. A contraparte

²²¹ STRUDLER, Alan. *Op. Cit.*, 2009, p. 13.

²²² BAINBRIDGE. *Op. Cit.*, 2014, p. 193.

²²³ A única exceção à impessoalidade é a realização de leilões de venda de valores mobiliários, os chamados *block trades*, em volume suficiente para exigir a publicação prévia de aviso ao mercado (vide, a respeito, a Instrução CVM n.º 168, de 23 de dezembro de 1991, conforme alterada), em que deve ser informada eventual relação entre o vendedor e a companhia. A regulamentação, porém, exige que o vendedor declare não se encontrar em posse de informação relevante não divulgada, então descabe cogitar de *insider trading* nesta hipótese.

não deveria saber da informação privilegiada, senão por meio dos mecanismos regulares de divulgação.

Como já se aventou, se o *insider* postergou o momento da divulgação ou somente publicizou parte do que deveria, aí a hipótese é de manipulação de mercado ou de violação do dever de informar, não de *insider trading*. Afora essas circunstâncias, conferir à contraparte reparação equivaleria a dar uma segunda chance a quem livremente tomou uma decisão de negociar, terminando por privilegiar, de modo indesejável, o enriquecimento sem causa desse terceiro²²⁴.

No ponto, não se está a apregoar que o comportamento do *insider* não mereça censura, pois, a todo sentir, o ordenamento deve impor sanções e repudiar o comportamento em questão. Contudo, a estrutura da responsabilidade civil por ato ilícito não se coaduna com o instituto. Daí que são raras as ações propostas com base no art. 155, §3º, da Lei das S/A de que se tem notícia²²⁵.

Nos EUA, Henry G. Manne defende que a proposição econômica mais fundamental que ele deduziu no assunto *insider trading* é exatamente a de que nenhum acionista é prejudicado por um sistema jurídico que permita o uso da informação privilegiada relacionada a ações de uma companhia aberta²²⁶. Donald C. Langevoort opina também que eventuais danos atribuíveis a investidores individuais decorrentes de circunstâncias normais

²²⁴ A matéria foi abordada em julgado administrativo recente do Colegiado da CVM, com voto condutor de Gustavo Gonzalez, em que a defesa alega que as operações questionadas “*não teriam causado nenhum prejuízo reclamado ou declarado aos demais investidores do mercado de capitais*”. A decisão ressalta que a configuração de *insider trading* não requer demonstração de prejuízo e que o objetivo da vedação é assegurar a integridade e confiança dos investidores que estarão negociando em pé de relativa igualdade com suas contrapartes (PAS CVM n.º RJ2016/5039, j. 26.09.2017, p. 9). Em momento algum, contudo, a decisão enfrenta ou contende a alegação dos autores de que não há prejuízo.

²²⁵ Na seara judicial, PRADO, RACHMAN e VILELA (*Op. Cit.* 2016) noticiam a ocorrência de alguns poucos casos como as duas ações decorrentes do caso Servix, relacionadas a fatos ocorridos no final dos anos 70, mas sem qualquer indicação de um critério de cálculo de danos (pp. 30-1) e duas ações civis públicas relativas a *insider trading* em antecipação a operações de alienação de controle, mas que terminaram em termos de ajustamento de conduta, em que os acusados se comprometeram a pagar três vezes o valor do ganho auferido na operação (pp. 73-5). Cabe salientar que o critério das três vezes o valor do ganho aparece no art. 11, §1.º, inciso III, da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, como a potencial multa administrativa que a CVM pode aplicar, e também no art. 27-D do mesmo diploma legal como o valor da pena pecuniária que pode ser aplicada em tal tipo penal. Como se vê, os valores dos termos de ajustamento de conduta não tiveram qualquer relação com um valor de dano sofrido pelas contrapartes, mas, sim, transportaram para o âmbito civil (que deveria ter natureza ressarcitória) o parâmetro usado no âmbito administrativo e penal (que têm natureza sancionatória).

²²⁶ Vide MANNE, Henry. *Insider trading and property rights in new information*. In: Cato Journal, vol. 4, n.º 3, pp. 933-944, inverno 1985, p. 937. Também defendendo o argumento de que não há prejudicado, CARNEY, William J. *Signalling and Causation in Insider Trading*. In: Catholic University Law Review, vol. 36, n.º 4, pp. 863-898, verão 1987, pp. 867-873.

de *insider trading* são difíceis de se discernir (ou no mínimo, terrivelmente difusos)²²⁷. Mesmo os opositores mais ferrenhos da teoria de Manne não rebatem esse ponto de modo contundente²²⁸.

Assumindo um mercado bastante líquido, tipicamente as operações de um *insider* não terão relevância a ponto de afetar a cotação ou o padrão de negociação dos participantes, de modo que o argumento de que as operações são feitas a um preço “errado” não é significativo em tais situações. Nessa linha ainda, o investidor que deu ordem a sua corretora para comprar ou vender os valores mobiliários, a mercado ou sob certas condições, concretizará o negócio com alguma outra contraparte, se o *insider* não estivesse operando.

Porém, se forem ilíquidos, cabe desenvolver um pouco mais o raciocínio, ainda que de forma simplificada. E a simplificação é inevitável, pois os mercados de valores mobiliários podem contar com a presença de agentes com diversos interesses²²⁹, interagindo ativamente e influenciando os preços.

Abstraindo essas interferências, passe-se a imaginar um investidor de mercado que vende ações a R\$50,00 cada, enquanto a companhia ainda não publicou um anúncio de fato relevante de uma aquisição que, futuramente, levará o preço a R\$70,00 por ação. Aqui, não é cabível dizer que o investidor “perdeu” ou “deixou de ganhar” R\$20,00 por ação, sobretudo porque ele, livremente, tomou a decisão de vender as ações, sem que tal decisão tenha qualquer relação com um ato ou omissão do *insider* (ou seja, não há nexos causal). Aliás, a atuação do *insider* cria pressão compradora potencialmente fazendo o preço subir. Ou, no mínimo, tal atuação casa com a oferta de venda, dando liquidez para o investidor vendedor, evitando que ele tenha de refazer sua oferta de venda a um preço mais baixo.

Agora, imagine-se que o investidor de mercado vá comprar ações a R\$50,00 cada, enquanto não foi divulgado um fato relevante de teor negativo que afetará a companhia e

²²⁷ *Investment Analysts and the Law of Insider Trading*. In: Virginia Law Review, vol. 76, n.º 5, pp. 1023-1054, agosto 1990.

²²⁸ “*In a narrow sense, Manne has been right in saying that insider trading is a victimless crime (at least not done face to face but anonymously in the public markets)*”. (KRIPKE, Homer. *Manne’s Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics*. In: Cato Journal, vol. 4, n.º 3, pp. 945-958, inverno de 1985, p. 953).

²²⁹ São investidores fundamentalistas, operadores fazendo arbitragem (os chamados *arbitrageurs*), formadores de mercado, operadores provendo liquidez para clientes, instituições estruturando posições de *hedge* (proteção), operadores automatizados negociando por meio de algoritmo em alta-frequência, a própria tesouraria da companhia eventualmente executando programa de recompra, executivos exercendo *stock options* ou política de negociação e assim por diante.

que levará o preço a R\$30,00 por ação. De novo, descabe dizer que o investidor “perdeu” R\$20,00 por ação ao adquiri-las, pois o investidor decidiu, *sponte propria*, realizar a compra das ações, sem relação com o *insider*. Similarmente, se a intervenção do *insider* tem algum efeito no preço, será o de criar pressão vendedora, o que fará com que o preço caia, de tal modo que o investidor comprará a um preço um pouco menor.

Portanto, não há que se falar de negócios em preço errado, sendo ainda intuitivo que a eventual oscilação da cotação que pode ser causada pela intervenção do *insider* se dá em direção ao valor intrínseco de futura convergência²³⁰.

Existe um segundo argumento que vale examinar em que se alega que os negócios do *insider* afetam adversamente a atuação de formadores de mercado e outros intermediários em geral que atuam ativamente na negociação dos valores mobiliários em questão²³¹. Muitos deles, inclusive, atuam por meio de negociação de alta frequência utilizando algoritmos.

Essa espécie de atuação busca ganhos por meio da margem (*spread*) entre o valor das ofertas de compra e venda. A operação tendo o *insider* como contraparte altera a composição da sua carteira de valores mobiliários (estoque). Tal alteração no estoque em certa medida influencia o padrão de cotações de preço, que, por sua vez, tem impacto sobre as reações de todos demais investidores e outros formadores de mercado e intermediários. Assim, outra questão que traz perplexidades seria como se liquidar danos já que, após a

²³⁰ Veja MANNE, Henry. *Op. Cit.*, 1985, p. 935: “(...) a negociação com informação privilegiada sempre vai impulsionar as cotações das ações na direção “correta”. Isto é, o efeito dessa negociação sempre será movimentar a cotação da ação no sentido do valor que corretamente reflete todos os fatos reais sobre a companhia. Há um debate sobre quão rápido essa negociação fará isso e sobre o impacto do insider trading sobre o momento da divulgação da informação. Mas não há debate sobre a proposição básica, e a lógica econômica a ela subjacente é bastante simples”. Tradução do seguinte trecho: “(...) insider trading will always push stock prices in the “correct” direction. That is, the effect of insider trading will always be to move a share’s price towards the level correctly reflecting all the real facts about the company. There is a debate on how quickly insider trading will do this and what the impact of insider trading is on the timing of public disclosure. But there is no debate on the basic proposition, and the economic logic underlying it is straightforward”.

²³¹ Como explica a B3, “formador de mercado é uma pessoa jurídica, devidamente cadastrada na BM&FBOVESPA, que se compromete a manter ofertas de compra e venda de forma regular e contínua durante a sessão de negociação, fomentando a liquidez dos valores mobiliários, facilitando os negócios e mitigando movimentos artificiais nos preços dos produtos. (...) Os formadores de mercado devem atuar diariamente respeitando os parâmetros de atuação (quantidade mínima, spread máximo e percentual de atuação na sessão de negociação). No entanto, caso o mercado apresente comportamento atípico, com oscilações fora dos padrões regulares (decorrentes de algum fato econômico, catastrófico ou, até mesmo, algum fato positivo totalmente inesperado que altere em demasia o preço do papel), o formador de mercado poderá ter, com consenso da BM&FBOVESPA, seus parâmetros alterados ou ser liberado de suas obrigações durante a sessão de negociação”. Nada impede que outras pessoas jurídicas também exerçam atividades similares ao do formador de mercado, porém com liberdade de números de negócios, *spread* e demais condições, buscando ganhos na diferença entre as ofertas de compra e de venda.

mudança inicial do estoque, é impossível reconstruir toda a cadeia de fatos em torno da premissa de que tal mudança não deveria ter ocorrido, pois outros agentes poderiam ter interferido ou operações que ocorreram poderiam não ter se concretizado se assim fosse. Trata-se de exercício impossível de se empreender de modo minimamente confiável²³².

Outro argumento relacionado sugere que o *spread* entre ordens de compra e de venda aumenta, na medida em que formadores de mercado acreditem que estarão negociando com *insiders* como contrapartes com frequência, pois o formador de mercado embutirá no preço a ideia de que estará, em alguns casos, comprando um ativo que vai se desvalorizar e vendendo um ativo que vai se valorizar²³³.

No entanto, também há quem contenda essa proposição, argumentando que os formadores de mercado não necessariamente absorvem a maior parte das perdas decorrentes de negócios que envolvem *insider trading* e que, em muitos casos, o eventual impacto adverso do *insider trading* sobre as atividade de formação de mercado se mistura ao impacto de diversos outros fatores complexos, sugerindo, de um modo geral, que o atual nível de *insider trading* nos EUA não tem efeito adverso significativo em mercados de valores mobiliários²³⁴.

A discussão em relação aos intermediários e formadores de mercado, embora tenha sido foco de vários estudiosos é, até o momento, inconclusiva, o que, no mínimo, demonstra a dificuldade em se caracterizar o dano efetivo que poderia ser efetivamente indenizável.

²³² William K. S. Wang preleciona que “*the inside trade changes the specialist/market-maker’s inventory. This change in the inventory may create a pattern of price quotations different from the one that would have existed absent the trade. Such an altered pattern will create different reactions by the public and by competing specialists and market-makers. To determine the effect of this new pattern on the intermediary in privity with an insider trader, it is necessary to recreate the pattern that would have prevailed absent the inside trade and to ascertain the consequence of the pattern on the intermediary’s inventory. Unfortunately, this is impossible. Therefore, a specialist/market maker cannot demonstrate harm from an inside trade*” (*Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed, and Who Can Sue Whom under Sec Rule 10b-5*. In: *Southern California Law Review*, vol. 54, n.º 6, pp. 1217-1322, setembro 1981, p. 1.234).

²³³ HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Financial Management Association Survey and Synthesis Series. Oxford University Press, 2002, p. 286-91.

²³⁴ DOLGOPOLOV, Stanislav. *Insider Trading, Informed Trading, and Market Making: Liquidity of Securities Markets in the Zero-Sum Game*. In: *William & Mary Business Law Review*, vol. 3, n.º 1, pp. 1-57, 2012, pp. 54-6. Ver também DOLGOPOLOV, Stanislav. *Risks and Hedges of Providing Liquidity in Complex Securities: The Impact of Insider Trading on Options Market Makers*. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 15, n.º 2, 2010, pp. 387-438.

Assim, com relação às operações em que um investidor toma livremente a decisão de negociar os valores mobiliários, em mercado, não há que se falar de pleito indenizatório, ainda que se comprove ter havido um *insider* do outro lado.

Em situações particulares pode ser possível argumentar que um intermediário ou formador de mercado terminou por adquirir ou vender valores mobiliários que, ausente a intervenção do *insider*, não teria negociado, mas há desafios significativos para se estruturar um pleito indenizatório sólido, em vista da falta de segurança em se afirmar a extensão do eventual dano, de fixar uma metodologia razoável de como calculá-lo e, sobretudo, de reclamar danos que tenham umnexo causal bem definido com a conduta.

A dificuldade em termos de custos para reaver eventuais danos se agrava incrementalmente, se o estatuto social da companhia emissora dos valores mobiliários contiver cláusula compromissória²³⁵. A adoção de arbitragem é obrigatória para empresas listadas nos segmentos do Novo Mercado²³⁶, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

A exemplo de demandas de responsabilidade de administrador ou de abuso de poder de controle, se a disputa envolver a responsabilização de acionistas, a própria companhia, administradores, membros do conselho fiscal ou outras pessoas vinculadas à cláusula arbitral, a arbitragem será obrigatória. Contudo, caso os fatos envolvam *tippees* ou *insiders* acidentais, que, em regra, não estarão vinculados à cláusula arbitral, o Poder Judiciário será competente para resolver a demanda indenizatória. Caso os negócios realizados com aproveitamento de informação privilegiada tiverem sido executados, por exemplo, por *insiders* primários e *tippees* simultaneamente, não haverá como manejar um único processo,

²³⁵ A respeito de cláusulas compromissórias em companhias abertas e sistema de *enforcement*, ver MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A importância do sistema de solução de conflitos para o Direito Societário: limites do instituto da arbitragem*. In: YARSELL, Flávio Luiz; e PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) *Processo Societário*, São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 77-99; e HATANAKA, Alex S. *Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto*. In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v. 3, p. 111-146, 2016.

²³⁶ Apenas exemplificativamente, veja-se a disposição do Regulamento do Novo Mercado sobre a cláusula compromissória e seu escopo: “Art. 39 *O estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, e em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei n.º 6.385/76, na Lei n.º 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado*”.

cabendo ao prejudicado iniciar uma arbitragem e também uma ação judicial, o que pode resultar em decisões contraditórias.

Nos EUA, foi desenvolvida a teoria da contraparte concomitante (“*contemporaneous trader*”), que foi construída a partir da jurisprudência²³⁷. Em um caso, possibilitou-se o ajuizamento de ação por participantes que negociaram “durante o mesmo período” da utilização da informação privilegiada²³⁸. Em outro caso, o autor não obteve indenização, pois negociou um mês depois dos negócios utilizando informação privilegiada²³⁹. Em outro, ainda, ficou decidido que aqueles que negociaram antes do *insider* não poderiam ser descritos como concomitante²⁴⁰.

Há dificuldade em se delimitar esse grupo, que, de modo geral, inclui aqueles que negociaram ao mesmo tempo ou “poucos dias” depois do *insider* e que o fizeram no mercado regulamentado, excluídas eventuais operações privadas. Também são excluídas as operações daqueles que não poderiam ter sido realizadas com o *insider* de contraparte, em vista da maneira como o mercado é conduzido. Contudo, a determinação do período após as operações do *insider* que pode ser objeto do pleito indenizatório continua sem definição clara²⁴¹. Como abre-se para todas as pessoas que negociaram, a classe de autores é muito maior que aqueles que efetivamente estiveram na contraparte da pessoa negociando com informação privilegiada, diluindo-se o potencial pleito.

Demais disso, não bastasse os argumentos acima expostos sobre a ausência de dano efetivo, outro óbice que se encontra para ações cíveis é de ordem processual. A Seção 20(A)(b) prevê que a indenização não deve exceder o lucro ganho ou perda frustrada na operação ou operações que foram objeto de violação. Em adição, valores pagos à SEC como devolução de ganhos (“*disgorgement*”) são descontados desse montante. Nesse sentido, o

²³⁷ São três os casos paradigma: (a) *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974), (b) *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp.*, 648 F.2d 88 (2d Cir. 1981) e (c) *O'Connor & Assocs. v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 559 F. Supp. 800 (S.D.N.Y. 1983). Ver a respeito, Wang, William K. S. *The Contemporaneous Traders Who Can Sue an Inside Trader*. In: *Hastings Law Journal*, vol. 38, n.º 6, pp. 1175-94, agosto 1987.

²³⁸ *Shapiro v. Merrill Lynch*, p. 237.

²³⁹ *Wilson v. Comtech Telecom*, pp. 94-5, em que fica assentado que “*noncontemporaneous traders do not require the protection of the ‘disclose or abstain’ rule because they do not suffer the disadvantage of trading with someone who has superior access to information*”.

²⁴⁰ *O'Connor v. Dean Witter*, p. 1522, ressaltando que os autores que negociaram antes dos réus negociar não foram prejudicados, mas os autores, que negociaram menos de uma semana depois dos réus, deduziram adequadamente o pedido.

²⁴¹ FERRARA, Ralph C.; NAGY, Donna M.; THOMAS, Herbert; e KIM, Thomas J. *Ferrara on Insider Trading and the Wall*. Nova Iorque: Law Journal Press, 2006, p. 3-10.

valor de indenização pode ser mínimo e, na prática, se torna o fator limitador real para uma ação de indenização proposta de acordo com a legislação do mercado de capitais norte-americano com base em *insider trading*²⁴².

No Brasil, a questão de legitimidade ativa se resolve de modo relativamente simples, pois a regulamentação exige a identificação das partes a todas operações e seu registro, de modo que sempre deveria ser possível determinar as pessoas que negociaram com uma detentora de informação privilegiada do outro lado. Os problemas para se determinar um eventual valor de danos, como é de se ver, não são exclusividade entre nós.

2.10. Aspectos Transfronteiriços

Outro fundamento que cabe examinar é o progresso firme da globalização. Os mercados de capitais se tornaram autenticamente globais, sendo cada vez menor a dificuldade de realocação de recursos para além-fronteiras. Na mesma toada, o acesso a informações sobre as companhias emissoras e seus valores mobiliários disponíveis em cada país, a sua macroeconomia, condições políticas e o sistema jurídico passou a ser muito mais fácil e conveniente.

Com isso, constata-se uma inédita mobilidade dos recursos financeiros, que explica, em certa medida, a necessidade de criar mercados que sejam estáveis, confiáveis e equitativos, mesmo se comparados com os demais.

Daí que, na atualidade, não há como deixar de refletir sobre o sistema jurídico, que não deixa de ser geograficamente contido, mas sofre forte influência dos efeitos da internacionalização dos mercados. A respeito desse movimento, são três os principais aspectos que serão tratados na ordem a seguir: a harmonização regulatória, a competição entre jurisdições e a cooperação entre reguladores²⁴³.

Sobre a harmonização ou convergência regulatória, o esforço mais notável foi a criação em 1983 da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), um

²⁴² FERRARA, NAGY, THOMAS e KIM. *Op. Cit.*, 2006, p. 3-12. Ver, também, HENNING, Peter J. *Between Chiarella and Congress: A Guide to the Private Cause of Action for Insider Trading under the Federal Securities Laws*. In: University of Kansas Law Review, vol. 39, n.º 1, pp. 1-58, outono 1990.

²⁴³ Rafael Ribeiro Visconti trata desses três aspectos como abordagens que podem ser complementares (*Mercados globais, reguladores nacionais: a internacionalização do mercado de capitais e o caso do insider trader*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.48, n. 151/152. São Paulo: RT, pp. 308-29, jan./dez. 2009, p. 308).

organismo internacional, sediado em Madri, que congrega os reguladores de mercados de valores mobiliários e busca estabelecer padrões comuns²⁴⁴. Seus 215 membros regulam mais de 95% dos mercados de valores mobiliários e estão espalhados em mais de 115 jurisdições²⁴⁵.

Em 2003, a IOSCO publicou um relatório “*Insider Trading – Como os Países o Regulam?*”²⁴⁶. Tal relatório analisa a regulação presente em diversas jurisdições, além de estabelecer algumas linhas mestras para a regulação da matéria, mas não aborda a sistemática brasileira.

Os padrões sugeridos pela IOSCO podem ser voluntariamente adotados e não têm natureza vinculante, muito embora, em certas circunstâncias, o não alinhamento a elas possa dificultar ou inviabilizar o acesso a financiamento oriundo do Banco Mundial ou do Fundo Monetário Internacional²⁴⁷.

A convergência de legislações é um fenômeno que se encontra em curso e que tem levado a tratamento substancialmente similares a questões que são comuns às várias jurisdições ou problemas que se estendem para além das fronteiras. Porém, há, naturalmente, divergências, principalmente em função de aspectos específicos de cada País, tais como características das companhias, de seus investidores, do sistema jurídico e da cultura local.

Em adição à intuitiva oposição entre os sistemas de *common law* e de *civil law*, uma questão particularmente aguda para o processo de importação da legislação e regulamentação norte-americana atinente aos mercados de capitais para o Brasil deriva das diferenças profundas de estrutura das companhias, com tendência a maior dispersão acionária e dissociação entre propriedade e gestão nos EUA, ao passo que no Brasil, de um

²⁴⁴ Os documentos-chave emitidos pela instituição são os “*Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da IOSCO*” (“*Objectives and Principles of Securities Regulation*”). Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>, acessado em 08.01.2018); e a “*Metodologia para a Implementação dos Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da IOSCO*” (“*Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*”). Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>, acessado em 08.01.2018), que busca interpretar o primeiro.

²⁴⁵ Informações constantes do website da IOSCO, disponível em https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco (acessado em 08.01.2018).

²⁴⁶ Relatório do Comitê de Mercados Emergentes da IOSCO. “*Insider trading: how jurisdictions regulate it?*” março de 2003, Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf> (acessado em 08.01.2018).

²⁴⁷ KINGSBURY, Benedict; KRISCH, Nico e STEWART, Richard B. “*The Emergence of Global Administrative Law*”. In: *Law and Contemporary Problems*, vol. 68, números 3 e 4 (verão/outono 2005), pp. 15-62.

modo geral, há maior concentração acionária e coincidência entre controlador e administração. Inegável, porém, a tendência de fertilização cruzada de disposições e resolução de questões, o que torna o estudo de outras experiências importantíssimo.

Sobre o segundo aspecto (a competição entre jurisdições), há autores, como Roberta Romano²⁴⁸, que defendem que tal competição promove um processo de escolha entre os diferentes sistemas de regulação, o que leva emissores a abandonarem jurisdições com sistemas jurídicos antiquados ou que levem à ineficiência. Nessa linha de raciocínio, os sistemas regulatórios seriam os produtos e os emissores seriam os consumidores. Essa situação acarretaria, na opinião da autora, alterações no sistema regulatório, com a regulação tendendo a refletir os termos e condições mínimos que os participantes sofisticados do mercado entenderiam apropriados e que estabeleceriam para si mesmos se tivessem o poder de se autorregular.

Merritt B. Fox critica essa visão argumentando que a competição e a redução de intervenção regulatória levariam a um menor nível de divulgação de informações, o que não sanaria as falhas já vistas em mercados desregulamentados e que somente são apropriadamente resolvidas por meio de divulgação obrigatória²⁴⁹.

Analisando a competição, há quem entenda que essa disputa leva a uma corrida para um melhor padrão de *disclosure* e de exigências regulatórias (*race to the top*)²⁵⁰. John C. Coffee, Jr. explica, de modo eloquente, que padrões mais elevados de governança e *disclosure* atraem emissores e não repelem, justificando sua assertiva no padrão detectado de movimento para jurisdições em que se nota maior proteção de acionistas minoritários²⁵¹.

Na experiência brasileira, esse argumento é corroborado pela migração voluntária de diversas companhias para o segmento do Novo Mercado, com exigências mais elevadas de

²⁴⁸ ROMANO, Roberta. *The need for competition in international securities regulation*. In: *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, n.º 2, pp. 387-562, julho 2001. O raciocínio desenvolvido é baseado na análise que a respeitada autora empreendeu com relação a disputa entre os Estados da Federação norte-americana pelos emissores, no artigo *Empowering investors: a market approach to securities regulation*. In: *Yale Law Journal*, vol. 107, n.º 8, pp. 2.359-2.430, junho 1998.

²⁴⁹ FOX, Merritt B. *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment*. In: *Virginia Law Review*, vol. 85, n.º 7, pp. 1335-1420, outubro 1999.

²⁵⁰ HUDDART, Steven J.; HUGHES, John S.; e BRUNNERMEIER, Markus K. “*Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context*”. In: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, n.ºs 1-3, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=146737> (acessado em 08.01.2018).

²⁵¹ COFFEE, JR., John C. “*Competition Among Securities Markets: A Path Dependent Perspective*” (março de 2002). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 192*, pp. 16-26. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=283822> (acessado em 08.01.2018).

governança corporativa, em exemplo de que não necessariamente os emissores adotam a abordagem de fazer o mínimo, se houver incentivos que justifiquem a migração, como melhor acesso a fontes de financiamento e maior liquidez para seus valores mobiliários.

Essas ponderações são complementadas por diversos estudos comparatísticos que foram realizados nas últimas duas décadas e realçam a existência de diferenças consideráveis em termos de governança corporativa e mercados de valores mobiliários.

Em artigo seminal, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny²⁵² pesquisaram 49 países e concluíram que aqueles países que adotam menor proteção para investidores, aferida de acordo com as características do sistema legal e a qualidade do *enforcement*, têm mercados de capitais menores e com menor número de participantes. Extraem dos dados, ainda, de forma polêmica, que países de tradição francesa de *Civil Law* apresentam menor proteção a investidores e os mercados de capitais são menos desenvolvidos, em especial se comparados a países oriundos da *Common Law* e sugerem que o sistema jurídico teria influenciado no desenvolvimento dos mercados de capitais.

Analisando os interessantes dados oriundos de tal estudo, John C. Coffee, Jr.²⁵³ reconhece que, de fato, há certa importância relacionada aos sistemas jurídicos. Contudo, discorda da ênfase dada ao sistema jurídico como determinante do desenvolvimento do mercado de capitais²⁵⁴, explicando que, no período em que o processo de dispersão do capital ocorreu nos EUA e no Reino Unido no final do século XIX e início do XX, não havia, também, realisticamente, proteções para os investidores minoritários e os controladores podiam extrair benefícios privados do controle.

A diferença, em verdade, sustenta o professor Coffee, repousou no distanciamento do Poder Público da supervisão e intervenção sobre os mercados de capitais, com o

²⁵² LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert. “*Legal Determinants of External Finance*”. 52 *Journal of Finance*, 1997, pp. 1131-1150. Esse artigo se baseou em outro estudo de 1996 dos mesmos autores intitulado “*Law and Finance*”, publicado em 106 *Journal of Political Economy*, 1998, pp. 1113-1155; “*The Quality of Government*”. *Journal of Law, Economics and Organization* 15, 1999, pp. 222-279; e “*What Works in Securities Laws*”. In: Tuck School of Business at Dartmouth Working Paper, 2003, pp. 3-22.

²⁵³ *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. In: *Yale Law Journal*, vol. 111, n.º 1 (outubro 2001), pp. 1-82.

²⁵⁴ O desenvolvimento do mercado de capitais é visto como intrinsecamente ligado a uma maior dispersão do capital e à segregação entre propriedade das ações e a administração dos negócios, como imaginada por Adolf Berle e Gardiner Means em sua clássica obra de 1932, *The Modern Corporation & Private Property; with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen*. 10ª reimpressão. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 2009.

surgimento de sistemas sólidos de autorregulação, administrados tipicamente pelas bolsas de valores. Com a vinda da dispersão do capital, aí, sim, os investidores passaram a reclamar melhor proteção e pressionar por mudanças. Em outras palavras, John Coffee, Jr. argumenta, de modo convincente, que a dispersão do capital não se deve ao sistema jurídico proteger melhor os investidores minoritários, mas, ao revés, a dispersão do capital faz com que o sistema jurídico evolua para melhor proteger os direitos dos minoritários.

A discussão acima travada não envolveu especificamente a proibição ao *insider trading*, que, inclusive, não constava dos fatores comparados por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny nas diversas jurisdições, mas a discussão sublinha a importância de um sistema jurídico apropriado em termos de legislação, regulação e autorregulação, como alicerce para propiciar o seu desenvolvimento.

Na esteira dessas discussões foram realizados também estudos comparativos específicos à problemática do *insider trading*. Em pesquisa empírica, Utpal Bhattacharya e Hazem Daouk²⁵⁵ revisaram 103 países que, em 1998, tinham bolsas de valores. Naquele momento, existia legislação limitando *insider trading* em 87 países, enquanto somente havia ocorrido persecução para exigir o cumprimento de tais leis em 38 deles, ao passo que, voltando para antes de 1990, tais números decresciam dramaticamente para 34 e 9 países, respectivamente.

O fenômeno do combate ao *insider trading* é medida que passou a ser adotada por meio de legislação a partir dos anos 90. Na maioria dos países europeus, normas vedando o *insider trading* são relativamente recentes²⁵⁶. De fato, na Alemanha, somente em 1994, o *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)* passou a vedar o *insider trading* em sua Seção 14. E a adoção da norma, na maioria de tais países europeus, se deu em função da implementação da Diretiva 89/592/EEC²⁵⁷, coordenando regulação em matéria de *insider dealing*.

Bhattacharya e Daouk utilizaram 4 métodos diferentes para calcular o custo do capital próprio em 3 momentos, a saber (i) antes da legislação sobre *insider trading*, (ii) após a legislação e (iii) depois da primeira persecução, concluindo que a adoção de legislação

²⁵⁵ BHATTACHARYA, Utpal; e DAOUK, Hazem. “The World Price of Insider Trading”. In: *The Journal of Finance*, v. LVII, n.º 1, Fevereiro 2002, p. 75-108, 2002.

²⁵⁶ BHATTACHARYA; e DAOUK. *Op. Cit.*, 2002, p. 75.

²⁵⁷ Diretiva 89/592/EEC do Conselho Diretivo, datada de 13.11.1989, disponível em <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/592/oj> (acessado em 07.01.2018).

sobre o tema não tem efeitos realmente significativos, mas a promoção do primeiro caso de perseguição tem como principal impacto relevante a redução do custo do capital próprio (*cost of equity*)²⁵⁸.

Nesse mapeamento, o Brasil aparece em “boa figura”, para emprestar a expressão usada por Prado, Rachman e Vilela²⁵⁹, eis que a legislação repudia o *insider trading* desde 1976 e já em 1977 um processo administrativo foi instaurado para investigar a prática de *insider trading* no caso Servix, justamente o primeiro processo administrativo sancionador da história da CVM.

Em linha complementar, Laura Nyantung Beny lança mão de dados de 36 países (incluindo o Brasil) e sugere que regras mais rigorosas de *insider trading* e a sua perseguição concreta estão, de um modo geral, associadas à maior dispersão da propriedade do capital, formação mais precisa de preços e maior liquidez do mercado²⁶⁰.

E, de fato, a competição regulatória pode ser um ponto que tem, de fato, impacto sobre a realização de um investimento ou a sua realocação. Sem dúvidas, a decisão a ser tomada pelo investidor se deve em maior medida à avaliação da oportunidade de ganhos em cada caso concreto e à análise que é feita casuisticamente sobre a hipótese de investimento, mas há uma avaliação prévia sobre as condições para se fazer negócios em uma determinada jurisdição²⁶¹, entre as quais está a estabilidade e confiabilidade do ambiente jurídico e regulatório.

A respeito do terceiro ponto, o de cooperação entre reguladores, Jonathan R. Macey e Enrico Colombatto explicam que a SEC, diante de um cenário em que poucos países vedavam energicamente o *insider trading*, assumiu um papel de catalisador da adoção de

²⁵⁸ BHATTACHARYA; e DAOUK. *Idem*, p. 104.

²⁵⁹ *Ob. Cit.*, 2016, p. 14.

²⁶⁰ BENY, Laura Nyantung. “A Comparative Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading”. Harvard Law School Discussion Paper No. 264 (Sept. 1999), pp. 19 e ss. O mesmo estudo foi aperfeiçoado pela autora e publicado em BENY, Laura Nyantung. “Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence”. In: American Law and Economics Review, vol. 7, n.º 1, pp. 144-83, 2005. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=623481> (acessado em 07.01.2018).

²⁶¹ Para muitos dos grandes alocadores de recursos há uma primeira grande triagem que determina se sua equipe de investimentos sequer deve dedicar tempo a emissores de uma determinada região ou país. Um exemplo claro do que se está a arguir é que o Brasil, ao perder o selo de grau de investimento, deixou de ser potencial destino de investimento para um grupo significativo de gestores, que estão vinculados a regras que somente os permite investir em países com classificação de risco na faixa do *investment grade*. Assim, é importância que o quadro regulatório não seja visto como inadequado, frágil ou, simplesmente, inerte, sem atuação prática.

normas a respeito, em larga medida, para proteger o seu próprio poder²⁶². Com a internacionalização dos mercados, o confinamento territorial da SEC ao território norte-americano a deixava exposta a negociações feitas em outras jurisdições. E essa necessidade levou a SEC a abraçar estratégias de cooperação e auxílio internacional, além de tentar influenciar na adoção de leis mais severas a respeito do tema em outras jurisdições²⁶³.

O paradigmático caso “Sadia-Perdigão” é um exemplo ilustrativos dessa atuação em cooperação que o órgão regulador norte-americano encampou. Foi a SEC que detectou negociações atípicas na NYSE com valores mobiliários da Perdigão (ADRs). Assim, transmitiu as informações pertinentes à CVM, desencadeando toda a persecução administrativa (PAS CVM n.º SP2007/0118) e criminal que se tornou célebre.

Em outro exemplo recente da internacionalização dos mercados, em outubro de 2013, a SEC anunciou que fez um acordo de aproximadamente U.S.\$ 5 milhões, em caso com laços no Brasil. No relato da SEC, dois brasileiros estavam envolvidos na aquisição de uma quantidade significativa de opções de compra de H. J. Heinz Company, por meio de um veículo constituído nas Ilhas Cayman, na data que antecedeu ao anúncio de sua aquisição pelo fundo 3G Capital, controlado por brasileiros, e a Berkshire Hathaway de Warren Buffett²⁶⁴.

2.11. Fundamentos da vedação no Brasil

A prática do abuso da informação privilegiada, em sua origem, teve sua razão de ser no dever de lealdade a que os *insiders* clássicos estão adstritos perante a companhia. Isso em função do acesso que a eles é confiado às informações estratégicas e oportunidades comerciais que, em última análise, pertencem à empresa.

A cisão entre propriedade e gestão somente faz acentuar esse conflito. Há, ainda, uma maior tendência dos controladores de buscar extrair benefícios privados das empresas,

²⁶² MACEY, Jonathan R. e COLOMBATTO, Enrico. *A Public Choice Model of International Economic Cooperation and the Decline of the Nation State*. In: *Cardozo Law Review*, vol. 18, n.º 3 (dezembro 1996), pp. 925-956.

²⁶³ MACEY e COLOMBATTO atribuem, em parte, a esforços da SEC tanto a criminalização do *insider trading* na Suíça e Alemanha, como a mudança da postura anteriormente inerte do Japão em termos de persecução (*Idem*, 1996, p. 952).

²⁶⁴ Anúncio público da SEC: “*Previously unknown insider traders in Heinz agree to \$5 million settlement*” (Disponível em <<http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539873749>>, acessado em 08.01.2018).

o que pode, muito bem, incentivar os administradores a similarmente extraírem vantagens pessoais de suas posições.

A conduta é reprovável, demais disso, por diversos outros motivos. A prática fere frontalmente o princípio da igualdade de acesso a informações relevantes, que hoje é diretriz estruturante na maioria das legislações, à exceção dos EUA.

Por reflexo, a conduta coloca em xeque a lisura do regime de *full disclosure*, espinha dorsal do mercado de valores mobiliários, à medida em que o *insider* se aproveita de situação de assimetria informacional aguda para obter vantagem a que não faz jus. Viola, com isso, a boa-fé subjetiva e objetiva que deve imperar nos negócios jurídicos, além de trair a potencial confiança depositada no mercado de valores mobiliários pelos investidores que dele participam.

Em termos de cultura, sustenta-se que as ondas de escândalos de corrupção e desonestidade, conjugadas com a relativa indulgência da população com a situação, criam condições propícias para o alastramento das práticas de *inside trading*, o que deve ser combatido e censurado. Em linha parelha, se a conduta fosse permitida, seria um passo pequeno para os *insiders* combinarem a já reprovável conduta com manipulação de mercado e violação das regras de divulgação de fatos relevantes, o que potencializaria a sua nocividade.

No contexto da globalização dos mercados, uma regulação defasada, relaxada ou não exigida na prática pode colocar o país em desvantagem competitiva na decisão, cada vez mais internacional e célere, de alocação e redirecionamento de recursos.

Viu-se, ainda, em termos de eficiência econômica, que há elementos a indicar que o emprego de legislação vedando e reprimindo o *insider trading* leva ao desenvolvimento do mercado e sua eficiência, em termos de liquidez e dispersão, além de atrair maior investimento. Assim, não há qualquer espaço para se cancelar o instituto, pelos vários motivos nem um pouco desprezíveis acima delineados.

Se poderia antes haver dúvida se o sistema brasileiro se calcava mais nos deveres fiduciários da Lei n.º 6.404/76 ou na igualdade de acesso informacional, a última mudança trazida pela Lei n.º 13.506/2011 desvela, de vez, a opção pela segunda alternativa.

Embora o sistema de duplo apenamento sancionatório (penal e administrativo) seja questionável, essa opção legislativa, assim como a concessão para a CVM de poderes sancionatórios de maior calibre, vem em boa hora para apaziguar os reclamos de baixa efetividade do sistema de *enforcement* brasileiro. O ferramental assim municiado às autoridades deve, contudo, ser utilizado com parcimônia e razoabilidade, pautando sua aplicação pelo pleno respeito aos princípios constitucionais do devido processo legal, contraditório, proporcionalidade, a presunção de inocência e demais salvaguardas aplicáveis.

3. USO INDEVIDO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

3.1. Responsabilização perante a CVM e a justiça criminal

O sistema de repressão ao uso indevido de informação privilegiada apresenta dois caminhos sancionatórios, a persecução em processo administrativo perante a CVM e a persecução do tipo penal perante a Justiça Federal. Em adição, com natureza reparatória, a Lei das S/A dá guarida à ação indenizatória, a ser movida por aquele que negociou com o *insider*, a despeito dos enormes desafios em sua efetivação já brevemente tratados neste estudo.

Sobre o tipo penal, o legislador brasileiro seguiu em 2001 a tendência internacional de criminalizar a conduta do *insider trading*²⁶⁵, reservando-o, contudo, à época, aos titulares de dever de sigilo perante a companhia. Em novembro de 2017, a redação do dispositivo legal foi alterada para um tipo penal aberto, com sujeito ativo não qualificado, em busca de uma normatização mais ampla.

A despeito da tendência de endurecimento vigente e da exposição midiática que os pouquíssimos processos criminais iniciados proporcionaram²⁶⁶, cabe a sugestão de uma reflexão afastada e neutra se, realmente, é apropriada a manutenção de um sistema em que se pune duas vezes os mesmos fatos. Não obstante os esforços louváveis de especialização, há que se ponderar que o Poder Judiciário tem contato exíguo com companhias abertas ou com as questões que em torno delas giram, além de se encontrar assoberbado com o volume de processos e os desafios de infraestrutura e aparelhamento²⁶⁷.

²⁶⁵ O *nomen juris* do tipo penal do art. 27-D da Lei do Mercado de Valores Mobiliários se refere ao “uso indevido de informação privilegiada”. O adjetivo “indevido”, que não consta do art. 4.º desse mesmo diploma legal, demonstra a preocupação de distinguir o ilícito penal do uso apropriado e lícito da informação privilegiada, que ocorrem nas situações em que os administradores e demais *insiders* a utilizam em prol do interesse social.

²⁶⁶ Há notícia até maio de 2016 de quatro ações criminais propostas, sendo duas em 2009, nos casos “Sadia-Perdigão” e “Random”, uma em 2012, no caso “Mundial”, e outra em 2014 no caso “OGX” (FITTIPALDI, Sílvia Labriola Cavalieri. *A repressão ao insider trading no Brasil: panorama atual e novas perspectivas*. Dissertação de mestrado sob orientação do professor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016, p. 94). Em 2017, houve início, como é notório, de persecução penal envolvendo acionistas da J&F como consequência da venda de ações da JBS e operações no mercado (*Non-Deliverable Forwards* – NDFs, essencialmente, futuros de câmbio) da JBS S.A. em antecipação à divulgação de acordo de delação premiada.

²⁶⁷ ARAGÃO. *Op. Cit.*, 2006, p. 38-41.

Por outro lado, a CVM é autarquia altamente especializada, dedicada a matérias afetas ao mercado de valores mobiliários, que vem se desincumbido da persecução no âmbito administrativo de forma cada vez mais ativa, com aumento nos números de investigações e apenamentos em casos de uso indevido de informação privilegiada. Vale lembrar, por ser a sanção mais comumente aplicada, que as multas administrativas impostas pela CVM podem atingir patamares mais elevados que os do art. 27-D da Lei n.º 6.385/76, em razão da multiplicidade de critérios na dosimetria providos no §1.º do art. 11 do mesmo diploma legal.

Há entendimento doutrinário²⁶⁸ no sentido de que seria constitucional a cumulação de sanções penais e administrativa (ainda que retributiva e, portanto, também punitiva), incidindo sobre os mesmos fatos, desde que o legislador assim tenha decidido e exista proporcionalidade em tal opção legislativa. Contudo, de outra parte, há de se ponderar que as duas sanções em tela têm natureza punitiva, são rigorosas e incidem sobre os mesmos fatos. O Excelso Supremo já se manifestou diversas vezes no sentido de que o ordenamento pátrio acolhe o princípio do *ne bis in idem*²⁶⁹, o que, no mínimo, coloca o sistema sob risco de inconstitucionalidade.

Enfrentando discussão idêntica, a Itália vem sofrendo percalços na implementação do Regulamento (EU) n.º 596/2014, da União Europeia, em razão do julgamento do caso *Grand Stevens & ors v. Italy*, de 04.03.2014, pelo Tribunal Europeu de Direitos Humanos. Em tal julgado, ficou decidido que o princípio do “*ne bis in idem*” torna inadmissível o sistema sancionatório italiano então vigente no âmbito do mercado de capitais, que podia resultar em duplo apenamento, i.e., sanção administrativa aplicada pela *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB) e sanção penal aplicada pela justiça criminal²⁷⁰.

²⁶⁸ Vide, MELLO, Rafael Munhoz de. *Op. Cit.*, 2007, p. 213; FERREIRA, Daniel. *Sanções administrativas*. São Paulo: Malheiros, 2001, p. 133; e VITTA, Heraldo Garcia. *A Sanção no Direito Administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 119.

²⁶⁹ Por todos, veja-se este trecho de ementa de aresto recente, em se analisou um caso de persecução na Justiça Comum, seguida da Justiça Militar: “A adoção do princípio do *ne bis in idem* pelo ordenamento jurídico penal complementa os direitos e as garantias individuais previstos pela Constituição da República, cuja interpretação sistemática leva à conclusão de que o direito à liberdade, com apoio em coisa julgada material, prevalece sobre o dever estatal de acusar” (Habeas Corpus n.º 86606/MS, STF, 1ª T., rel. Min. Carmen Lúcia, j. 22.05.2007, DJe 072, divulg. 02.08.2007, public. 03.08.2007)

²⁷⁰ VENTORUZZO, Marco. *Do Market Abuse Rules Violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case (October 1, 2014)*. In: European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 269/2014; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2517760. Nov 2014. Disponível

A mesma discussão se pôs em relação ao sistema francês²⁷¹, principalmente após o Conselho Constitucional da França (*Conseil Constitutionnel*), em julgamento de 18.03.2015, no caso EADS, ter decidido que a dupla condenação, em âmbito administrativo pela AMF – *Autorité des Marchés Financiers* e em âmbito criminal pela justiça penal, também feria o princípio do *non bis in eadem*. Na esteira dessa decisão, foi promulgada a Lei n.º 2016-819, de 21.06.2016, reformulando o sistema de repressão de abuso de mercado, de forma que, se a AMF iniciar a persecução de um caso de abuso de mercado, o *Parquet* estará impedido de fazê-lo e vice-versa.

Embora a legislação pátria de mercado de capitais tenha se espelhado majoritariamente nos EUA, a estrutura de responsabilização administrativa tem inspiração nitidamente europeia, sendo, assim, cabível a reflexão sobre a interação, senão superposição, entre o direito administrativo sancionador e o penal.

Em adição à questão da dupla persecução e da falta de especialização, outro ponto desafiador para a persecução penal diz respeito ao fato de que é controversa a possibilidade de se responsabilizar pessoas jurídicas no âmbito criminal. Como se sabe, a doutrina tradicional preleciona que os crimes dependem de ações, que são comportamentos humanos²⁷², inadmitindo persecução penal voltada a pessoas jurídicas. Assim, embora, o art. 173, §5º, da Constituição da República²⁷³ preveja que a lei poderá estabelecer a responsabilização penal de pessoas jurídicas por atos praticados contra a ordem econômica e financeira, eventual persecução contra pessoas jurídicas, por certo, não estará imune a objeções a esse respeito.

A questão é particularmente relevante, pois a maioria esmagadora das negociações que são realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários não envolve pessoas físicas,

em: <https://ssrn.com/abstract=2517760> (acessado em 08.01.2017) e, também, VENTORUZZO, Marco. *Op. Cit.*, 2014, p. 34-36.

²⁷¹ Vide DUFOUR, Olivia. *L'affaire Grande Stevens sonne la fin de la double répression des abus de marché*. Comentário à decisão da Corte Européia de Direitos Humanos, j. 04.03.2014. *Grande Stevens et al. v. Itália*. Req. n.º 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10. *Petites affiches*, 30.03.2014, n.º 86, p. 4.

²⁷² Entre tantos outros, cite-se a posição de BRUNO, Aníbal. *Direito Penal*. vol.1 – Parte Geral, Rio de Janeiro: Forense, 1959, pp. 293-303; e FRAGOSO, Heleno Cláudio. *Lições de Direito Penal – A Nova Parte Geral*. 9ª. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1985, p. 152.

²⁷³ “§ 5.º - A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular”.

mas, sim, pessoas jurídicas ou entes sem personalidade jurídica, tais como fundos de investimento.

Ora, a atenção do Direito Penal a uma conduta deve ser a “*ultima ratio* do ordenamento jurídico”, havendo autores respeitáveis que já há tempos defendem a descriminalização da conduta²⁷⁴, o que eliminaria o risco de afronta ao *ne bis in idem*. A questão merece um aprofundamento e consideração que não são compatíveis com o escopo desta dissertação, tampouco com o conhecimento de seu autor em Direito Penal. Não obstante, em razão da significância para uma análise consistente da questão, especialmente as drásticas modificações recém implementadas, fica consignado o alerta de que o tema merece melhor debate e reflexão entre nós.

3.2. Requisitos para a configuração do ilícito na responsabilização administrativa

3.2.1. Legislação e normas regulamentares

Como visto, o *insider trading* é tratado tanto na legislação na Lei das S/A, como na Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Na primeira, a vedação ao uso indevido de informação privilegiada no âmbito societário está amparada nos §§1º e 4º do art. 155, *verbis*:

“§1.º - 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”.

“§ 4.º - 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” (grifou-se).

A vedação, como já salientado, foi implantada em meio aos deveres fiduciários dos administradores de sociedades por ações, mais precisamente na disposição legal que cuida do dever de lealdade, inspirado no *standard of loyalty* norte-americano. Cabe repetir que o

²⁷⁴ COSTA, Helena Regina Lobo da; ALONSO, Leonardo; e COELHO, Marina Pinhão. *Dos crimes contra o mercado de capitais*. In: Revista Literária do Direito, vol 53, São Paulo, pp. 30-33, 02.08.2004, p. 31.

§1.º constava desde o texto original do art. 155 da Lei das S/A, ao passo que o §4.º, com escopo ampliativo, somente foi acrescentado na reforma de 2001.

A seu turno, no art. 4.º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, encontram-se as premissas, o direcionamento e o próprio propósito da regulação nacional sobre o mercado de valores mobiliários²⁷⁵, sendo que a Lei n.º 10.303/2001 acrescentou a alínea “c” ao inciso IV com a seguinte redação:

“Art. 4º - O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...)

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: (...)

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”.

O legislador, assim, em adição à vedação constante da legislação societária, outorgou mandato legal para a CVM²⁷⁶ lançar mão de seus poderes regulatórios com o objetivo de proteger os titulares de valores mobiliários e investidores contra o “uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”. Diferentemente do tipo penal que será abordado mais abaixo, o legislador não qualificou que a regulação deveria se voltar ao uso “indevido” da informação privilegiada. Mas deveria, pois, os investidores não precisam ser protegidos do uso regular da informação privilegiada.

Essa incumbência deve ser sempre interpretada no contexto mais global dos princípios e objetivos que, em seu conjunto, norteiam a regulação e supervisão a serem levadas a cabo pela CVM, o que inclui, entre outras, assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados, proteger os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas, coibir modalidades de fraude e manipulação, assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários e suas emissoras e garantir a observância de práticas comerciais equitativas.

Como visto, também foi em 2001 que o ordenamento passou a tratar *insider trading* como um ilícito penal. Até a inclusão do art. 27-D na Lei do Mercado de Valores

²⁷⁵ CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Artigo 4.º*. In: CODORNIZ e PATELLA (coords.). *Op. Cit.*, 2015, pp. 115-6.

²⁷⁶ Embora a norma legal mencione CMN e CVM, o CMN se ocupa de questões que dizem respeito ao mercado de capitais e financeiro, de modo mais abrangente, enquanto a CVM se incumbe de modo mais próximo e granular a questões pertinentes ao mercado de valores mobiliários.

Mobiliários, efetuada pela Lei n.º 10.303/01, o tratamento dispensado era unicamente de ilícito societário com responsabilização administrativa. Mais recentemente, a redação do tipo legal se tornou substancialmente mais rigorosa, conforme as alterações trazidas pela Lei n.º 13.506/2017, assumindo a redação a seguir transcrita:

“Uso Indevido de Informação Privilegiada

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

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

§ 1.º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2.º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”²⁷⁷.

Regulamentando tais disposições legais, a CVM expediu diversas normas. A principal se encontra no art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002²⁷⁸.

²⁷⁷ O tipo penal em questão é abordado mais detidamente no item 3.4 infra, além de sua cumulação com o processo administrativo sancionador ser examinada no item 3.1 supra.

²⁷⁸ “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.

§1.º 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.

(...) §3.º A vedação do caput também prevalecerá: I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas

A vedação prevista no §1º do art. 155 da Lei das S/A foi regulamentada pelo *caput* do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002. Por sua vez, a vedação do §4º do art. 155 foi regulamentada pelo §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002.

Em adição, a Instrução CVM n.º 8, de 08.10.1979, veda não só aos administradores e acionistas, mas também aos “intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários”, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas.

Para alguns autores, o *insider trading* consubstancia espécie do gênero prática não equitativa no mercado, visto que a negociação com base em informação reservada “*gera um desequilíbrio de posições prejudicial a um dos participantes da operação, aos terceiros investidores, e à eficiência e credibilidade do mercado*”²⁷⁹.

Dessa forma, mesmo antes da inclusão, em 2001, da competência regulamentar instituída pelo art. 4º, inciso IV, alínea “c”, da Lei n.º 6.385/76, a CVM já deteria poderes, para disciplinar a matéria em proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores de mercado.

3.2.2. *Requisitos e definição*

Não há consenso na doutrina a respeito de quais e quantos seriam os requisitos para a configuração do ilícito do *insider trading*²⁸⁰.

controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

§ 4.º *Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2.º do art. 15-A. (...)*”.

²⁷⁹ PARENTE, Norma Jonssen. *Op. Cit.*, 1978, p. 8. Na visão de Nelson Eizirik, a infração cometida por *insiders* tradicionais era disciplinada pelo art. 155, §1.º, da Lei das S/A, ao passo que, a respeito da Instrução CVM n.º 8/79, afirmava que “[a] noção de “prática não equitativa”, tal como acima referida, parece ter sido elaborada com vistas a reprimir o *insider trading* praticado por instituições financeiras ou demais participantes do mercado” (*Op. Cit.*, 1983, p. 52).

²⁸⁰ Vale lembrar que, entre os trabalhos clássicos que guiaram os estudos da matéria até onde estamos, Fabio Konder Comparato entendia, à luz da lei das sociedades anônimas em sua redação original, que eram três os elementos: “(1.º) o benefício auferido por pessoas ligadas a uma companhia; (2.º) a negociação, por algumas pessoas, com valores mobiliários de emissão da mesma companhia; (3.º) o aproveitamento de informações não divulgadas, dizendo respeito a esta última” (*Op. Cit.*, 1995, p. 339, Conferência proferida em 04.10.1983 na Faculdade de Direito da USP).

Para Modesto Carvalhosa, são dois os requisitos: (i) a existência de fato relevante ainda não divulgado ao público; e (ii) a compra e venda pelos *insiders* de valores mobiliários emitidos pela companhia no período entre a posse da informação privilegiada e a sua divulgação junto ao público²⁸¹. O segundo requisito exposto pelo professor Carvalhosa, em verdade, pode ser decomposto em dois, já que a utilização, significando a negociação, é um requisito e a posse da informação privilegiada é outro. A formulação, sob esse ângulo, se deve ao fato de que Carvalhosa enfatiza o momento da realização da operação, que se dá no período entre o conhecimento da informação relevante e o momento da publicação de tal informação ao público investidor pelos meios institucionais (art. 289) e de divulgação adotados no mercado de capitais²⁸².

Importante sublinhar que, no entender de Carvalhosa, o objetivo de auferir vantagem não seria um requisito, cabendo responsabilização objetiva²⁸³, o que não é o caso, pois, além dos vários dispositivos legais que tratam do assunto expressamente assim exigirem, decorre, demais disso, do princípio da culpabilidade, imanente em nossa Constituição Federal.

Francisco Antunes Maciel Müssnich sustenta que são três os requisitos necessários: (i) a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (ii) o acesso a essa informação privilegiada; e (iii) a “*intenção de negociar tirando proveito de tal informação*”²⁸⁴. O terceiro requisito aludido pelo ilustre autor também pode ser desmembrado em dois, a saber o elemento volitivo de buscar ganhos e a própria negociação do valor mobiliário.

A seu turno, Marcelo Trindade entende que são quatro os requisitos, a saber: “(i) a existência de uma ‘*informação relevante ainda não divulgada*’ ao mercado; (ii) o ‘*acesso privilegiado a essa informação*’; (iii) a ‘*utilização*’ dessa informação ‘no mercado de valores mobiliários’; e (iv) a ‘*finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem*’”²⁸⁵.

²⁸¹ *Ob. Cit.*, 3.º volume, 2015, p. 443.

²⁸² *Ob. Cit.*, 3.º volume, 2015, p. 437.

²⁸³ *Ob. Cit.*, 3.º volume, 2015, p. 443-4.

²⁸⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. Cit.*, 2017, p. 25. Cabe ressaltar, de resto, que a expressão “intenção de negociar tirando proveito” pode levar à interpretação, certamente não desejada, de que a mera intenção de eventualmente negociar poderia configurar o ilícito.

²⁸⁵ TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, p. 453-71, 2011, p. 457. Em sentido similar, há quem sustente a existência dos seguintes quatro elementos: (i) relevância da informação; (ii) sigilo da informação; (iii) uso da informação

Essa visão específica sobre os requisitos tem especial ressonância na CVM, pois é citada, à exaustão, em julgados no âmbito administrativo²⁸⁶. Por todos, basta referir aos julgamentos dos PAS CVM n.º RJ2011/3823 (Relator Pablo Rentería, julgado em 09.12.2015, v.u.), PAS RJ2013/8609 (Relator Henrique Machado, julgado em 09.05.2017, maioria de votos) e PAS CVM n.º 25/2010 (Relator Henrique Machado, julgado em 04.07.2017, maioria de votos).

A última alteração legislativa sobre o tema ocorrida na redação do art. 27-D da Lei do Mercado de Valores Mobiliários sugere que o espírito da lei abandonou, de vez, a concepção de *insider trading* concentrada nas estruturas societárias para adotar uma abordagem que pode resultar em responsabilização tanto por afrontar o princípio da paridade do acesso informacional, como por violar, direta ou indiretamente, os deveres fiduciários dos administradores.

Assim, cotejando as considerações expostas acima com a legislação e regulamentação²⁸⁷, a nosso ver, os requisitos para a configuração do uso indevido de informação privilegiada são os seguintes: (i) a existência de informação privilegiada, entendida como aquela relevante e não divulgada ao mercado; (ii) o conhecimento da informação; (iii) o uso da informação mediante negociação no mercado de valores

para negociação com ações da companhia; e (iv) utilização da informação por alguém que está ‘por dentro’ dos negócios da companhia, ou seja, um insider” (SCALZILLI e SPINELLI. *Op. Cit.*, 2007, p. 44-45). A respeito, cabe ponderar que a definição em si de informação privilegiada contém tanto a noção de relevância como ao estado de não divulgado, de modo que se opta por não as separar e, adicionalmente, a negociação pode ser realizada com quaisquer valores mobiliários, não somente ações.

²⁸⁶ Com teor similar a esses requisitos, ver também o Guia Educativo de Prevenção ao *Insider Trading* buscou sistematizar as normas de modo didático. Em tal documento, os requisitos para a caracterização do ilícito administrativo foram identificados da seguinte forma: (i) o agente seja um *insider* primário ou secundário; (ii) informação seja relevante e privilegiada; (iii) negociação de valores mobiliários; e (iv) dolo, caracterizado na intenção do agente de obter vantagem (Guia Educativo de Prevenção ao *Insider Trading*, 2016, pp. 9-11). O documento foi preparado pelo GT Interagentes, composto por ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar), ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas), ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital), AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais), ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), BM&FBOVESPA, BRAiN (Brasil Investimentos e Negócios), IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), Instituto IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais) e IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), contando, ainda, com o acompanhamento, na qualidade de observadores, da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). Disponível em http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3830_Guia-educativo-prevencao-insider-trading.pdf (acessado em 08.01.2017).

²⁸⁷ Ver o Anexo II – Quadro Sinótico, em foram extraídos trechos de cada norma para efeitos de comparação.

mobiliários; e (iv) o dolo específico, que se desdobra na consciência do caráter privilegiado da informação e no objetivo de auferir vantagem por meio da negociação para si ou outrem.

Com base nesses requisitos, o uso indevido de informação privilegiada define-se como a utilização de informação relevante não divulgada, por qualquer pessoa que tenha conhecimento de sua natureza privilegiada, mediante a negociação de valores mobiliários com a intenção de auferir vantagem para si ou outrem²⁸⁸.

3.2.3. *Insider primário e secundário*

O alcance inicial da vedação prevista no §1.º do art. 155 da Lei das S/A era restrito e somente contemplava os *insiders* primários e, justamente por isso, provocava polêmica²⁸⁹. Doutrinariamente, buscava-se ampliar a aplicação ao acionista controlador por abuso de poder de controle sob a égide do art. 116, § único, e 117 da Lei das S/A.

Um primeiro passo para o alargamento do conceito foi dado ao estender a vedação, como prática não equitativa, para pessoas que, “em virtude de seu cargo, função ou posição”, venham a ter conhecimento da informação privilegiada²⁹⁰.

²⁸⁸ Para efeitos comparativos, seguem as definições propostas por alguns dos mais celebrados autores. Eizirik, Gaal, Parente e Henriques entendem que: “[o] *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público” (EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES. *Ob. Cit.*, 2011, p. 554). Carvalhosa entende que “*insider trading* é qualquer operação realizada por um insider com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de publicação (art. 289) e de divulgação adotados pelo mercado de capitais” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3.º volume. 6.ª ed., revista e atualizada, 3.ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 2015, p. 437). José Marcelo Martins Proença define a conduta como o “uso de informações confidenciais ou reservadas, acerca dos negócios de uma companhia, por seus administradores, principais acionistas ou outros que a elas tenham acesso, para a realização de transações que lhes trazem vantagens em detrimento de outros investidores” (PROENÇA, José Marcelo Martins. “Repúdio ao *insider trading*”. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). *Mercado de Capitais*. Série GVlaw: Direito, Gestão e Prática. São Paulo: Saraiva, pp. 17-88, 2013, p. 19). Marcelo Fernandez Trindade propõe que o ilícito se define como “a negociação de valores mobiliários por quem detenha informações sobre os negócios do emissor, ainda não divulgadas ao mercado, quando essa negociação se faz com a finalidade de obtenção de vantagem indevida, em detrimento dos outros participantes do negócio”. (TRINDADE, Marcelo Fernandez. “Mútuo de ações e *insider trading*”. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, pp. 517-535, 2013, p. 520).

²⁸⁹ CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 321.

²⁹⁰ De acordo com o art. 12 da Instrução CVM n.º 31/84. Anote-se que Leães sustentava que a regulamentação da CVM, desde a edição da Instrução CVM n.º 8/1979 já permitia a extensão do conceito de *insider* aos intermediários financeiros e demais participantes do mercado mobiliário (LEÃES, *Idem*, 2010, p. 241). A nosso ver, uma tentativa de enquadramento como essa não resistiria a questionamento sob o argumento de violação ao princípio da legalidade, pois a legislação estabelecia claramente o que era *insider trading* à

A ampliação por meio de norma regulamentar, contudo, padecia de um suporte claro que lhe protegesse de questionamentos a respeito da legalidade²⁹¹, o que foi resolvido pela vinda da Lei n.º 10.303/2001 que acrescentou o §4º ao art. 155 da Lei das S/A, dispondo que “qualquer pessoa” estará proibida de praticar o *insider trading*.

Nesse contexto, os *insiders* primários ou institucionais são identificados como aquelas pessoas que se situam no interior da companhia, a saber os acionistas controladores (art. 117 da Lei das S/A)²⁹², administradores e membros do conselho fiscal (arts. 140, 145 e 165) e membros de outros órgãos criados estatutariamente com funções técnicas ou de assessoramento dos administradores e fiscais (art. 160). São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e que têm conhecimento especializado suficiente para reconhecer o potencial de relevância da informação.

Na estrutura da Lei das S/A, ainda, os subordinados e terceiros de confiança (art. 155, §2º) também são expostos às informações privilegiadas, cabendo aos administradores assegurar o cumprimento do dever de lealdade por essas pessoas, sob pena de sua própria responsabilização.

Há quem divida a categoria dos *insiders* primários entre (a) internos, que são as pessoas que mantêm vínculo direto e permanente com a emissora; e (b) externos, que seriam, essencialmente, os terceiros de confiança, que são profissionais sem vínculo direto com a emissora e que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada (e.g., advogados, assessores financeiros, auditores ou consultores)²⁹³.

Os integrantes desse grupo foram denominados de *insiders* temporários (*temporary insiders*) ou *insiders* por interpretação (*constructive insiders*) no já mencionado caso *Dirks*

época e uma norma não poderia se prestar a expandir e, mesmo, modificar radicalmente o conceito como proposto.

²⁹¹ O §2.º do art. 155 da Lei das S/A já previa que o administrador deveria zelar para que a violação do disposto no § 1.º não ocorresse por meio de “subordinados ou terceiros de sua confiança”, que são precisamente as pessoas a quem o art. 12 da Instrução CVM n.º 31/84 se refere. Porém, tal disposição determina que o administrador deve responder por negligência ao não assegurar que essas outras pessoas não violem o dever de lealdade.

²⁹² Vide, e.g., “[o] *insider trading*, compreendido como o uso de informações privilegiadas sem que o controlador garanta a equidade de tratamento nas informações a todos os demais acionistas (dever que lhe é imposto pela fiduciary relationship que mantém com a empresa) representa abuso de poder de controle na medida em que o poder-dever que lhe é confiado tem o seu uso alterado” (SILVA, Maurício Botelho, 1983, p. 314) e EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, 1983, p. 51.

²⁹³ PRADO, RACHMAN e VILELA. *Op. Cit.* 2016, p. 47.

da Suprema Corte norte-americana²⁹⁴. Até mesmo pela contradição aparente de se denominar alguém que está “por dentro” dos negócios de *insider* “externo”, parece-nos mais adequado utilizar a expressão *insiders* temporários para aqueles que não ostentam vínculo perene com a companhia emissora.

O conceito de *insider* primário vem se expandindo e, nesse contexto, os *insiders* temporários passaram a ser vistos como *insiders* primários em certas jurisdições²⁹⁵.

O art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, inclusive, inclui como *insiders* primários também “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”. Assim, a norma regulamentar tomou a importante providência de contemplar não só os subordinados que venham a ter acesso à informação privilegiada, mas também todas as pessoas que ocupem cargos em empresas pertencentes ao grupo econômico que também venham a ter conhecimento de tal informação.

Como os *insiders* primários detêm – ou, ao menos, espera-se que detenham – discernimento para determinar se as informações são relevantes e, sobretudo, são capazes de entender as consequências de utilizarem as informações privilegiadas em negócios no mercado de valores mobiliários, a IOSCO noticia que as consequências, nas mais variadas jurisdições, são tipicamente mais severas que aquelas impostas aos *insiders* secundários²⁹⁶.

Por sua vez, os *insiders* secundários (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders* primários” e não estão vinculados ao

²⁹⁴ “*Dirks: The Constructive or Temporary Insider* – The majority opinion in *Dirks* recognized that under certain circumstances, such as where nonpublic information is revealed to an underwriter, accountant, lawyer or consultant working for the corporation in the context of a relationship implying a duty of confidentiality, such agents of the corporation should be treated as ‘constructive’ or temporary insiders with a fiduciary duty to refrain from trading on such information running directly to shareholders of the corporation” (FERRARA, Ralph C.; NAGY, Donna M.; THOMAS, Herbert; e KIM, Thomas J. *Ferrara on Insider Trading and the Wall*. Nova Iorque: Law Journal Press, 2006, p. 2-30.1, destaque original).

²⁹⁵ “This definition is sometimes expanded to include employees of the company and those who provide services to the issuer (including outside lawyers, accountants and financial advisers). (...) However, such a fiduciary duty can be “acquired” by persons who provide services to the corporation, like outside lawyers, consultants, investment bankers or others (so called “temporary” or “constructive” insiders (see section 1.2.1.1.)), provided the corporation expects them to keep the information confidential” (Relatório do Comitê de Mercados Emergentes da International Organization of Securities Commissions Organization (IOSCO). “Insider trading: how jurisdictions regulate it?” março de 2003, pp. 7-8. Disponível no website da IOSCO em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf> (acessado em 08.01.2018).

²⁹⁶ IOSCO, *Op. Cit.*, 2003, p. 7.

dever de sigilo e nem necessariamente sabem se tratar de uma informação relevante²⁹⁷. Entre os *insiders* secundários, aponta-se também uma distinção entre os chamados *tippees* e os *insiders* acidentais²⁹⁸.

Os *tippees* são as pessoas que recebem, direta ou indiretamente, informação privilegiada transmitida pelo *insider* primário (*tipper*). Pressupõe-se assim o fluxo da informação sendo repassada intencionalmente de dentro do círculo dos *insiders* primários para alguém que está fora, o *tippee* (para a realização das operações), com o recebimento de vantagem ou não pelo *insider* primário que vaza a informação²⁹⁹.

Como o §4.º foi acrescido ao art. 155 da Lei n.º 6.404/76, a lei pressupôs que o administrador seria o *tipper*, que transmite a informação não divulgada ao *tippee*, havendo, sempre, uma “*correlação entre o administrador e o terceiro*”³⁰⁰. O acesso à informação a que se refere neste parágrafo se volta ao recebimento de informação de um *insider* primário e as eventuais transmissões sucessivas dali decorrentes³⁰¹.

²⁹⁷ EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES. *Ob. Cit.*, 2011, p. 564. No mesmo sentido, LORIA, Eli; e SILVA, Victor Hugo Cunha. *Insider Trading e Provas Indiciárias na CVM: uma Análise Qualitativa e Quantitativa*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 76, ano 20, pp. 289-314. São Paulo: RT, abr-jun 2017, p. 297.

²⁹⁸ IOSCO. *Op. Cit.*, 2003, p. 7.

²⁹⁹ Nos EUA, desde *Dirks*, a prova de que o *tipper* recebeu alguma vantagem pessoal com o repasse da informação é requisito para a condenação, mas, com o tempo, as autoridades obtiveram decisões amenizando o rigor e admitindo a prova de benefício de natureza muito mais tênue, tais como estreitar laços de amizade. Com a vinda do precedente *Newman* (United States v Newman, 773 F.3d 438 (2nd Cir. 2014)), as Cortes do Segundo Circuito da Justiça Federal reverteram essa tendência e passaram a exigir uma “*prova de uma relação significativamente próxima que gere uma contrapartida que é objetiva, causal e representa no mínimo uma potencial vantagem de caráter pecuniário ou de natureza similarmente valiosa*”.

³⁰⁰ CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 322. Nesse mesmo sentido, José Waldecy Lucena ao ponderar que: “*E embora utilizada locução de caráter geral – qualquer pessoa –, há de se observar, contudo, que a norma não tem essa amplitude, devendo ser interpretada, no contexto em que inserida, como exigente de que haja algum vínculo entre o administrador, que transmite a informação confidencial, e o terceiro que a recebe, para então encetar negócio com valores mobiliários da companhia, ou sejam, as figuras do tipper e do tippee*” (LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei*. Vol. 2 (arts. 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 493-4).

³⁰¹ Sem razão, entretanto, ao seguir adiante com o raciocínio exposto na nota de rodapé precedente e afirmar que “[h]á, no entanto, um limite para o termo “qualquer pessoa” utilizado na norma em estudo. Com efeito, deve haver um nexo profissional entre o vazamento das informações e os terceiros, para que estes possam ser considerados *tippees*. Assim, apenas aqueles que, em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, nexos pessoal entre o administrador (*tipper*) e os terceiros (*tippees*) que com ele tenham algum contato de natureza profissional ou como controladores” (CARVALHOSA e EIZIRIK. *Idem*, p. 322). A norma se volta a abranger quaisquer outras pessoas que recebam a informação direta ou indiretamente do *insider* primário, não somente os profissionais aludidos no trecho. O §2.º do art. 155 já determinava, antes mesmo da reforma de 2001, que os administradores assegurassem que seus subordinados e os “terceiros de confiança” cumprissem com o comando do dever de lealdade.

A seu turno, os *insiders* acidentais são pessoas que tiveram exposição não intencional a informações privilegiadas. Trata-se, por exemplo, de uma pessoa que inadvertidamente ouve uma conversa em um elevador, vê um documento na tela do computador pessoal em um voo, tem acesso a um documento confidencial que é esquecido em um restaurante ou, mesmo, recebe um e-mail por equívoco. Havia entendimento de que os *insiders* acidentais não estariam incursos no §4.º do art. 155 da Lei das S/A ao negociar com base na informação assim recebida³⁰².

Já havia, por outro lado, entendimento de que a redação dada ao §4.º do art. 155 da Lei das S/A era abrangente de modo a alcançar quaisquer pessoas que viessem a ter acesso à informação privilegiada, pouco importando a origem da informação, prescindindo da indagação se o detentor tinha alguma relação com o *insider* primário original ou seria alguém que detivesse dever fiduciário perante a emissora³⁰³.

Com a mudança legislativa de 2017 trazendo nova redação ao art. 27-D da Lei n.º 6.385/76, não há mais espaço para a interpretação de que *insiders* acidentais não estariam cobertos, ao se interpretar conjuntamente as vedações constantes da Lei das S/A e da Lei n.º 6.385/76. Se um *tippee* ou *insider* acidental tiver acesso à informação relevante não divulgada e, consciente da natureza da informação, ainda assim decidir utilizá-la, de modo doloso, no mercado de valores mobiliários com o objetivo de obter ganhos pessoais, deverá ser responsabilizado nas esferas penal e administrativa.

³⁰² “Assim, o conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma profissão ou do controle de informação relevante 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 (controlador) a tal informação, não poderá ser considerada como *tippee*. Se, com efeito, a informação relevante vazou além do âmbito dos controladores e dos envolvidos profissionalmente com ela, os terceiros ocasionalmente informados não poderão ser considerados *insiders*. Caberá, nesse caso, diretamente ao administrador a responsabilidade por não ter mantido a reserva necessária sobre o fato relevante, a ponto de este ter vazado para o âmbito meramente social” (CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 323). No mesmo sentido, José Waldecy Lucena ao comentar que, “se terceiro, em um evento social, ou em uma reunião clubística, por exemplo, vem a ouvir uma informação relevante de uma determinada companhia, por indiscrição de seu administrador, e se aproveita da informação assim obtida para realizar negócio com papéis da companhia, não há falar, nesse caso, nas figuras de *tipper* e *tippee*, em razão do que não poderá o negociante dos papéis ser acusado de prática de *insider trading*, somente o administrador respondendo por quebra do dever de sigilo” (LUCENA, José Waldecy. *Op. Cit.*, 2009, p. 494).

³⁰³ “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 discutimos anteriormente. O dever de lealdade restringe-se 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” (PROENÇA, *Op. Cit.*, 2005, p. 293).

Com essa amplificação da conduta vedada, elimina-se também qualquer eventual dúvida que poderia haver sobre a situação daqueles que obtivessem as informações por meio de atividades ilícitas, estando sujeitos ao art. 27-D da Lei n.º 6.385/76 e ao §4º do art. 155 da Lei das S/A.

Em 2009, nos EUA, o Segundo Circuito apreciou o atípico caso *SEC v. Dorozhko*³⁰⁴. Os fatos são particularmente interessantes³⁰⁵. Em 17.10.2007, a IMS Health Inc. anunciaria seus resultados do 3º trimestre depois do fechamento dos mercados. Na manhã de tal dia, um *hacker* atacou o computador do Diretor de Relações com Investidores da IMS até conseguir extrair informação financeira ainda não divulgada, revelando que os resultados do 3º trimestre ficariam significativamente abaixo do consenso de mercado. Poucos minutos após o *hack*, Oleksandr Dorozhko, cidadão ucraniano, embarcou em uma agressiva campanha de aquisição de opções, tendo adquirido 630 opções de venda das ações da IMS.

Após o fechamento, a notícia foi divulgada e no dia seguinte as ações caíram quase 30%. Dorozhko vendeu suas opções assim que o mercado abriu com ganho de U.S.\$287,346. A SEC iniciou a persecução argumentando que Dorozhko violou a Seção 10b e Rule 10b-5 não porque afrontou um dever fiduciário, mas porque fraudulentamente obteve acesso a informação privilegiada. O Segundo Circuito concordou com a construção interpretativa, enquadrando-a como artifício ou estratagem ardilosa³⁰⁶ e condenando Dorozhko a pagar U.S.\$580,000 em devolução de ganhos (*disgorgement*), juros até o julgamento e multa civil.

Interessantemente, a decisão deslocou a jurisprudência para fora dos domínios dos deveres fiduciários neste caso específico. O Segundo Circuito afirmou que não há nada na jurisprudência da Suprema Corte ou nas decisões daquela corte que exigissem expressamente uma violação de dever fiduciário, ao se analisar um caso tratando de “estratagem ardilosa”, em que a fraude alegada é uma declaração falsa, ao invés de uma não divulgação³⁰⁷.

³⁰⁴ *SEC v. Dorozhko*, 574 F.3d 42 (2d Cir. 2009).

³⁰⁵ Press Release da SEC: “*SEC obtains summary judgment against computer hacker for insider trading*”. Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21465.htm> (acessado em 08.01.2018).

³⁰⁶ Expressão original: “deceptive device or contrivance”.

³⁰⁷ *Idem*, p. 42.

Na Europa, o art. 8º, item 4, (d), do Regulamento (UE) N.º 596/2014 foi expresso ao prever que a disposição se aplica a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em virtude de “participar em atividades ilícitas”.

Ainda sobre o grupo de *insiders* secundários, Luiz Gastão Paes de Barros Leães inclui, entre eles, os “*profissionais e intermediários financeiros, como os traders de mercado*”, por manterem relação de confiança e receberem informações privadas da companhia³⁰⁸. Contudo, a situação típica dos intermediários, corretoras, distribuidoras e *traders* de valores mobiliários é diversa, pois, em regra, não recebem informações privilegiadas a respeito dos negócios da companhia, mas, sim, informações a respeito de fluxo de ordens e volume de negociação. Eventual aproveitamento desta espécie de informação é denominada *front-running*, o que não pode ser confundido com *insider trading*³⁰⁹.

As duas exceções a essa regra seriam a prestação de serviços de assessoria financeira em operações de fusões e aquisições ou de coordenação de oferta pública de valores mobiliários (*underwriting*). Nesses dois casos, ocorre o recebimento de informações confidenciais e as pessoas que se envolvem na prestação se tornam, de fato, *insiders* temporários.

A respeito, existe uma discussão complexa e que extrapola o escopo deste estudo, a respeito da criação de barreiras de informação dentro de conglomerados financeiros, cujos princípios básicos de estruturação foram delineados em 1991 por meio de um Memorando Conjunto da NASD e NYSE³¹⁰. Tais barreiras de informação se destinam a prevenir a

³⁰⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 47. São Paulo: RT, pp. 227-245, janeiro/março, 2010, p. 241.

³⁰⁹ A CVM trata essa situação como uma prática não equitativa, capitulada na Instrução CVM n.º 8/79. Por todos, veja-se o PAS CVM n.º 15/04, em que os acusados são condenados por se anteciparem a operações feitas pela Fundação Petrobrás de Seguridade Social, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, maioria de votos, j. 04.08.2009. Com o mesmo enquadramento de operações em antecipação a ordens de clientes (*front-running*) como prática não equitativa, veja-se também o PAS n.º 11/06, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto v.u., 04.03.2008 e PAS n.º 04/00, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, v.u., j. 17.02.2005.

³¹⁰ A NASD, a NYSE e um comitê da *Securities Industry Association* elaboraram, em conjunto, um memorando datado de 21.06.1991, que explica os “mínimos elementos” de políticas e procedimentos adequados estabelecendo uma barreira de informação, sendo que o documento foi, inclusive, revisado pela SEC. Disponível em http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=1182 (acessado em 08.01.2018).

transmissão da informação entre um lado do conglomerado que detém a informação, para outro que não a detém³¹¹.

O embate sobre o tema é intrincado, em vista da complexidade que os conglomerados financeiros internacionais assumiram nas últimas décadas, especialmente após a revogação da Lei Glass-Steagall no final dos anos 90, que impunha a separação entre bancos de investimento e bancos comerciais. Mais recentemente, o pêndulo da regulação se moveu novamente no sentido de maior intervencionismo com a promulgação do *Dodd-Frank Act* de 2010, fruto da crise do *sub-prime*, que restabeleceu algumas das restrições à cumulação de serviços³¹².

De todo modo, se uma área de um conglomerado financeiro tem conhecimento de informação privilegiada, não é cabível extrair uma presunção de que toda a pessoa jurídica ou, mais ainda, de que todo o conglomerado e seus colaboradores tenham a mesma informação. Se há estruturas de segregação bem postadas e controladas³¹³, não há porque se

³¹¹ Vale conferir os trabalhos de Luiz Gastão Paes de Barros Leães (*A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading*). In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 47. São Paulo: RT, pp. 227-245, jan./mar. 2010), Maria Isabel do Prado Bocater (*“Chinese wall: a segregação de atividades em conglomerados financeiros como forma de prevenir a ocorrência de atos ilícitos”*). In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editores, pp. 492-516, 2011), Marcos Davidovich (*“A Grande Muralha e o Conflito de Interesses na Common Law”*). In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 61, São Paulo: RT, pp. 15-41, 2013); e MÜSSNICH. *Op. Cit.*, 2017, pp. 60-64. No exterior, veja-se o artigo de GORMAN, Christopher M. *Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers*. In: Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 9, Issue 2 (2004), pp. 475-500; Seyhun, H. Nejat. *Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms*. In: Journal of Law, Economics & Policy, Vol. 4, Issue 2 (Spring 2008), pp. 369-408; e TUCH, Andrew F. *Financial conglomerates and information barriers*. In: Journal of Corporation Law, Vol. 39, Issue 3 (Spring 2014), pp. 563-616.

³¹² Por certo, cabe maior aprofundamento sobre a questão, em vista dos diversos potenciais conflitos de interesses que podem emergir da natureza dos diferentes serviços que são prestados pelas várias áreas de conglomerados financeiros, v.g., concessão de empréstimos, contratos de derivativos, depósitos, assessoria financeira, coordenação de ofertas públicas, intermediação de OPAs, intermediação de negócios em bolsa, operações com a carteira proprietária, contratação de câmbio, análise de valores mobiliários (*research*), serviços de estabilização de valores mobiliários, serviços de formação de mercado, gestão de recursos de terceiros, provimento de liquidez (*client facilitation*) e assim por diante. O CMN, por exemplo, impõe por meio da Resolução n.º 2.451, de 27.11.1997, a segregação da gestão de recursos de terceiros das demais atividades da instituição - em particular da mesa de tesouraria que conduz a gestão de recursos próprios. A CVM, em linha com essa abordagem, estabelece no arts. 24 e 25 da Instrução CVM n.º 558, de 26.03. 2015, conforme alterada, que as atividades de administração de carteira de valores mobiliários (*asset management*) devem ser segregadas das demais atividades da mesma pessoa jurídica, incluindo previsão expressa ditando a preservação de informações confidenciais e o estabelecimento de manuais, com regras e políticas. A CVM, ainda, dispõe que os analistas de valores mobiliários (*research analysts*) devem estar fisicamente segregados das demais áreas da instituição em que trabalham, conforme dispõe o art. 12, inciso VII, da Instrução CVM n.º 483/10.

³¹³ SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH opinam que “[e]m tese e uma vez existente e devidamente comprovada a implantação de um efetivo sistema de segregação de atividades e informações no âmbito de determinada instituição ou conglomerado financeiro, será possível afastar uma acusação de uso de informação privilegiada por pessoa ou instituição vinculada e que tenha negociado com valores mobiliários no mesmo

presumir a má-fé ou a violação à legislação. Mesmo dentro da sociedade anônima, objeto da informação privilegiada, não se expande o conhecimento da informação para todos os colaboradores da empresa ou ao seu grupo todo de modo automático.

Feita essa digressão sobre instituições financeiras, interessante chamar a atenção para os números de indiciados, por categoria, perante a CVM em processos sancionadores entre 2002 e 2015, conforme a excelente pesquisa empírica já anteriormente mencionada³¹⁴.

No âmbito da pesquisa, detectou-se 137 acusados que eram *insiders* de mercado (61,43%), 74 *insiders* primários internos (33,19%) e 12 *insiders* temporários (5,38%). Entre os *insiders* de mercado, a pesquisa não distinguiu entre aqueles que receberam uma dica de um *insider* primário (*tippee*) e os *insiders* acidentais, pois Prado, Rachman e Vilela abordam a categoria dos *insiders* secundários como residual, abrangendo todos que não são primários, não existindo, pois, tal diferenciação³¹⁵.

3.2.4. *Conhecimento da informação privilegiada*

O requisito de acesso à informação privilegiada consiste no recebimento, verbal ou escrito, da informação privilegiada e na sua compreensão. Cuida-se, e.g., da participação em uma reunião, discussão, conferência ou ligação telefônica em que se discute um assunto sigiloso. Ou, então, o recebimento de documentos, correio eletrônico ou outras formas de comunicação a respeito dos negócios da companhia que são confidenciais.

Uma vez estabelecido que a pessoa tem conhecimento da informação privilegiada, a negociação de valores mobiliários feita após a ciência e antes da divulgação de tal informação é presumida como feita com base na assimetria informacional³¹⁶. É o acesso à informação que conduz o agente à ilação de que pode se beneficiar em negócios com valores

período em que outra pessoa ou instituição do mesmo conglomerado ou instituição tenha tido acesso à informação relevante ainda não divulgada. Contudo, e em linha com precedentes da CVM, a simples alegação de existência de práticas internas de segregação, desprovida de qualquer comprovação de que tais práticas tenham sido efetivamente implementadas e aplicadas, não é capaz de infirmar uma acusação que se encontre devidamente fundamentada e comprovada” (Op. Cit., 2012, p. 158). Vide, a respeito, o PAS RJ2009/13.549, Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes, j. 30.11.2010.

³¹⁴ PRADO, RACHMAN e VILELA. *Op. Cit.* 2016, p. 48.

³¹⁵ Os *insiders* secundários, também conhecidos como *insiders* de mercado, “constituem um grupo residual e abriga aqueles sujeitos que não são internos ou externos, mas agentes de mercado que de alguma forma obtém e utilizam a informação privilegiada” (PRADO, RACHMAN e VILELA. *Op. Cit.* 2016, p. 47).

³¹⁶ Vide o item 3.2.5 sobre a utilização da informação privilegiada na negociação em valores mobiliários.

mobiliários, estando os conceitos, assim, intimamente ligados em uma relação causal. Trata-se de decorrência do princípio do “*disclose or abstain from trading*”.

Se não houver provas ou indícios sólidos e convergentes da própria detenção da informação privilegiada, não há como se formular qualquer acusação, pois a premissa fundamental do *insider trading* não estará provada. A ausência da prova de detenção da informação significa que não haverá nexo de causalidade entre a conduta do acusado e qualquer eventual resultado supostamente ilícito³¹⁷.

Para tanto, como expõe o Diretor Gustavo Gonzalez: “[e]m razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para caracterização do *insider trading*, a Instrução CVM n.º 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes de sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida”³¹⁸ (grifou-se).

A mesma dificuldade percebida na persecução administrativa brasileira é também constatada pela SEC nos EUA³¹⁹.

O requisito em si é simples de entender e de identificar em cada caso concreto, mas a produção de provas a seu respeito pode ser sobremaneira complexa, como se discutirá no próximo item.

3.2.5. *Uso da informação em negociação com valores mobiliários*

O uso da informação privilegiada se materializa na negociação de valores mobiliários. A ação está descrita no §1º do art. 155 da Lei das S/A como “*valer-se da informação (...) mediante compra ou venda de valores mobiliários*”, enquanto no §4º como “*a utilização da informação (...) no mercado de valores mobiliários*”. O art. 27-D da Lei n.º 6.385/76 tipifica a conduta de “[u]tilizar informação (...) mediante negociação (...) de

³¹⁷ MÜSSNICH. *Op. Cit.*, 2017, p. 47.

³¹⁸ PAS CVM n.º RJ2016/5039, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 26.09.2017.

³¹⁹ Na doutrina norte-americana, Stephen J. Crimmins afirma que os casos de *insider trading* são virtualmente os únicos casos em que a SEC frequentemente entra em litígio baseado simplesmente em provas circunstanciais. (*Insider Trading: Where is the Line*. In: Columbia Business Law Review, vol. 2013, n.º 2, pp. 330-368 (2013), p. 363).

valores mobiliários” e, por fim, a Instrução CVM n.º 358/2002 dispõe, no art. 13 e em seu §1º, sobre o ato de “negociar com valores mobiliários”.

A leitura dos dispositivos legais aplicáveis deixa claro que a atuação no mercado de valores mobiliários é sempre imprescindível. De forma mais sutil, vale notar que há uma diferença importante entre a legislação e as normas regulamentares. No texto legal, a referência diz respeito ao uso da informação na negociação, enquanto, na norma regulamentar, basta a simples negociação de valores mobiliários. Ou seja, na lei exige-se a relação causal entre o conhecimento da informação e a negociação com base nela, o que guarda relação íntima com o próprio elemento volitivo a ser tratado no próximo item. A norma regulamentar somente demanda a negociação.

A questão remete à discussão conhecida nos EUA como “*possession vs. use*”³²⁰. O ponto é determinar se o uso indevido da informação privilegiada se configura com a negociação enquanto a pessoa está meramente “na posse” da informação privilegiada ou se requer necessariamente que a pessoa, de fato, a “utilize” para negociar.

Nos EUA, depois de se deparar com decisões judiciais inconsistentes a respeito da interpretação do que a expressão “com base em” (“*on the basis of*”) significaria³²¹, a SEC disciplinou a matéria por meio do § (b) da Rule 10b5-1 do seguinte modo:

“Definição de “com base em”. Sujeito às exceções afirmativas do § (c) desta seção, a compra ou venda de valor mobiliário de uma emissora será “com base em” informação relevante não divulgada sobre aquela emissora ou valor mobiliário se a pessoa tinha conhecimento da informação relevante não divulgada quando realizou a compra ou venda”³²² (grifou-se).

³²⁰ Ver, por exemplo, sobre a discussão LANGEVOORT, Donald C. *Reflections on Scienter (and the Securities Fraud Case against Martha Stewart that never happened)*. In: Lewis & Clark Law Review, vol. 10, n.º 1 (primavera 2006), pp. 1-18.

³²¹ No caso *United States v. Teicher*, de 1993, o Segundo Circuito adotou a teoria da posse da informação, argumentando que “a informação na mente de um participante do mercado. Diferentemente de uma arma carregada que pode ficar pronta, mas sem uso, informação relevante não pode ficar inerte no cérebro humano” (987 F.2d 112, 120 (2nd Cir. 1993)). Em sentido contrário, requerendo a prova do uso da informação na negociação, ver decisão do Décimo-Primeiro Circuito no caso *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1352 (11th Cir. 1998) e do Nono Circuito no caso *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998).

³²² 17 C.F.R. § 240.10b5-1(b). No original: “Definition of “on the basis of”. Subject to the affirmative defenses in § (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is “on the basis of” material non-public information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material non-public information when the person made the purchase or sale”.

Assim, por meio da Rule 10b5-1 a SEC estabeleceu uma presunção de que se a pessoa tinha conhecimento (“*was aware of*”) da informação privilegiada e negociou valores mobiliários, usando a informação em tal negociação, a não ser que a compra ou venda se encaixe em uma das exceções expressas previstas no § (c) de tal norma, que são, essencialmente, planos de negociação em que (1) é especificado expressamente o valor, preço e data das negociações, (2) é incluso em uma fórmula, algoritmo ou programa de computador, que inclua valor, preço e data das negociações, ou (3) explicitamente proíbe o sujeito do plano – ou qualquer outra pessoa que tenha conhecimento de informação relevante não divulgada – de subsequentemente exercer qualquer influência ou controle sobre as negociações realizadas de acordo com o plano.

A maioria dos países na Europa em suas legislações e regulações considerava necessário que a negociação fosse realizada com o “uso” da informação privilegiada e não com a mera “posse”³²³.

O recente Regulamento (UE) N. o 596/2014 dispôs expressamente em seu art. 8º, (1), que “*existe abuso de informação privilegiada quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada utiliza essa informação*” (grifou-se). Porém, a leitura de tal disposição deve ser feita em conjunto com o Considerando (24) do dito Regulamento que está assim alinhavado: “*Quando uma pessoa coletiva ou singular que dispõe de informação privilegiada adquirir ou alienar, ou tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito, presume-se que essa pessoa «utilizou essa informação».* Esta presunção não prejudica os direitos de defesa”.

A CVM usou técnica análoga ao regulamentar a vedação legal, dispensando o requisito de “valer-se”, “usar” ou “utilizar”, encartados na legislação, e exigindo somente o “conhecimento” da informação privilegiada³²⁴. Além disso, com relação aos insiders primários dispensou mesmo a prova da ciência, também presumindo o conhecimento. Neste ponto, como será visto no item 3.3.2 infra, a CVM estabeleceu uma presunção relativa sobre a questão, de modo que, havendo conhecimento da informação privilegiada pela pessoa que

³²³ VENTORUZZO, Marco. *Op. Cit.*, 2014, p. 27.

³²⁴ Em sentido contrário, Francisco Antunes Maciel Müssnich entende que “[a]inda que tenham ocorrido negociações, é imprescindível que se prove que tais negociações se deram por força do acesso às informações privilegiadas” (*Op. Cit.*, 2017, p. 47).

negociou, há uma presunção de que ela o fez utilizando essa informação relevante não divulgada.

Similarmente aos planos de negociação previstos na Rule 10b5-1 norte-americana, a regulamentação da CVM autoriza a estipulação da política de negociação e plano de investimento, conforme art. 15 e seguintes da Instrução CVM n.º 358/2002.

Um segundo ponto importante que convém aclarar é que, nos três dispositivos legais que tratam do tema, a vedação se volta à negociação de valores mobiliários, sem detalhar quais valores mobiliários. Em tese, assim, a lei daria abrigo à caracterização da conduta pela negociação de quaisquer valores mobiliários previstos no art. 2.º da Lei n.º 6.385/76.

O art. 13 da Instrução CVM n.º 358 restringe o escopo para os valores mobiliários de emissão da companhia aberta “ou a eles referenciados”. A expressão valores mobiliários “a eles referenciados” diz respeito aos contratos futuros de opções e outros derivativos cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários da companhia aberta (inciso VII do art. 2.º da Lei n.º 6.385/76). Vale notar que, nessa hipótese, esses contratos derivativos são, em regra, padronizados e negociados em mercados regulamentado de bolsa ou, então, celebrados com instituições financeiras como contraparte, no mercado de balcão não organizado, de acordo com termos e condições específicas ajustadas ao caso concreto³²⁵.

Outra questão relacionada ao ponto do uso da informação mediante a negociação é que não há, no Brasil, a possibilidade da caracterização de *insider* por omissão³²⁶. Tal requisito não estará preenchido em caso da hipótese de desistência de compra ou da manutenção de valores mobiliários.

Vale notar, contudo, que, como se explicará no item 4.3.12, a informação poderá ser relevante se influir sobre a decisão dos investidores de não negociar, ou seja de manter uma posição (deixar de vender) ou deixar de comprar.

³²⁵ Sobre os instrumentos derivativos, ver YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 3ª ed., ampliada, São Paulo: Campus, 2009, pp. 106-130; e SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2014, pp. 467-504.

³²⁶ Nesse sentido, Müssnich entende que “[é] necessário, portanto, que haja uma efetiva negociação para que se verifique a ocorrência do insider trading. Logo, o insider por omissão – que requer uma ausência de negociação – em princípio não encontra campo de aplicação no Brasil, tendo em vista a própria regulamentação do insider no país” (*Op. Cit.*, 2017, p. 35, nota 26).

Nos EUA, a Rule 10b-5 proíbe um *insider* de negociar enquanto estiver em posse de informação relevante não divulgada, mas não o proíbe de se abster de negociar³²⁷. A ausência dessa vedação é, inclusive, invocada por Henry G. Manne para alegar que as normas de vedação ao *insider* trading são inúteis, pois cuidam só parcialmente do problema³²⁸.

Conceitualmente, de fato, há uma faixa de atuação dolosa a descoberto. Por outro lado, eventual regulamentação sobre a questão agravaria os custos de supervisão e, sobretudo, a persecução seria problemática e provavelmente malsucedida, pois a prova de que uma decisão de não negociar foi tomada com base em informação relevante não divulgada é virtualmente impossível. A amenizar a irresignação, Jesse Fried mostra que a habilidade de *insiders* de se absterem de negociar com base em informação privilegiada não os concede uma vantagem significativa sobre os demais acionistas³²⁹.

De se considerar, todavia, a solução trazida, na Europa, no Art. 8.º, item 1, do Regulamento (UE) n.º 596/2014, em que se prevê o seguinte: “[c]onsidera-se também abuso de informação privilegiada a utilização de informação privilegiada para cancelar ou alterar uma ordem relativa a um instrumento financeiro a que essa informação diz respeito, caso a ordem tenha sido colocada antes de a pessoa em causa estar na posse da informação privilegiada”.

A primeira situação, em que uma ordem foi dada e, após o recebimento da informação privilegiada, é cancelada, traduz uma hipótese de ausência de negociação em que seria possível produzir provas e, de certo, haveria uso indevido de informação privilegiada. A segunda situação, de alteração, não muda o fato que haverá negociação, mas tem o propósito de evitar alterações da ordem que frustrem a eficácia da disposição, e.g., pela inversão da direção do negócio (i.e., compra por venda ou vice-versa), mudança do valor mobiliário ou esvaziamento de sua significância.

³²⁷ FRIED, Jesse M. *Insider Abstention*. In: Yale Law Journal, Vol. 113, Issue 2, pp. 455-492 (November 2003), p. 456.

³²⁸ “The upshot of all this is that people can make abnormal profits in the stock market simply by knowing when not to buy and when not to sell. They will not make as much perhaps as if they could trade on the information more efficiently, but nonetheless they will still make supra-competitive returns. And this is a form of insider trading that no one can do anything about. It may also be the dominant method of using inside information” (MANNE. *Op. Cit.*, 1985, p. 938).

³²⁹ FRIED, Jesse M. *Op. Cit.*, 2003, p. 463-84.

Uma outra situação interessante que merece consideração se relaciona às operações de mútuo de valores mobiliários, efetuadas por meio de entidades de compensação e liquidação de operações, de acordo com a Instrução CVM n.º 441, de 10 de novembro de 2006, conforme alterada. O chamado “aluguel de ações” é realizado com frequência no mercado brasileiro por meio do Banco de Títulos da BM&FBOVESPA.

Investidores de longo prazo normalmente cedem em mútuo as ações de sua carteira, ao longo do período em que pretendem mantê-las, obtendo, assim, um rendimento adicional, além da variação da sua cotação, dos dividendos e demais distribuições. O mútuo se traduz em uma negociação no momento da entrega inicial das ações e em outra, no momento da devolução. A devolução, aliás, em regra, não é realizada com as mesmas ações, dado se tratar de bens fungíveis³³⁰.

Em se tratando de um *insider* que atuará como mutuante, não há fundamento para se cogitar de uso indevido de informação privilegiada, pois, ao final do contrato, o mutuante receberá de volta os valores mobiliários mutuados, sofrendo as perdas ou se beneficiando dos ganhos como se não as houvesse negociado³³¹. Dessa forma, ainda que em posse de informação privilegiada, não deveria haver restrição para que um *insider* “empreste” valores mobiliários, vez que ausente autêntica negociação.

Marcelo Fernandez Trindade explica que, diferentemente, a atuação como mutuário sofre restrições³³². Se *insiders* tivessem informação privilegiada indicando futura possível queda das cotações de ações, poderiam, teoricamente, tomar ações emprestadas, na qualidade de mutuários, aliená-las antes da queda da cotação e recomprá-las depois da queda, para pagar o mútuo³³³. A lógica do raciocínio é irretocável, sendo, no entanto, relevante esclarecer que a violação, nessa hipótese, não se originaria do mútuo em si, mas,

³³⁰ Em julgado relacionado com recesso por acionistas que contrataram o empréstimo de ações, o Diretor Otavio Yazbek fez as seguintes pertinentes considerações: “E, realmente, entendendo que é com o contrato de mútuo que se está, no caso dessas operações, lidando. A Bolsa/CBLC trata, em todos os seus documentos, a operação como de empréstimo ou de aluguel e remete todo o tempo à transferência da propriedade das ações para os mutuários, registrada em seus sistemas – e aqui vale lembrar que, ainda que a terminologia possa, por vezes, soar pouco rigorosa, é sob esse regime que ingressam os contratantes. As ações são tomadas em empréstimo para posterior utilização pelo tomador e, a menos que ocorra uma coincidência não são os mesmos títulos que serão devolvidos – daí porque elas são inequivocamente coisas fungíveis. E o empréstimo de coisas fungíveis é caracterizado, pelo art. 586 do Código Civil, como mútuo” (PAS CVM n.º 2011/0304, Relator Diretor Otavio Yazbek, j. 16.02.2012).

³³¹ Nesse mesmo sentido, TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Op. Cit.*, 2013, p. 530.

³³² TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Op. Cit.*, 2013, p. 532.

³³³ TRINDADE. *Idem*, 2013, p. 532.

sim, da subsequente alienação das ações mutuadas, criando o que, no jargão de mercado, é a posição vendida a descoberto (*short-selling*). A bem da verdade, como o mutuário de ações tem de pagar taxa de juros, em patamares normalmente não desprezíveis, não se toma um mútuo desacompanhado de outra negociação que o justifique economicamente. E é essa outra negociação conjugada que, em regra, será inadmissível, caso o *insider* esteja em posse de informação privilegiada.

Em adição ao mútuo, vale esclarecer que, mesmo que o *insider* venha a tomar ciência de informação privilegiada, não deve haver impedimento para o cumprimento de obrigações anteriormente estipuladas. O próprio contrato mútuo é um exemplo em que as partes podem acabar por receber informação privilegiada no curso do contrato, o que, contudo, não deve impedir a devolução dos valores mobiliários no momento anteriormente aprazado. O cumprimento de opções de compra ou venda e outros derivativos também pode, muito bem, se enquadrar nessa mesma situação e não deve ser visto como uso indevido de informação privilegiada.

3.2.6. *Elemento Subjetivo*

Sem deixar margem para dúvidas, o art. 155 da Lei das S/A requer que a informação privilegiada seja usada com a intenção de “obter, para si ou para outrem, vantagem” (§1.º) ou de “auferir vantagem, para si ou para outrem” (§4.º). O art. 27-D da Lei do Mercado de Valores Mobiliários também prevê tal requisito ao tipificar o uso da informação “que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida”.

O dolo, assim, é requisito indispensável para a configuração do uso indevido de informação privilegiada. O elemento intencional é integrante subjetivo para a caracterização da conduta, mas a efetiva obtenção da vantagem não é integrante objetivo, de modo que não deixará de ocorrer violação da norma, caso não se tenha obtido ganho ou evitado perda com a negociação³³⁴, limitando-se a apurá-los para fins de cálculo de multa, quando aplicada uma penalidade.

³³⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 837. No ponto, a doutrina é praticamente unânime. No mesmo sentido, SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH afirmam que não é imprescindível que o uso da informação privilegiada resulte em efetivo lucro ou perda evitada, bastando a intenção do agente (*Op. Cit.*, 2012, p. 143). Marcelo Fernandez Trindade explica que “(...) na ausência do elemento subjetivo de utilização da informação com a finalidade de obtenção de vantagem, não estará preenchida a conduta típica descrita pela norma legal regulamentada pela CVM e, portanto, não poderão ser impostos pela autarquia restrições à negociação, nem conseqüentemente sanções administrativas” (*Op. Cit.*, 2013, p. 527).

Nessa mesma linha, a jurisprudência administrativa da CVM cristalizou-se no sentido da desnecessidade de apuração efetiva de ganho ou da frustração da perda³³⁵.

Importante lembrar, entretanto, que a não obtenção de ganhos ou a frustração de perda é um primeiro – e importante – indício de que o elemento volitivo não se encontrava efetivamente presente.

Circunstâncias alheias ao controle do *insider* podem muito bem ter frustrado sua expectativa de obter vantagem, mas é necessário ponderar bem situações como esta teoricamente aventada, pois, se não houve ganho, é bem possível que a informação, então, não fosse capaz de influir ponderavelmente na cotação dos valores mobiliários e, por isso, não fosse privilegiada.

Ainda a respeito do dolo, em adição à intenção de auferir ganhos – intenção essa que, a bem da verdade, todos que operam no mercado de valores mobiliários sempre têm³³⁶ – é necessário melhor entender o que se quis dizer com a alusão a “vantagem indevida”.

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques afirmam que “[o] tipo – uso de informação privilegiada – apresenta elemento subjetivo especial, tratando-se, portanto, de dolo específico: o insider deve não só ter a consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida”³³⁷ (grifou-se).

A consciência da ilicitude, no caso, se traduz em um estado psicológico de que o detentor da informação não ignora o fato de que ela é desconhecida do público e é relevante

³³⁵ Confira-se, entre outros, o PAS 4/2004, Relator Presidente Marcelo Trindade, j. 28.06.2006 (“A produção do resultado, em si mesma - isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada - é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1.º e 4.º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02”), PAS SP2005/155, Diretor Relator Eli Loria, j. 21.08.2007 (“a caracterização do insider trading se dá através do elemento subjetivo do tipo, qual seja, a intenção do agente de produzir um resultado. A efetiva obtenção da vantagem não integra a conduta do insider trading, conforme entendimento desse Colegiado”), e PAS CVM n.º RJ 2011/3665, Relatora Diretora Luciana Dias, j. 03.04.2012 (“Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas”).

³³⁶ A exceção a essa regra é encontrada somente em algumas operações específicas realizadas por agentes profissionais, que se revestem de objetivos bastante específicos, tais como operações de *hedge*, de formação de mercado ou de concessão de liquidez. A finalidade, contudo, de um investimento direcional é, em regra, buscar a exposição ao valor mobiliário justamente porque o investidor acredita e espera auferir ganhos.

³³⁷ EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, *Op. Cit.*, 2011, p. 564.

e, com esse estado de espírito, decide, por si ou, mais gravemente, por pessoa interposta, negociar valores mobiliários com a intenção de auferir ganhos ou evitar perdas³³⁸.

O ponto é corroborado pela redação do §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, que, ao tratar da situação dos *insiders* secundários, dispõe ser aplicável 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”. É desta intenção de auferir ganhos, qualificada pelo saber que a informação é privilegiada, de que se está a cogitar.

Para que esse estado anímico seja apurado, é necessário que o investidor tenha a capacidade de processar adequadamente a informação em questão e dimensionar a sua relevância, a não ser que sua significância seja visivelmente óbvia, como seria no caso de uma fusão ou aquisição de grande porte ou de uma oferta pública de aquisição de ações (OPA)³³⁹.

3.2.7. Informação privilegiada

O último requisito para a configuração do *insider trading*, que é a existência de informação privilegiada, será abordado em apartado no Capítulo IV, com ênfase na análise do critério de relevância, por ser o foco principal deste estudo e pela sua magnitude.

3.3. Questões probatórias na responsabilização administrativa

Em muitos casos, a prova dos requisitos, em particular, do elemento subjetivo³⁴⁰, pode ser praticamente insuperável, de forma que a solução encontrada pela CVM para se desincumbir de tal fardo, lastreou-se em dois mecanismos interconectados: (i) a aceitação

³³⁸ Embora não tenha elencado como um requisito específico, Marcelo Fernandez Trindade faz referência à ciência da informação ser privilegiada: “Já o §1.º do art. 13 da Instrução 358/2002 regulamentou a nova norma do §4.º do art. 155 da Lei das S/A destinada a alcançar “quaisquer pessoas” que tivessem acesso à informação privilegiada. Fê-lo, entretanto, destacando a sua incidência aos *insiders* equiparados a *insiders* primários, que têm acesso à informação através da companhia e com a ciência de que trata de informação relevante e ainda não divulgada” (Op. Cit., 2011, p. 458, grifou-se).

³³⁹ Francisco A. M. Müssnich aborda o ponto, sob a ótica da informação ser privilegiada ou não ao afirmar que “[o]utra questão a ser ponderada é a capacidade de processamento da informação pelo investidor. Não estando os agentes do mercado igualmente capacitados, torna-se possível que, diante da obtenção de uma mesma informação por todos eles, sejam alcançadas diferentes conclusões, orientando suas ações de maneira diversa, sendo certo que alguns serão mais exitosos que outros” (Op. Cit., 2017, p. 41). O comentário procede e, a nosso ver, tem impacto maior sobre a análise a respeito da consciência do acusado a respeito da ilicitude e de seu estado de espírito de se aproveitar da informação privilegiada.

³⁴⁰ Nessa linha, vide o comentário de que, “[n]a maior parte dos casos, não será possível obter uma evidência documental acerca do estado mental do investidor no momento em que negociou em posse de informação privilegiada, para confirmar se sua decisão foi, efetivamente, motivada ou influenciada por tal informação” (PAS CVM n.º RJ2016/5039, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 26.09.2017).

de conjuntos sólidos de indícios como meios de prova que podem embasar uma condenação; e (ii) a definição de certas presunções relativas por meio de normas regulamentares que acarretam a inversão do ônus da prova no caso de *insiders* primários.

3.3.1. Prova indiciária

A prova indiciária recebe acolhida no âmbito do processo penal, não havendo motivo para não ser aceita em sede da responsabilização administrativa. Indício é definido como “*todo rastro, vestígio, sinal e, em geral, todo fato conhecido, devidamente provado suscetível de conduzir ao conhecimento de um fato desconhecido, a ele relacionado, por meio de um raciocínio indutivo-dedutivo*”³⁴¹. Inferências só podem ser estabelecidas a partir de indícios, se o ‘*factum probans*’ estiver completamente provado, conhecido, indubitável para poder revelar o ‘*factum probandum*’³⁴².

Tal possibilidade de julgamento com base em prova indiciária é, inclusive, admitida no campo do processo penal por meio do art. 239 do Código de Processo Penal³⁴³, em disposição que é repetidamente mencionada em julgamentos pelo Colegiado da CVM.

Uma análise superficial dessas decisões da CVM rapidamente revela o posicionamento a favor da prevalência do princípio do livre convencimento do julgador, permitindo a condenação do acusado com base em prova indiciária, “*desde que presente um corpo de indícios que, no conjunto e por sua credibilidade, seja capaz de convencer o julgador*”³⁴⁴. A CVM, além disso, sedimentou o entendimento de que não há hierarquia entre os meios de prova, de modo que a prova indiciária é considerada e valorada de acordo com o convencimento do julgador em conjunto com qualquer outra prova admitida pela autarquia³⁴⁵.

³⁴¹ MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. *A prova por indícios no processo penal*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 41.

³⁴² MOURA. *Op. Cit.*, 2009, p. 41.

³⁴³ “Art. 239. Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”.

³⁴⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; e SANTOS, Mariana Magalhães. *O regime jurídico da informação privilegiada no Brasil*. In: Miranda, Jorge et al (comissão organizadora). *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*. Vol. II, Coimbra: Almedina, pp. 619-35, 2012, p. 634.

³⁴⁵ Por todos, veja-se, PAS CVM 10/2008, Rel. Diretor Eli Loria v.u., j. 23.11.2010; PAS CVM 19/2009, Rel. Dir. Eli Loria, v.u., j. 07.06.2011; PAS CVM 13/2009, Rel. Diretor Eli Loria, m.v., j. 13.12.2011 e PAS CVM 13/2005, Rel. Diretor Otavio Yazbek, v.u., j. 25.06.2012.

Em estudo específico sobre o assunto, Eli Loria e Victor Hugo Cunha Silva³⁴⁶ identificam que a CVM tem levado em consideração, como prova indiciária, provas relacionadas com (i) o *timing* da operação, comparando a data das negociações com a data de divulgação da informação ou fato relevante (constatando, inclusive, que, de 26 casos pesquisados, a CVM utilizou o parâmetro do *timing* em 20); (ii) o perfil do investidor, em essência avaliando se os negócios sob exame são compatíveis com o seu histórico usual de negociação; (iii) as relações pessoais, incluindo de parentesco, amizade e profissionais; e (iv) as conversas telefônicas, providas pelas corretoras de valores mobiliários, das quais, muitas vezes, é possível extrair elementos probatórios importantes³⁴⁷.

Um exemplo recente de condenação de *insiders* secundários, baseada em prova indiciária, é o caso do PAS CVM n.º RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017, em que os acusados negociaram ações da Bematech entre os dias 10 e 14.08.2010, imediatamente antes da publicação de anúncio de fato relevante, em 14.08.2010, anunciando reorganização societária que, mediante incorporação de ações e outros negócios, resultava na titularidade pela TOTVS da totalidade das ações de emissão da Bematech.

Nunca foi obtida uma gravação ou prova cabal de que um *insider* tivesse passado informações aos acusados sobre as negociações em curso entre Bematech e TOTVS, mas, de acordo com o relatório, foi apurado que os acusados não tinham negociado em bolsa anteriormente (só um deles, mas em quantias pequenas e sem frequência), abriram conta em corretora pouco tempo antes de tais negócios, operaram valores atípicos em um papel de pouca liquidez e só o fizeram até a publicação do fato relevante. A Bematech foi o único nome em que negociaram, havia um laço com um conselheiro da Bematech (a filha de um dos acusados era cunhada de um conselheiro) e investiram percentuais bastante significativos dos próprios patrimônios. Além disso, as justificativas da origem da informação e motivo da negociação foram inconsistentes ao longo da investigação.

Em outras palavras, não havia qualquer dúvida de que existia informação privilegiada e de que os acusados negociaram com valores mobiliários. Não havia, contudo, uma prova direta de acesso à informação privilegiada, nem do dolo específico, mas, com

³⁴⁶ *Op. Cit.*, 2017, p. 309.

³⁴⁷ As ordens de compra e venda podem ter sido dadas por e-mail, que também podem conter algum elemento de prova, bem como por sistema eletrônico (*home broker*), sendo que no último caso dificilmente haverá vestígios relevantes para a análise.

base nos indícios encontrados e nas contradições das defesas, o Colegiado da CVM se convenceu pela condenação dos acusados.

Na mesma linha, há diversos julgados em que a acusação é suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, formando prova indiciária, não contraditados por contraindícios, entre os quais os recentes: (i) PAS CVM n.º RJ2013/10579, j. 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM n.º RJ2014/3225, j. 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; e (iii) PAS CVM n.º 25/2010, j. 04.07. 2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira.

Por outro lado, importante salientar que um mero *indício* não autoriza a condenação, sendo necessário que exista *prova indiciária*, consubstanciada em “*indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autorizam uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado*”³⁴⁸. Não bastam fatos distantes, parcialmente relacionados e dos quais não se pode extrair conclusões contundentes.

Por exemplo, no Inquérito Administrativo CVM n.º 13/2000, j. 17.04.2002, o Presidente Relator, Marcelo Trindade, rejeitou acusação baseada em alegação de que o acusado era primo de um *insider*, sem que a relação de parentesco estivesse acompanhada de contato frequente e, mais que isso, a tese era enfraquecida pelo fato de que o acusado era empresário que negociava ações com razoável frequência.

Se houver dúvida na percepção do julgador em seu exame do quadro probatório, deve, em prestígio ao princípio constitucional da presunção da inocência, rejeitar a acusação para não condenar alguém que não merecia ser apenado. Como assentado, o conjunto probatório embasado em indícios deve prover um nível de segurança que, embora não contenha prova direta, seja “suficiente, veemente, convergente e grave” para afastar eventual dúvida no espírito do julgador de que a conduta do acusado se baseou na posse de informação privilegiada.

3.3.2. Presunção relativa da Instrução CVM n.º 358/2002

A regulamentação das disposições legais atinentes ao *insider trading* veio, primeiro, com a Instrução CVM n.º 31/84 e, atualmente, com a Instrução CVM n.º 358/2002.

³⁴⁸ PAS CVM n.º 22/94, Dir. Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, v.u., j. 15.04.2004.

A Instrução CVM n.º 358/2002 somente incorporou, na regulamentação, os seguintes requisitos exigidos pela Lei das S/A, a saber (i) a existência de informação relevante não divulgada, (ii) a negociação de valores mobiliários, e (iii) para os *tippees* e *insiders* temporários, o conhecimento dessa informação³⁴⁹. Deixou, porém, de exigir a prova dos demais.

Sobre a opção regulatória, Marcelo Trindade sustenta que a não transposição de todos os requisitos legais na norma regulamentar não significou a sua supressão, o que seria ilegal, mas, sim, uma técnica de inversão do ônus da prova, por meio da criação de presunção relativa (*iuris tantum*). Assim, os requisitos da utilização da informação no mercado de valores mobiliários e da finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, estarão em princípio preenchidos, salvo prova em contrário que possa vir a ser apresentada pelos acusados³⁵⁰.

A realidade é que a somatória dos indícios e provas acostados pela acusação ao termo de acusação somados àqueles trazidos ao longo da dilação probatória faz com que a balança do ônus de prova se inverta e seja, assim, imposta a presunção relativa aludida contra o acusado³⁵¹. Por se tratar de companhia aberta, a CVM tem amplo acesso a uma série de

³⁴⁹ Com igual conclusão sobre a adoção das presunções e incorporação parcial, ver TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Op. Cit.*, 2011, p. 458. Contudo, o ilustre autor enumera os seguintes requisitos, que diferem brevemente: “(...) a norma regulamentadora contentou-se com a presença de apenas dois para a incidência da vedação à negociação (e fez o mesmo para o caso dos insiders típicos ou primários): (i) a existência de uma ‘informação relevante ainda não divulgada’ ao mercado e (ii) o ‘acesso’ privilegiado e consciente a essa informação, por meio da companhia” (*Op. Cit.*, 2011, p. 458). O ponto de distanciamento é que, no caso dos *tippees* e *insiders* temporários, ainda se exige a prova do conhecimento da informação.

³⁵⁰ *Idem*, 2011, p. 458. No mesmo sentido, ver PAS 04/2004, Rel. Presidente Marcelo Trindade, j. 28.06.2006, *verbis*:

“11. Já a norma regulamentar não menciona a finalidade de auferir vantagem, estipulando uma pura e simples vedação à negociação quando se tratar de operação ocorrida na pendência de divulgação de fato relevante, desde que aquele que detém a informação tenha ciência (“sabendo”) “de que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado”.

12. Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o insider, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação. Essa possibilidade de prova em contrário, a meu ver, decorre não só do necessário respeito, pela norma regulamentar, à norma regulamentada, como das regras dos §§ 6.º e 7.º do próprio art. 13 da Instrução 358/02, que admitem que a negociação ocorra na pendência de fato relevante não divulgado, em certas condições” (grifou-se).

³⁵¹ José Frederico Marques, aliás, entende que os indícios e as presunções em nada diferem em se tratando de matéria penal. Ensina, com a habitual precisão, que “basta confrontar essa definição (art. 239, CPP) com a que vários autores dão de presunção, para logo verificar-se a perfeita sinonímia entre indício e presunção. E isso revela o erro crasso e palmar de afirmar-se que nenhuma presunção, por mais veemente que seja, dará lugar à condenação. Tal assertiva equivaleria a abolir-se a prova indiciária do processo penal” (*Elementos de Direito Processual Penal*. Vol. 2, Campinas: Bookseller, 1998, p. 343).

informações, documentos e outras provas que podem – e devem – ser usados para se buscar a verdade dos fatos.

Sobre o requisito da negociação com valores mobiliários, não há dúvidas de que as provas pertinentes serão facilmente produzidas pela CVM, pois a regulamentação do mercado de valores mobiliários exige a identificação do beneficiário final. Mesmo no caso de eventuais operações realizadas como proteção (*hedge*) de derivativos ou em razão de outros instrumentos sintéticos, a identificação do beneficiário final será possível, pois o intermediário figurará como operador direto do negócio e a CVM poderá requisitar tal informação ou, se necessário, solicitar autorização judicial para obtê-la, em caso de sigilo.

O cotejo das negociações se dá com as datas da publicação de anúncios de fato relevante, atos sociais, deliberações da assembleia geral e órgãos de administração da companhia e a divulgação de tais atos societários ou de outras informações periódicas ou eventuais. São documento públicos e que sempre são enviados à CVM, sem qualquer dificuldade de produção ou de acesso.

Em relação ao dolo específico, ponto mais espinhoso, há dois elementos: a intenção de auferir vantagem e a consciência de que a informação era privilegiada. A acusação deverá apresentar prova indiciária suficiente que conduza à presunção de que a negociação se voltou a essa finalidade de obter ganhos e que se utilizou, de má-fé, de informação relevante não pública.

O *caput* do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002 veda que os *insiders* primários negociem durante o período em que houver informação privilegiada. De tal forma, bastaria, a respeito, a prova da posição ocupada pelo *insider* primário para seja presumido, em função da relevância do cargo ocupado, que ele tem conhecimento da informação privilegiada³⁵².

Anote-se, a respeito, precedente da CVM no sentido de que seria *absoluta* a presunção de que os administradores e controladores têm conhecimento da informação privilegiada, em razão da posição que ocupam³⁵³. O entendimento, entretanto, não pode

³⁵² Nelson Eizirik, já em 1983, afirmava que: “[t]ratando-se o ‘insider’ de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção ‘*juris tantum*’ de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante” (*Op. Cit.*, 1983, p. 53). Nessa mesma exata linha, vide LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Op. Cit.*, 2010, pp. 241-2.

³⁵³ “A segunda presunção estabelecida pela Instrução CVM n.º 358, de 2002, é a de que certas pessoas detêm tal informação privilegiada. Assim, é reiterado o entendimento desta casa de que em relação aos controladores e administradores da companhia vigora uma presunção absoluta de que sabem da informação e, em relação ao demais integrantes da empresa, há uma presunção relativa de que conhecem a informação e

prevalecer, pois não pode ser apenado um administrador ou controlador que, ao longo do processo sancionador, apresentou provas suficientes de que não teve qualquer acesso à informação privilegiada discutida.

Imagine-se um diretor responsável pela área de tecnologia, que, no período dos fatos, se encontra viajando em férias, não se comunicou com outros administradores a respeito do tema e, inadvertidamente, decide vender algumas ações para fazer frente aos gastos da família. Outro exemplo, comum, é a negociação de projetos altamente confidenciais em que o grupo envolvido inclua somente algumas pessoas específicas. É necessário levar em conta o momento em que cada administrador ou controlador veio a integrar tal equipe e a tomar conhecimento da informação em questão. Uma condenação de natureza punitiva lastreada em presunção absoluta, na presença de provas em contrário, não resiste a uma análise sob a ótica do princípio constitucional da culpabilidade ou, tampouco, da própria legislação que dá suporte à norma regulamentar.

Sobre os *insiders* temporários, é pressuposto que seja comprovado o seu efetivo acesso à informação privilegiada³⁵⁴ para que eles sejam tidos por *insiders*, sem o que não há que se cogitar de uso indevido de informação privilegiada. São assessores financeiros, advogados, auditores independentes, consultores ou outros contratados, que, no fim das contas, são funcionários ou administradores de outras empresas, que colaboram com a companhia em um projeto específico, sem vínculo fixo.

Evidentemente, nesse contexto, não terão o mesmo grau de conhecimento da administração da companhia, sendo crítico investigar se a informação privilegiada realmente guarda relação com o projeto a que os *insiders* temporários estão se dedicando, sem contar que, no mais das vezes, são contratados para agregar conhecimento especializado em uma área específica e a informação privilegiada pode dizer respeito a questões não respeitantes aos respectivos mandatos profissionais. Impõe-se, assim, como dito, moderação antes de estender o *status* de *insiders* primários para os *insiders* temporários.

sabem que ela é sigilosa” (PAS CVM n.º RJ2010/1666, Rel. Diretora Luciana Dias, j. em 03/04/2012, destaques originais).

³⁵⁴ Nesse mesmo sentido, “[q]uanto aos subordinados e terceiros de confiança que são equiparados aos *insiders* primários para certos efeitos, comprovado o conhecimento da informação privilegiada tem lugar a presunção relativa no tocante à finalidade de obter vantagem com a negociação (vide PAS CVM 22/04)” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 838).

Vale lembrar, também, que o §1.º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002 ampara plenamente essa linha de pensamento. Essa disposição abrange qualquer pessoa que mantenha “*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*”, desde que tal pessoal tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante e saiba que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado. A disciplina é específica em comparação ao tratamento dispensado aos *insiders* primários no *caput* do art. 13 da mesma norma regulamentar.

A mesma dinâmica deve se observar com relação aos “subordinados” aludidos pelo art. 155, §2º, da Lei das S/A, que, embora não se enquadrem nas categorias mencionadas acima, tornam-se *insiders* primários à medida em que integrem o grupo que está trabalhando em um assunto sigiloso e não divulgado ao mercado. Podem ser equiparados a *insiders* primários por meio da demonstração satisfatória de que têm conhecimento de informação privilegiada.

Em se tratando de *insider* secundário (*insider* temporário, *tippee* ou *insider* acidental), a acusação deverá apresentar prova suficiente, indiciária ou de outra natureza, não só de que o acusado tinha conhecimento da informação relevante não divulgada ao mercado, mas também de que conhecia de sua natureza privilegiada e que a “utilizou” com o objetivo de tirar vantagem econômica desse conhecimento³⁵⁵.

3.4. Breves comentários sobre o tipo penal

3.4.1. Bem jurídico protegido

As opiniões em doutrina não chegam a ser uníssonas, mas gravitam, todas, em torno dos mesmos bens. Fausto Martin de Sanctis afirma que a inclusão dos crimes contra o “mercado de capitais”³⁵⁶ na Lei n.º 6.385/76, na reforma introduzida pela Lei n.º

³⁵⁵ Nesse sentido, entre outros, Nelson Eizirik: “*Tratando-se, porém, de ‘insider de mercado’, cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante*” (*Op. Cit.*, 1983, p. 53) e Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “3.9. *Tratando-se, porém, de insider de mercado, ou seja, de pessoa que se encontra “de fora” da companhia, cabe provar, para responsabilizá-lo, que ele tivera acesso à informação relevante e a utilizara com o objetivo precípua de dela tirar vantagem indevida na compra e venda de valores mobiliários*” (*Op. Cit.*, 2010, p. 242). Entre as decisões administrativas, ver PAS 04/04, Rel. Diretor Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006; Inquérito Administrativo n.º 13/00, Rel. Diretor Marcelo Fernandez Trindade, j. 17.04.2002; Inquérito Administrativo n.º 02/85, Rel. Diretor Nelson Eizirik.

³⁵⁶ Apesar de o Capítulo VII-B ter sido assim nomeado (“Crimes contra o Mercado de Capitais”), como se viu, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários não abrange todo o mercado de capitais, mas somente o mercado de valores mobiliários, que é uma parte somente do mercado de capitais.

10.303/2001, visou a proteger o processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários³⁵⁷ e, mais adiante, explica que o tipo do art. 27-D busca proteger a função pública da informação e a confiança no mercado de valores mobiliários³⁵⁸.

José Leite Filho propõe que a norma penal busca proteger a “*integridade do mercado de valores mobiliários*”³⁵⁹. Rodrigo de Grandis opina que os bens protegidos seriam “o patrimônio dos investidores, o patrimônio da companhia, a confiança da sociedade, a igualdade de acesso à informação, a justiça informativa das cotações, a integridade do mercado de valores mobiliários, ou mesmo a sua transparência e eficiência”³⁶⁰.

Embora a redação do tipo penal tenha sido alterada pela Lei n.º 13.506/2017, as ponderações feitas sob a égide de sua antiga redação continuam a se aplicar à nova redação, incluindo seus parágrafos, pois o objetivo maior da disposição legal não se alterou.

O bem protegido, como visto ao longo do Capítulo II, é multifacetado, passando pela igualdade de acesso informacional pelos investidores (*market egalitarianism*), o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, a proteção das companhias abertas, o dever de lealdade dos administradores e a confiança dos investidores.

3.4.2. *Sujeitos ativo e passivo dos tipos*

Em sua redação original, o art. 27-D tratava de crime próprio, ou seja, só abrangia aqueles que estavam jungidos a um dever de sigilo. Com a alteração trazida pela Lei n.º 13.506/2017, a expressão “da qual deva manter sigilo” foi excluída do *caput*, aumentando de modo significativo a amplitude do tipo penal do *caput*.

Assim, o uso indevido de informação privilegiada tornou-se crime comum. Qualquer pessoa que venha a ter acesso à informação relevante, não divulgada e que possa lhe assegurar vantagem, pode incorrer no tipo penal do *caput* do art. 27-D, se a utilizar

³⁵⁷ DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Millenium, 2003, p. 97. Em sentido bastante próximo, o autor português Frederico Lacerda da Costa Pinto afirma se buscar um “justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários” (*O novo regime dos crimes e contra-ordenação no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000, p. 43).

³⁵⁸ *Idem*, 2000, p. 107.

³⁵⁹ LEITE FILHO, José. *Op. Cit.*, maio 2006, p. 99.

³⁶⁰ GRANDIS, Rodrigo de. *Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no Direito Brasileiro*. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; e DIAS NETO, Theodomiro (coord). *Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos*. Série GVLaw. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 156. João Carlos Castellar afirma que o bem jurídico protegido pelo tipo penal é a confiança que deve imperar no mercado de valores mobiliários e a proteção do patrimônio dos investidores que negociarem com o *insider* (CASTELLAR, João Carlos. *Op. Cit.*, 2008, p. 108).

conscientemente para auferir ganhos ou evitar perdas, mediante negociação no mercado de valores mobiliários.

Por sua vez, o novo tipo penal criado pelo §1.º, repasse de informação privilegiada, é crime próprio ao exigir que a pessoa que venha a transmitir a informação *sigilosa* relativa a fato relevante seja um *insider* primário ou *insider* temporário³⁶¹. Interessante notar que não há tipicidade de acordo com o §1.º, contudo, se uma pessoa recebe a informação de um *insider* primário e decide retransmiti-la para um terceiro. Somente, o *insider* primário, que está adstrito a um dever de sigilo, pode praticar o crime de repasse de informação privilegiada.

De modo semelhante, se o agente da conduta no *caput* for pessoa que deva manter a informação relevante em sigilo, a pena é aumentada em 1/3, conforme a hipótese do §2.º, sendo, neste caso, tal circunstância um agravante.

São aplicáveis à análise dos §§1.º e 2º as diversas opiniões sobre os agentes que poderiam estar sujeitos ao antigo *caput* em função da previsão do dever de sigilo³⁶².

Estão adstritos à imposição legal de sigilo os conselheiros, diretores, membros do conselho fiscal e acionistas controladores³⁶³. Já o dever contratual de sigilo abrange os prestadores de serviços relacionados às atividades da companhia, incluindo advogados, assessores financeiros, auditores e outros consultores, desde que os administradores efetivamente tomem a precaução de fazê-los assinar acordos de confidencialidade³⁶⁴. Os subordinados dos administradores podem também estar vinculados a dever de sigilo se previsto em contrato ou em políticas internas a que aderem em seu vínculo de emprego.

³⁶¹ Vide, a respeito dessas definições, o item 3.2.3.

³⁶² EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES lecionam que “[s]ó pode ser cometido pelas pessoas que tenham a obrigação de guardar sigilo: acionista controlador; administradores; membros do conselho fiscal; e pessoas que prestam serviços à companhia e que tenham dever de sigilo, como advogados e auditores” (*Op. Cit.*, 2011, p. 549). No mesmo sentido, LEITE FILHO. *Op. Cit.*, 2006, p. 99; CARVALHOSA, Modesto; e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei de S/A*. São Paulo: Ed. Saraiva. 2002, p. 549 e PROENÇA, José Marcelo Martins. *Op. Cit.*, 2005, p. 320.

³⁶³ Vide, a respeito, o art. 155 (dever de sigilo), combinado com os arts. 145 e 165 da Lei das S/A, que expandem o dever. Com a mesma opinião, ver CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 549 e ALONSO, Leonardo. *Op. Cit.*, 2009, p. 132. Há quem defenda um entendimento mais extensivo a respeito do requerimento de sigilo, sugerindo que quaisquer espécies de sigilo supririam o requisito da norma, por exemplo, um funcionário público adstrito a seu dever de sigilo assumido perante o Estado. Nessa linha, CASTELLAR, João Carlos. *Op. Cit.*, 2008, p. 117; e SANTANA, Melina Marques Mendes. *O tratamento penal do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais – insider trading*. Dissertação de mestrado. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. 2012, p. 147.

³⁶⁴ CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 549 e ALONSO, Leonardo. *Op. Cit.*, 2009, p. 133.

O sujeito passivo dos tipos é o Estado, uma vez que é o titular do bem jurídico atingido no caso dos tipos penais que tutelam interesses coletivos e supra-individuais, como é o caso³⁶⁵.

3.4.3. Tipo objetivo do caput: adequação típica do uso indevido de informação privilegiada

O *caput* do art. 27-D da Lei n.º 6.385/76³⁶⁶ atribui pena à conduta de “utilizar” informação privilegiada, ou seja, o núcleo do tipo é a ação de utilizar, usar, empregar, valer-se da informação. O objeto material da conduta é a “informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida”.

Embora o trecho “de que tenha conhecimento” possa parecer desnecessário, pois, por óbvio, só se usa uma informação conhecida, o texto legal reforça a necessidade de o acusador provar que o acusado recebeu, direta ou indiretamente, a informação relevante e que conhecia a sua natureza privilegiada, pois esses elementos integram o dolo específico. A ciência da informação privilegiada não deve se confundir com boatos ou especulação, situações não raras no mercado de capitais³⁶⁷.

O *caput* do art. 27-D exige, ainda, que a utilização seja concretizada “mediante a negociação” em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários³⁶⁸. Não há como haver, por isso, condenação criminal com base em abstenção ou omissão, sem que exista a negociação³⁶⁹. A menção à negociação “em nome de terceiros” engloba as situações de utilização de pessoa interposta³⁷⁰ para realizar o negócio no mercado de valores mobiliários, não se tratando da transmissão de informações a um terceiro, que, por sua vez, usa a

³⁶⁵ Cf. BITENCOURT, Cezar Roberto; e BREDA, Juliano. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o mercado de capitais*. 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2014, p. 406.

³⁶⁶ As considerações tecidas neste item se aplicam integralmente à hipótese do §2.º do art. 27-D, que se refere à mesma conduta, mas praticada por pessoa adstrita a dever de sigilo.

³⁶⁷ BITENCOURT e BREDA. *Op. Cit.*, 2014, p. 410.

³⁶⁸ Vide o item 3.2.5.

³⁶⁹ Nesse sentido, DE SANCTIS. *Op. Cit.*, 2003, p. 112 e BITENCOURT e BREDA. *Op. Cit.*, 2014, p. 408. Em Portugal, José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos chegam a idêntica conclusão sobre o tipo ali previsto: “*Há que considerar um grupo de situações atípicas que a doutrina agrupa sob a designação genérica de non trading com base na informação privilegiada. Revela-se atípica a conduta do agente que, estando na posse de informação que ele avalia como privilegiada, deixa de negociar, trocar, vender ou subscrever (ainda que essa abstenção implique um benefício)*” (*Op. Cit.*, 2006, p. 109-110).

³⁷⁰ “(...) visa a lei reprimir a atuação do insider utilizando-se de “homens de palha” ou de “laranjas”, na terminologia do mercado” (Carvalhosa e Eizirik. *Op. Cit.*, 2002, p. 548).

informação para negociar. Esta última hipótese vem, agora, tratada especificamente no novo tipo do §1.º do art. 27-D.

Ainda que não se trate de norma penal em branco propriamente dita, a delimitação do conceito de informação relevante não divulgada deve ser extraída da legislação das sociedades anônimas e das normas regulamentares da CVM³⁷¹. Vide, sobre esse conceito, o Capítulo IV.

A informação, além de relevante e não divulgada, deve ser capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida³⁷². A redação do tipo, no que tange a esse requisito, não se alterou.

Carvalhosa e Eizirik entendem se tratar de crime material que, assim, exige o resultado previsto no tipo, ou seja, o agente deve conseguir a vantagem indevida na negociação dos valores mobiliários³⁷³. José Waldecy Lucena também opina que a informação tem de ser capaz de propiciar ao agente a obtenção de uma vantagem indevida (dolo específico), o que significa dizer que, se a informação não se prestar a esse fim, descaracteriza-se o crime³⁷⁴.

Com entendimento oposto, Fausto Martin De Sanctis entende ser um delito formal, por não exigir necessariamente que se apure o resultado da vantagem indevida para a sua consumação, bastando que o sujeito ativo pratique a conduta, ou seja, utilize a informação privilegiada³⁷⁵. Complementa seu raciocínio sugerindo que a referência à capacidade de propiciar vantagem indevida não diz respeito a um elemento subjetivo, pois a expressão

³⁷¹ Cf. BITENCOURT e BRENDA. *Op. Cit.*, 2014, p. 409. Nesse mesmo sentido, o STJ pontou no aresto do caso Sadia-Perdigão que “o crime previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/76 constitui norma penal em branco, porquanto a legislação penal brasileira não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora. Conforme anotou o acórdão recorrido, em termos gerais, podemos encontrar a definição de “informação relevante” no art. 155, § 1.º, da Lei n. 6.404/1976, bem como no art. 2.º da Instrução n. 358/2002 da CVM (...)” (REsp 1569171/SP, (2014/0106791-6), 5ª Turma, STJ, rel. Min. Gurgel de Faria, J. 02.02.2016, DJe 25.02.2016, RT vol. 967, p.477).

³⁷² Vide comentários adicionais sobre o elemento subjetivo no item 3.2.6, ressaltando-se que é imprescindível atentar que, na Lei das S/A e na regulamentação da CVM, a redação da vedação é distinta, referindo-se à intenção de auferir de vantagem indevida por meio da negociação em mercado de valores mobiliários, o que difere do tipo penal que alude à utilização de informação relevante que seja capaz de propiciar vantagem.

³⁷³ CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 548.

³⁷⁴ LUCENA. *Op. Cit.*, 2009, p. 503.

³⁷⁵ DE SANCTIS. *Op. Cit.*, 2003, p. 109-110.

somente tem o intuito de delimitar o critério de relevância da informação, não de constituir um requisito independente ou a necessidade³⁷⁶.

Rodrigo de Grandis afirma que, se o legislador tivesse utilizado o termo “que propicia” ou “que gera lucro”, aí sim haveria a necessidade de o ganho ser efetivamente auferido³⁷⁷. Leonardo Alonso se filia a essa visão e sustenta que o resultado de auferir ganho não é necessário, em razão do uso do vocábulo “capaz de propiciar” vantagem indevida, sendo por esse motivo um crime formal³⁷⁸.

O tipo penal, de fato, não exige expressamente o ganho efetivo, porém demanda que a informação seja relevante a ponto de assegurar a vantagem indevida. Não havendo ganho, a inferência que se estabelece naturalmente é a de que a informação não seria capaz de assegurar a vantagem econômica, pois, na prática, não foi.

E se assim for, caberá a quem acusa provar o contrário, para além de qualquer dúvida razoável, demonstrando que havia real intenção de auferir ganhos com dolo específico de se aproveitar indevidamente de informação relevante não disponível ao mercado e, mormente, que aquela informação poderia, de fato, à luz das circunstâncias, ser razoavelmente vista como capaz de assegurar ganhos.

Como já aventado, há que lembrar que todo investidor sempre busca legitimamente auferir ganhos. Aqui, o que o tipo penal busca sancionar é a vantagem “indevida”, porque atrelada a um vício de raiz derivado do uso de informação privilegiada, exigindo um intuito doloso, fora do ordinário, pelo qual se busca tirar proveito da assimetria informacional grave.

3.4.4. Tipo objetivo do §1.º: adequação típica do repasse de informação privilegiada

O §1.º trata da situação daquele que repassa informação (o chamado *tipper*) equiparando-o à pessoa que negociou os valores mobiliários. O núcleo do tipo é repassar, transmitir, vazar a informação sigilosa relativa a um fato relevante.

³⁷⁶ DE SANCTIS. *Op. Cit.*, 2003, p. 113.

³⁷⁷ GRANDIS, Rodrigo de. *Dois questões sobre insider trading*. Site Jota, 16.03.2015 (Disponível em <https://www.jota.info/artigos/rodrigo-de-grandis-duas-questoes-sobre-insider-trading-16032015>, acessado em 08.01.2017).

³⁷⁸ ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais*. Dissertação de Mestrado sob a orientação do Professor Associado Renato de Mello Jorge Silveira, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 132.

Digno de especial nota também o uso da expressão “fato relevante” ao invés de informação relevante no §1.º, o que pode levar à conclusão de que a hipótese somente abrange o repasse de informação a respeito de fatos – e não de atos – ocorridos no âmbito dos negócios da companhia e que possam justificar a veiculação de um anúncio de fato relevante. Como se sabe, no âmbito do Direito Penal, não há espaço para interpretação ampliativa, de tal sorte que a alternância no uso dos vocábulos no *caput* e no §1.º deverá ser considerada, não se podendo simplesmente tomar fato relevante, mais específico, por informação relevante, mais ampla³⁷⁹.

Como se viu, outra exigência que claramente sobressai da leitura do §1.º é que o tipo penal ali previsto centraliza a sua preocupação no âmbito da companhia aberta, se voltando àqueles que estão “por dentro” da emissora de valores mobiliários e que estão vinculados ao dever de sigilo, ou seja, os *insiders* primários ou *insiders* temporários.

A leitura do o tipo penal do §1.º sugere que o simples “repasse” da informação sigilosa relativa a fato relevante já enseja a mesma pena do *caput*, ainda que não venha a ser utilizada. Contudo, o §1.º deve ser lido em conjunto com o *caput* do art. 27-D e interpretada em conjunto com o próprio *nomen juris* do tipo, de forma que, para haver responsabilização criminal, o repasse da informação privilegiada deve ser realizado com a intenção de que o seu receptor a utilize em negociação de valores mobiliários.

Pertinente lembrar que já existe um tipo específico relativo a violação de segredo profissional no art. 154 do Código Penal, de forma que este tipo deve ser interpretado de forma a tratar de situação diversa, mais específica.

3.4.5. Tipo subjetivo: adequação típica

Com relação ao elemento volitivo para o tipo do *caput* e do §2.º, exige-se dolo específico, em que o seu agente deve ter não somente a consciência da ilicitude do uso da informação privilegiada como o desejo de auferir o ganho indevido ou evitar perdas³⁸⁰.

³⁷⁹ Vide, a respeito da distinção, o item 4.3.7 infra.

³⁸⁰ CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 548. No mesmo sentido, BITENCOURT e BREDA. *Op. Cit.*, 2014, p. 413.

No caso do §1.º, o seu agente, *tipper*, também deve agir com dolo repassando a informação privilegiada para que o terceiro, o *tippee*, a utilize em uma negociação no mercado de valores mobiliários com potencial vantagem.

4. INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E O CRITÉRIO DA RELEVÂNCIA

4.1. Conceito e conteúdo da informação privilegiada

A informação é dita “privilegiada” por não ser acessível a todos, mas somente a alguns poucos, os assim chamados *insiders*, que a ela puderam ter acesso, em razão de ocupar função ou manter relação particular com a companhia ou com o detentor da informação³⁸¹.

Por essa exata razão, a legislação societária impôs, como decorrência do dever de lealdade, o dever do administrador de guardar reserva sobre as informações privilegiadas. Os administradores e demais *insiders* não devem se aproveitar delas ou, tampouco, transmiti-las a terceiros, em afronta ao seu dever de sigilo.

O legislador, ainda, passou a abordar a questão não apenas sob a ótica da Lei das S/A, mas, também, sob o ângulo da legislação do mercado de capitais, em busca de relativa paridade de acesso informacional. A evolução legislativa, como se ponderou no Capítulo II, vem mostrando uma migração do modelo norte-americano, baseado nos deveres fiduciários, na hipótese do mercado eficiente e na teoria da propriedade da informação, em favor do modelo europeu, em que a ênfase repousa na busca de paridade no acesso informacional (*market egalitarianism*).

Sob essa perspectiva, qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada poderá ser responsabilizada, se, consciente de sua natureza peculiar, ainda assim, deliberadamente resolve a utilizar para obter vantagem indevida.

As duas leis, a Lei das S/A e a Lei n.º 6.385/76, foram concebidas em conjunto e, por isso mesmo, reclamam interpretação conjugada³⁸². Embora apresentem disposições distintas a respeito da conduta do *insider trading*, utilizam um conceito comum de informação privilegiada.

A informação privilegiada nada mais é que a informação relevante não divulgada ao mercado, formulação que é repetida em diversas disposições legais e em normas

³⁸¹ Nesse sentido, CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 836.

³⁸² Calixto Salomão Filho explica que as duas leis “partiram da concepção lógica de que uma não poderia ser compreendida e talvez sequer aplicada sem a outra” (*Op. Cit.*, 2015, p. 177).

regulamentares. Na doutrina e no âmbito da CVM, é pacífico que a informação deve ser, simultaneamente, relevante e sigilosa para se caracterizar como privilegiada³⁸³.

Sobre o conteúdo, a informação deve se referir aos negócios da companhia, seja ela de natureza operacional, patrimonial, financeira, societária ou outra. A reserva ditada pelo art. 155 da Lei das S/A e o dever de informar do §4.º do art. 157 da Lei das S/A recaem sobre atos e fatos relevantes, ocorridos no âmbito dos negócios da companhia. Do mesmo modo, a Instrução CVM n.º 358/2002 explicitamente dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas.

No art. 157 da Lei das S/A, o legislador faz referência a atos e fatos relevantes, com o objetivo de particularizar os atos, que são próprios da vontade social, como uma deliberação de assembleia geral ou de órgãos de administração da companhia, e os fatos, que são acontecimentos que, ainda que alheios à vontade social, interferem com intensidade nos negócios da companhia³⁸⁴.

Nelson Eizirik defende, em suas obras mais recentes, que a informação privilegiada inclui também aquela que se refere a valores mobiliários, não somente sobre os negócios da companhia emissora³⁸⁵. De fato, informações sobre os valores mobiliários de uma companhia aberta são, ao final, ainda que mediatamente, informações sobre os negócios da própria companhia, inclusive com potencial influência sobre a cotação de tais valores mobiliários e sobre o processo decisório de investidores.

Por sua vez, a recente alteração ao art. 27-D da Lei n.º 6.385/76 ampliou o escopo do tipo penal, excluindo a menção ao dever de sigilo do *caput*, mas mantendo as expressões

³⁸³ Entre tantas outras decisões, vide as decisões dos PAS CVM n.º 06/2013, Rel. Dir. Norma Parente, j. 14.09.2005 (“*Informação privilegiada, por seu turno, é aquela simultaneamente relevante e sigilosa*”); PAS CVM n.º RJ2013/5793, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 27.01.2015 (“*A esse conceito, portanto, seria essencial o de “informação privilegiada”, por sua vez caracterizado como uma informação simultaneamente relevante e sigilosa*”); PAS CVM n.º RJ2012/8010, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 21.07.2015 (“*Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público*”); PAS CVM n.º SP2013/12, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 18.08.2015 (“*Para que uma informação seja considerada como privilegiada, é necessário que ela preencha simultaneamente dois requisitos: o da relevância e o do sigilo*”) e o voto do Diretor Gustavo Borba no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2013/8609, j. 09.05.2017 (“*Conforme jurisprudência consolidada no âmbito da CVM, uma informação deve ser simultaneamente relevante e sigilosa para ser considerada privilegiada*”). Na mesma linha na doutrina, EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, 2011, p. 372-373; e MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. Cit.*, 2017, p. 36.

³⁸⁴ CARVALHOSA, *Op. Cit.*, vol. 3, 2015, p. 484.

³⁸⁵ EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, vol. 2, 2011, p. 373. Ao definir informação privilegiada, cita aquela que “é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores” (EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES. *Op. Cit.*, 2011, p. 561).

“informação relevante” e “ainda não divulgada ao mercado”, ainda que não mais sejam contíguas.

Em 2002, Carvalhosa e Eizirik sustentavam que “*o art. 27-D não limita o delito ao uso indevido de informação privilegiada da companhia aberta; refere-se a norma à utilização de qualquer informação, desde que sigilosa e relevante, na negociação de valores mobiliários. Assim se um funcionário público, sabendo que será baixada uma regulamentação administrativa que provocará alta generalizada nas ações, negocia no mercado futuro de índices (que são valores mobiliários), está ele cometendo o delito tipificado no art. 27-D*”³⁸⁶.

Nessa nova redação, a interpretação que Carvalhosa e Eizirik já davam à sua antiga forma ganha ainda mais força, pois, agora, a leitura literal da disposição conduz à conclusão defendida. Em prestígio dessa interpretação, ainda, de se recordar, como visto ao longo do Capítulo II, que as disposições sobre *insider trading* se movimentaram em direção à proteção do acesso paritário dos investidores às informações relevantes.

Assim, ainda que, na maioria das vezes, a informação se origine no bojo dos negócios da companhia aberta, é possível que algumas sejam produzidas ou surjam fora de tal domínio e tenham a capacidade de influir, em maior ou menor grau, direta ou indiretamente, na cotação dos valores mobiliários da companhia e na decisão dos investidores em relação a negociá-los ou em exercer direitos relacionados. Se esta informação, ainda que formada fora da companhia, puder gerar impacto significativo, consubstanciará informação relevante.

Contudo, é importante retornar ao ponto de princípio que deve fundamentar a vedação. De novo, com a *venia* da repetição, a isonomia é de acesso, não de conhecimento da informação. O desequilíbrio que deve ser reprimido é aquele em que os demais investidores não poderiam, de modo algum, licitamente ter obtido a mesma informação. Em um regime de paridade de acesso informacional, como é o do Reino Unido, descabe condenar uma pessoa que está a bordo de um trem e, por acaso, passa ao lado de uma planta industrial de companhia em que tem investimento e testemunha um incêndio. Vender essas

³⁸⁶ *Op. Cit.*, 2002, p. 547 (grifos não originais). José Waldecy Lucena entendia de modo diverso, afirmando que o crime somente poderia ser praticado “por quem está vinculado ao dever de lealdade para com a companhia ou com o mercado de capitais” (LUCENA. *Op. Cit.*, 2009, p. 502). O funcionário público do exemplo anterior se submeteria a seu próprio estatuto disciplinar ou, se cabível, às disposições do Código Penal.

ações não pode ser um ato reprimido pelo ordenamento pátrio, mormente do ponto de vista penal³⁸⁷.

Em outra questão sobre o ponto, sedimentou-se o entendimento de que a informação privilegiada pode, também, abranger atos e fatos que se relacionem aos negócios das controladas e controladores da companhia em questão. Contudo, importa salientar que a relevância neste caso deve ser apurada em relação à emissora, e não em relação às controladas e controladores. Desse modo, somente será relevante, em relação à emissora, a informação sobre as controladas ou controladores que possa influir, ponderavelmente, na cotação de valores mobiliários da companhia emissora, na decisão de negociação de tais títulos ou no exercício de direitos com eles relacionados.

Outra distinção que se fazia era entre informação privilegiada e informação de mercado. Para alguns autores, a distinção se dava conforme a origem da informação, sendo informação privilegiada se emanada da própria companhia e de mercado se de fora dela. Outros a distinguem conforme o próprio conteúdo da informação, sendo privilegiada a informação sobre resultados e ativos da companhia, enquanto informação sobre o comportamento futuro dos valores mobiliários seria informação de mercado³⁸⁸.

A partir dessa premissa, Eizirik sustenta que a nossa lei somente protege as informações sobre os negócios da companhia – a informação privilegiada – não existindo em nosso ordenamento o dever de revelação de informação de mercado, concluindo, assim, que o dever de informar se relaciona apenas com atos ou fatos ocorridos nos negócios da empresa³⁸⁹.

Em razão do raciocínio relacionado com tais ponderações, cabe tecer um comentário importante. A ampliação promovida, em 2001, com a inclusão do §4.º no art. 157 da Lei das S/A (*tippees*) e, agora, a ruptura com o dever de sigilo provocada pela mudança, em 2017, no *caput* do art. 27-D da Lei n.º 6.385/76, estando qualquer pessoa sujeita ao tipo penal, levam a que se abandone qualquer lógica que pretenda associar a proibição de negociar em

³⁸⁷ O exemplo do passageiro de trem é examinado por Edward Greene e Olivia Schmid que reportam que no Reino Unido, de acordo com as regras da FSA, essa seria uma conduta não condenável (GREENE, Edward; e SCHMID, Olivia. “*Duty-Free Insider Trading*”. Symposium: The Past, Present, and Future of Insider Trading Law: A 50th Anniversary Re-Examination of Cady, Roberts and the Revolution it Began. In: 2013 Columbia Business Law Review, pp. 369-428, 2013, p. 412).

³⁸⁸ EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, 1983, p. 47.

³⁸⁹ *Op. Cit.*, 1983, p. 51.

situação de grave assimetria informacional com o poder de divulgar ato ou fato relevante, que, evidentemente, só cabe à administração da companhia.

Sem deixar de reconhecer que a lógica do “*disclose or abstain*” exerceu, historicamente, papel de suma importância para toda a estruturação da limitação ao *insider trading*, é importante se distanciar de qualquer requerimento no sentido de que a pessoa que negocie com valores mobiliários deva ter deveres fiduciários perante a companhia ou que seja possível encontrar um nexo entre o detentor e o *insider* primário ou, ainda, que toda a cadeia de transmissão da informação privilegiada tenha de ser identificada.

De outra parte, sobre a ausência de grave assimetria informacional, repise-se que a imposição equalizadora concebe um ambiente de oportunidades parelhas para os investidores, em que todos têm acesso ao mesmo conjunto de informações relevantes. Aqueles que não se aproveitam de tal acesso, não analisam informações e decidem tomar as decisões, de forma desavisada ou impetuosa, estarão em desvantagem informacional, que pode inclusive ser profunda, mas por desídia própria, sem se configurar qualquer afronta ao ordenamento pátrio.

Informações sobre concorrentes, fornecedores ou clientes, apesar de surgidas fora do âmbito dos negócios da companhia, somente serão consideradas relevantes se efetivamente forem capazes de influir significativamente sobre os valores mobiliários da companhia. De outro giro, é evidente que a informação dirá respeito aos negócios da companhia se for concernente tanto ao fornecedor como à própria companhia aberta, como, por exemplo, rescisão de um importante contrato de fornecimento.

Informações relativas ao mercado, indústria ou segmento em que um emissor se insere são, em geral, entendidas como não relevantes para uma dada companhia, exceto em casos em que há particular concentração do mercado, de modo que exista correlação muito próxima entre os poucos participantes.

De forma similar, previsões genéricas a respeito do que se espera em termos de movimentação do mercado em geral ou dos valores mobiliários de empresas de certos segmentos, podem, normalmente, ser compartilhadas sem maiores preocupações, no que é, inclusive, corriqueiro no cotidiano de corretoras e outros intermediários. A propósito, relatórios preparados por analistas de valores mobiliários também podem ser discutidos, pois não se baseiam em informação privilegiada e contêm o resultado do trabalho de tais

profissionais, cujo mister não é outro que prover a melhor informação possível para investidores.

4.2. Informação sigilosa

Como se sabe, incumbe ao administrador “manter reserva” sobre os negócios da companhia, a teor do *caput* do art. 155 da Lei das S/A, e “guardar sigilo” em relação a informação privilegiada, deveres que não se confundem, embora sejam similares³⁹⁰. Sabe-se, também, que esses dois deveres, em companhias abertas, devem ser interpretados, de modo a equilibrá-los com o dever de informar da administração e o direito de fiscalização dos acionistas.

O dever de reserva deve ser entendido como a obrigação do administrador de não voluntariar a informação que ainda não é divulgada, exceto se presentes circunstâncias em que a divulgação atende o interesse social.

Por isso mesmo, Luiz Antonio de Sampaio Campos bem esclarece que essa reserva “*não impede o administrador de prestar informações sobre a companhia quando isso for necessário ou quando entender que pode ser conveniente, trazendo proveito para a companhia ou evitando eventual prejuízo*”³⁹¹. E complementa, afirmando que as informações estritamente sujeitas ao dever de sigilo são “*aquelas cuja revelação pode trazer prejuízo à companhia ou limitar o seu ganho, como as relativas a segredo de negócios ou que possam ser aproveitadas pela concorrência ou por quem esteja em vias de negociar com a companhia e que poderá obter vantagem em razão da informação. O dever de sigilo, mais genérico, não diz respeito exclusivamente àquele previsto no §1º do artigo 155*”³⁹².

³⁹⁰ Carvalhosa afirma que o dever de manter reserva sobre os negócios da companhia “*impõe ao administrador (tipper) a obrigação de não deixar que ocorra vazamento (leakage) de informações sigilosas e reservadas da companhia a pessoas (tippees) que, tendo, de qualquer forma, acesso ao mercado de valores mobiliários, possam manipular tais informações em proveito próprio, fraudando os interesses dos acionistas e dos investidores*” (CARVALHOSA. *Op. Cit.*, vol. 3, 2015, p. 423). José Waldecy Lucena trata dos dois deveres conjuntamente, ao afirmar que “*o objetivo de reserva é tão-somente o de evitar divulgação de dados ou informações reservados, que poderiam prejudicar a realização de negócios societários ou permitir que, com o conhecimento deles, o administrador ou terceiro venham a obter vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (§1.º)*” (LUCENA, José Waldecy. *Op. Cit.*, 2009, p. 480).

³⁹¹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 832.

³⁹² CAMPOS. *Idem*, p. 832. Em linha bastante próxima, Fernando de Andrade Mota pondera que a “previsão geral de reserva no *caput* seria redundante caso se esgotasse nas hipóteses dos incisos e parágrafo primeiro” (*O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 79). E sustenta que os administradores são “*gestores do patrimônio de terceiros, não lhes cabendo propagar informações, a não ser na medida em que atenda ao interesse dos titulares daquele patrimônio*” (*Idem*, p. 80).

A linha acima eloquentemente propugnada é incompatível com o entendimento, do qual se discorda, de que é sigilosa a informação pelo simples fato dela ainda não ter sido divulgada para conhecimento de mercado³⁹³. Essa abordagem, inclusive, tem repercussão na CVM, como se vê de julgado da lavra da então Diretora Norma Jonssen Parente, que finca que “[h]averá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação deixará de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores”³⁹⁴.

A afirmação, articulada nesse formato amplo, termina por abranger mais do que deveria. Como se viu, há informações que podem permanecer somente reservadas e, a depender da necessidade e da conveniência, serem prestadas pela administração para pessoas específicas. Um exemplo é o tradicional compartilhamento de informações para contrapartes em operações de financiamento ou de associação, que pode ou não ser acompanhado da celebração de acordo de confidencialidade³⁹⁵.

A Lei das S/A se organiza, assim, estabelecendo uma orientação geral de reserva, aplicável a todas as informações não divulgadas, segundo a qual, *a priori*, não cabe aos administradores ativamente propagar informações, havendo, porém, uma relativa flexibilidade a que se realize a exibição, sob determinadas condições.

No §1º do art. 155 da Lei das S/A, diferentemente, a disciplina se refere especificamente ao dever de sigilo que é a outra face do *insider trading*. É dever mais formal e rigoroso, que tem por objeto a informação relevante, entendida como aquela “*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*”³⁹⁶.

Com isso, somente a informação relevante não divulgada é que se reveste de caráter sigiloso, perdurando essa condição até o momento de sua disseminação a todos os participantes de mercado. Em relação a outras informações que não se enquadrem no §1.º

³⁹³ SCALZILLI, João Pedro; e SPINELLI, Luis Felipe. *Op. Cit.*, 2007, p. 44. No mesmo sentido, MÜSSNICH, *Op. Cit.*, 2017, p. 38.

³⁹⁴ PAS CVM n.º 06/2013, Rel. Dir. Norma Parente, j. 14.09.2005.

³⁹⁵ CAMPOS. *Ibidem*, p. 832.

³⁹⁶ “Dispõe a lei que o administrador deve manter reserva sobre os negócios da companhia. A determinação genérica de guardar sigilo é complementada, no §1.º do art. 155, com a explicitação de que esse dever estende-se a ‘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’” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Op. Cit.*, 1997, p. 59).

do art. 155, cabe à administração manter reserva, porém, como dito, na exata medida do interesse e da conveniência para a companhia.

A respeito do dever de sigilo, Modesto Carvalhosa preleciona: “[é] *precípua* dever do administrador impedir que haja vazamento de informações *relevantes* a toda e qualquer pessoa que não tenha, na companhia ou fora dela, razão profissional para ter conhecimento de tais informações”³⁹⁷ (grifou-se). José Waldecy Lucena também pondera que o sigilo, inerente à própria natureza fiduciária do cargo do *insider*, surge na medida em que a informação seja caracterizada como relevante, ou seja, a matéria seja capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários³⁹⁸.

Vale dizer, a doutrina é clara em apontar que o dever de sigilo se refere a informações relevantes, que, ademais, não sejam de amplo conhecimento pelo mercado. Em se tratando da configuração dos requisitos do *insider trading*, sempre se está a cogitar de informação relevante, sem exceção, e por isso, talvez, a imprópria associação entre a definição de sigilo e não divulgação.

O art. 8º da Instrução CVM n.º 358/2002 não destoia em qualquer medida dessa assertiva, ao dispor que cumpre aos *insiders* primários e empregados da companhia guardar sigilo das “*informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão de cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado*”.

Nos EUA, adota-se o critério de informação não divulgada (*non-public*), que é distinto da informação sigilosa³⁹⁹. Para a SEC, a informação é não divulgada se não foi

³⁹⁷ *Op. Cit.*, vol. 3, 2015, p. 439 (grifou-se). Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro ressaltavam que “[p]articular importância assume o §1.º, endereçado ao administrador de companhia aberta, ao qual cumpre 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” (*Op. Cit.*, v. 2, 1979, p. 473-4, grifou-se). Na mesma linha, Marcelo Vieira von Adamek ressalta que o “administrador de companhia aberta deve guardar sigilo sobre qualquer informação ainda não divulgada para o mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários” e que “[a]lém de guardar pessoalmente sigilo sobre dados relevantes, compete ao administrador da companhia aberta zelar para que a violação da norma não possa ocorrer por meio de subordinado ou terceiros de sua confiança (*tippee*) (LSA, art. 155, §2.º)” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Op. Cit.*. 2009, p. 168-70).

³⁹⁸ LUCENA, José Waldecy. *Op. Cit.*, 2009, p. 502.

³⁹⁹ A ‘informação não divulgada’ se refere a informação que o investidor não pode obter licitamente sem o consentimento de sua fonte e inclui, também, a informação que ainda não esteja disponível de modo geral, embora pudesse legalmente ser disseminada (BRUDNEY, Victor. *Op. Cit.* 1979, pp. 322, nota 2). No original: “‘Nonpublic’ refers to information that investors may not lawfully acquire without the consent of the source. It also includes information which, although it may lawfully be disseminated, is not yet generally available”.

disseminada, de forma a torná-la disponível aos investidores em geral⁴⁰⁰. A agência ainda complementa que, para o propósito de determinação de *insider trading*, os *insiders* devem aguardar um tempo “razoável” após a divulgação antes de negociar, sendo que o que constitui tempo “razoável” depende das circunstâncias da disseminação⁴⁰¹.

Uma segunda questão que se coloca é que as informações não relevantes não precisam ser divulgadas ao mercado, por não necessariamente estarem sujeitas ao mecanismo de “*disclose or abstain from trading*”. De se notar que a disseminação pode até ser conveniente para a companhia, pelos mais diversos motivos, mas não há obrigação de veiculação.

As regras de divulgação obrigatória devem ter o propósito de assegurar ao mercado o acesso à informação adequada, isto é, aquela que o órgão regulador estabelece como suficiente e adequada em termos de quantidade e qualidade. O excesso de divulgação obrigatória pode ser, em verdade, contraproducente e ineficiente⁴⁰².

Com essa premissa da adequação quantitativa e qualitativa em mente, a disseminação que põe fim tanto ao dever de reserva quando à guarda do sigilo se dá por meio dos mecanismos institucionais de divulgação⁴⁰³, que incluem as informações periódicas, eventuais e aquelas decorrentes de eventos específicos. Entre as periódicas, destacam-se o Formulário de Referência, as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), as Informações Trimestrais (ITR) e a documentação atinente às assembleias gerais ordinárias. Entre as eventuais, de se ressaltar os anúncios de fato relevante, os comunicados ao mercado e os documentos atinentes às assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas. Em certos eventos, há regulamentação determinando a divulgação de outros documentos, como os prospectos em ofertas de distribuição de valores mobiliários, os instrumentos (ou editais) de oferta pública de aquisição (OPA) de valores mobiliários e assim por diante.

⁴⁰⁰ SEC. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading. 17 CFR Parts 240, 243 e 249, 15.08.2000, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>, acessado em 08.01.2018 (“*Information is nonpublic if it has not been disseminated in a manner making it available to investors generally*”).

⁴⁰¹ SEC. Idem (“*For purposes of insider trading law, insiders must wait a ‘reasonable’ time after disclosure before trading. What constitutes a reasonable time depends on the circumstances of the dissemination*”, citando o precedente *Faberge, Inc.*, 45 S.E.C. 249, 255 (1973)).

⁴⁰² Vide o já mencionado trabalho de PAREDES, Troy A. *Op. Cit.*, 2003.

⁴⁰³ Para uma visão abrangente do regime de disclosure, ver a Instrução CVM n.º 480/2009, Instrução CVM n.º 481/2009, Instrução CVM n.º 358/2002, Instrução CVM n.º 400/2003 e Instrução CVM n.º 361/2002.

Dentro desse panorama, tem especial relevo para o assunto em pauta, por razões visíveis, o anúncio de fato relevante que deve ser imediatamente veiculado, versando sobre ato ou fato que possa ter impacto ponderável na cotação de valores mobiliários ou na decisão de negociá-los ou de exercer direitos a eles relacionados⁴⁰⁴.

O cumprimento do dever de informar, não obstante, está longe de consubstanciar encargo trivial, na medida em que a estrutura regulatória posta não traça, de modo objetivo, uma linha identificando as informações que devem ser publicizadas e, ao revés, delega à administração da companhia a tarefa de se valer de um critério subjetivo de relevância (que será melhor tratado adiante), sob pena de sua própria responsabilidade pessoal.

Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro já denunciavam que o “*requisito de ‘relevância’ a que alude a alínea e do §1.º, bem como de ‘interesse legítimo da companhia’, a que faz referência o §5.º são variáveis e eminentemente subjetivos, ensejando dessa forma o abuso*”⁴⁰⁵.

De um lado, o critério subjetivo pode levar a abusos por parte de eventuais acionistas que possam descabidamente exigir a divulgação de informações excessivas, inclusive aquelas que sejam sigilosas, como segredos de negócio⁴⁰⁶, sob a justificativa do princípio da transparência e do direito à informação.

De outro, como alerta Luiz Antonio de Sampaio Campos, essa situação “*tem como resultado prático o inconveniente de incentivar o administrador de companhia aberta a divulgar, como fato relevante, informações que não necessariamente o sejam e mesmo a utilização do meio de divulgação como instrumento de marketing. Não surpreende, por isso, que muitos fatos relevantes divulgados no mercado não tenham qualquer reflexo na cotação ou no volume dos valores mobiliários da companhia negociados. Tem-se atribuído a esse fenômeno o nome de “hipertrofia do fato relevante”, que passa a ser tratado mais como um*

⁴⁰⁴ “A regulamentação administrativa da CVM estabelece a forma a ser adotada para conferir-se publicidade às informações relevantes, determinando que a sua divulgação ocorra mediante comunicado à CVM e à Bolsa de Valores ou entidade do mercado de balcão e publicação nos jornais de grande circulação. A publicação do “fato relevante”, porém, não constitui a única modalidade admitida para assegurar a observância do princípio da transparência; o atendimento a tal princípio ocorre também mediante a divulgação de informações periódicas e eventuais a respeito dos negócios da companhia, tais como as atas e editais de convocação de assembleias gerais, as reuniões da administração e, especialmente, as demonstrações financeiras anuais e as informações financeiras trimestrais” (EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES. *Op. Cit.*, 2011, p. 560).

⁴⁰⁵ *Op. Cit.*, vol. 2, 1979, p. 477.

⁴⁰⁶ TEIXEIRA e GUERREIRO. *Op. Cit.*, vol. 2, 1979, p. 477.

*veículo de comunicação de informações ao mercado, independentemente do potencial dessa informação de influir de modo ponderável na conduta do investidor*⁴⁰⁷.

A consequência desse horizonte é que um volume maior de informações, incluindo algumas desnecessárias ou mesmo irrelevantes, deixará de ser reservada ou sigilosa, pois serão disseminadas como técnica de proteção da própria administração, de acordo com a situação patológica acima constatada.

O sigilo, de todo modo, pesará sobre a informação que seja relevante e, cumulativamente, que ainda não tenha sido disponibilizada ao mercado em geral por meio de qualquer dos mecanismos institucionais.

4.3. O critério da relevância da informação

4.3.1. Contexto legal e regulamentar

Muito mais árdua é a tarefa de identificar as fronteiras que separam a informação relevante da não relevante. Para delinear melhor a noção de relevância, vale revisitar o teor das disposições legais e normas regulamentares.

O dever de sigilo previsto no §1º do art. 155 da Lei das S/A recai sobre informação que seja “capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários” (grifou-se). Em outras palavras, “*não se trata de toda e qualquer informação, mas apenas daquela que pode ocasionar alteração na cotação dos valores mobiliários, causando sua alta ou baixa*”⁴⁰⁸. Vale complementar, por medida de clareza, que não é qualquer alteração na cotação que assim a qualifica, mas a alteração sensível, em conceito similar à informação *price-sensitive* usado nos EUA.

Na mesma ordem de ideias, o dever de informar previsto no §4.º do art. 157 da Lei das S/A se torna impositivo na presença de informação que “*possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia*” (grifou-se).

⁴⁰⁷ CAMPOS. *Op. Cit.*, 2017, p. 862.

⁴⁰⁸ CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. Cit.*, 2002, p. 546. Mais recentemente, Eizirik define como relevante “*a informação que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando, uma vez divulgada, sua alta ou queda*” (*Op. Cit.*, vol. 2, 2011, p. 372-3).

Em vista das diferentes redações, há doutrinadores que adotam definição cumulando os preceitos do §4º do art. 157 e §1º do art. 155 para indicar que são informações relevantes “*aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores*”⁴⁰⁹.

Como explorado no item 3.4, a informação relevante é, para o tipo penal, aquela “*capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários*”⁴¹⁰. A informação relevante, assim, é aquela que potencialmente pode propiciar vantagem, i.e., exatamente a que pode influir ponderavelmente na cotação dos valores mobiliários ou na decisão de investidores de negociá-los ou de exercer direitos a eles relacionados.

Como é sabido, a noção de informação relevante, contida na Lei das S/A, foi adaptada do conceito de *materiality* oriundo do direito norte-americano aplicável ao mercado de capitais.

Não há, nos EUA, disposição legal, nem clareza, sobre o conceito de *material, non-public information*. Como explicam Cindy A. Schipani e H. Nejat Seyhun, informação relevante (“*material*”) é aquela que se enquadra em uma ou mais das seguintes categorias: (1) a informação será, com probabilidade significativa, considerada importante para um investidor médio em sua tomada de decisão de investimento; (2) a informação, se divulgada, seria “*vista por um investidor médio como tendo alterado significativamente o conjunto total de informações disponibilizadas ao mercado*”; ou (3) a informação, se divulgada, terá, com razoável certeza, efeito substancial sobre a cotação do valor mobiliário⁴¹¹.

⁴⁰⁹ PARENTE. *Op. Cit.*, 1978, p. 3. Exatamente no mesmo sentido, ver CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3.º volume, 6ª edição, revista e atualizada, 3ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 2015, p. 436.

⁴¹⁰ Trecho do art. 27-D da Lei n.º 6.385/76.

⁴¹¹ SCHIPANI, Cindy A.; e SEYHUN, H. Nejat. *Defining ‘Material, Nonpublic’: What Should Constitute Illegal Insider Information?*, 21 *FORDHAM J. CORP. & FIN. L.* 327 (2016), pp. 341-2. A categoria (1) “*there is a “substantial likelihood” that a “reasonable investor” would consider the information important in making an investment decision*” se origina do documento “*Market Practices Forum, Statements of Principles and Recommendations Regarding the Handling of Material Nonpublic Information by Credit Market Participants*” (2003), p. 4, disponível em <http://perma.cc/B9MZ-65DA> (acessado em 08.01.2018). A categoria (2) que diz que “*the disclosure of the information would be viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available*” foi extraído do precedente *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-32 (1988) (que cita o caso *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976)). A categoria (3) “*the disclosure of the information is “reasonably certain to have a substantial effect on the market*

Na Europa, desde a Diretiva 89/592/EEC⁴¹², informação privilegiada é definida como aquela que é “susceptível de influenciar de maneira sensível” (“*likely to have a significant effect*”) a cotação dos valores mobiliários. Essa norma foi substituída pela Diretiva 2003/6/EC⁴¹³, mais conhecida como a Diretiva de Abuso de Mercado, que, a seu turno, foi também substituída pelo atual Regulamento (EU) n.º 596/2014⁴¹⁴. As três normas europeias mantêm a mesma redação a esse respeito⁴¹⁵.

A *Ley del Mercado de Valores* espanhola se refere à informação que “poderia *influir ou ter influenciado de maneira apreciável*” a cotação dos valores mobiliários⁴¹⁶. O Código dos Valores Mobiliários português se refere à informação que “*seria idónea para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado*”⁴¹⁷. O *Code Monétaire et Financier* francês defere integralmente o significado de *informations privilégiées* ao Regulamento (EU) n.º 596/2014 na L. 465-1, I-C⁴¹⁸.

price of the security” vem do precedente *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 166 (2d Cir. 1980) (citing *SEC v. Bausch & Lomb Inc.*, 565 F.2d 8, 15 (2d Cir. 1977)).

⁴¹² Diretiva 89/592/EEC do Conselho Diretivo, datada de 13.11.1989, disponível em <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/592/oj> (acessado em 08.01.2018).

⁴¹³ Diretiva 2003/6/EC do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 28.01.2003, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj> (acessado em 08.01.2018).

⁴¹⁴ Regulamento (EU) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 16.04.2014, e que entrou em vigor em 03.07.2016, na maioria de suas disposições, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj> (acessado em 08.01.2018).

⁴¹⁵ Embora a redação da versão em inglês tenha sido mantido, a tradução para Português do Regulamento (EU) n.º 596/2014, mudou o vocábulo “susceptível” para “idónea”, de modo que é privilegiada a informação “idónea para influenciar de maneira sensível” as cotações dos valores mobiliários. O significado, porém, permanece o mesmo.

⁴¹⁶ A *Ley del Mercado de Valores* (Ley 24/1988, de 28.07.1988), como reformada em vista do Regulamento (EU) n.º 596/2014, prevê: “*Artículo 226. Información privilegiada. 1. Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación*” (grifou-se).

⁴¹⁷ “Art. 378.º - Abuso de informação (...) 4 — Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado, nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16.04.2014, e respetiva regulamentação e atos delegados”.

⁴¹⁸ “C. – *Au sens de la présente section, les mots: “information privilégiée” désignent les informations privilégiées au sens des 1 à 4 de l'article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 précité*”.

Diante desse quadro comparativo, percebe-se que as normas que se relacionam ao tema sob exame estão em clara convergência, existindo pouca disparidade para ser tratada em termos legislativos.

Retornando ao Brasil, em nível infralegal, a CVM regulamentou o assunto, inicialmente, por meio da Instrução CVM n.º 31/1984, que definiu informação relevante em seu art. 1.º reunindo os dois conceitos constantes dos arts. 155, §1.º, e 157, §4.º, da Lei das S/A da seguinte forma:

“Art. 1.º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta; ou

II - na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários; ou

III - na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Na Nota Explicativa n.º 28/1984, a CVM expôs que o raciocínio subjacente à norma regulamentar era de que a relevância da informação resulta do efeito que o ato ou fato que lhe dá conteúdo poderá ter sobre o mercado e sobre os investidores que nele atuam.

A norma que a substituiu, a Instrução CVM n.º 358/2002, trouxe, em seu art. 2.º, uma definição com o mesmo núcleo do art. 1.º da Instrução CVM n.º 31/84, com o acréscimo dos trechos sublinhados abaixo e a substituição da expressão “negociar” por “comprar, vender ou manter” no inciso II, *verbis*:

“Art. 2º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados” (grifou-se).

Como já acontecia na norma anterior, o inciso I do art. 2.º transpõe a expressão usada no §1º do art. 155 da Lei das S/A, o inciso II importa a linguagem do §4º do art. 157 da Lei das S/A e o inciso III complementa a definição para contemplar também a hipótese de exercício de direitos decorrentes da titularidade de valores mobiliários já detidos pelo investidor em questão.

As poucas mudanças da norma entre a Instrução CVM n.º 31/84 e a Instrução CVM n.º 358/2002 buscaram melhor disciplinar a possibilidade da negociação de derivativos, por meio das inserções “ou a eles referenciados”, incluir que decisões adotadas pelo controlador podem ser fatos relevantes e esclarecer as várias naturezas que os atos ou fatos podem ter, a saber política-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro. Com uma alteração pontual, adicionalmente, buscou-se ampliar o escopo das informações, afirmando que estão não somente aquelas “ocorridas” nos seus negócios, mas também aquelas “relacionadas” aos seus negócios.

Assim, os critérios a serem utilizados para medir a relevância da informação foram estabelecidos na Instrução tendo por base a sua potencialidade de vir a influir na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, ou na decisão dos investidores de negociarem com aqueles valores mobiliários, ou na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia.

O critério é flexível e aberto, devendo ser pensado de modo casuístico, de acordo com as circunstâncias de cada situação concreta, o que traz uma necessidade de constante reflexão e monitoramento, assim como o risco do julgamento, feito *a priori*, não se mostrar correto, *a posteriori*. Com isso, aumenta-se os custos de cumprimento, mas também não se enrijece a norma com um critério fixo que poderia abranger situações de mais ou de menos.

4.3.2. *Lista normativa exemplificativa*

A Nota Explicativa que acompanhou a Instrução CVM n.º 31/1984, esclareceu que a CVM decidiu identificar, exemplificativamente, como ocorre na legislação de outros países, alguns acontecimentos na vida societária que, no mais das vezes, acarretam tais efeitos relevantes. Dentre outros, o § único do art. 1.º incluiu, como potenciais atos e fatos

relevantes, a alienação de controle da companhia, oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro, incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia, alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia e assim por diante.

A inclusão do rol exemplificativo, embora não fosse *numerus clausus*, era – e continua a ser – particularmente importante para os administradores e controladores de companhias abertas, os quais passaram a ter critérios mais claros para os guiar a respeito de quais informações devem ser publicamente divulgadas e quais causam, em seu período de gestão, risco de responsabilização por *insider trading*, caso negociem valores mobiliários⁴¹⁹.

Na sequência, à exemplo da Instrução CVM n.º 31/1984, o art. 2.º, § único, da Instrução CVM n.º 358/2002 manteve a apresentação de um rol exemplificativo de atos e fatos “potencialmente” relevantes, contendo 22 hipóteses⁴²⁰. No Brasil, alguns dos eventos que mais ensejam o uso indevido de informação privilegiada são: alteração do controle acionário da companhia, operações de reorganização societária e informações financeiras ainda não divulgadas⁴²¹.

⁴¹⁹ EIZIRIK. *Op. Cit.*, 1984, p. 171.

⁴²⁰ “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; 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 agrupamento 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”.

⁴²¹ Comissão de Valores Mobiliários. “Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)”. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 13.

Essa lista exemplificativa inclui “*atos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (conforme art. 2º, parágrafo único)*”⁴²². Como acentuado pelo uso do vocábulo “potencialmente” no § único, as situações enumeradas em tal rol geralmente são relevantes, mas não necessariamente serão⁴²³. É o que a CVM já decidiu em julgado com voto condutor da então rel. Diretora Norma Jonssen Parente, que ressaltou que “*o fato relevante deve ser reconhecido como tal a partir da avaliação de sua repercussão no valor da companhia, não importando que figure no rol exemplificativo da Instrução CVM 358/2002*”⁴²⁴.

Nos EUA, em linha similar, na Nota de Divulgação que acompanhou a Regulation FD, em 2000, a SEC identificou os seguintes atos ou fatos como tipos de informação ou eventos que devem ser examinados, com cuidado, para determinar se são ou não relevantes: (1) informações financeiras e resultados, (2) fusões, aquisições, ofertas públicas de aquisição, *joint-ventures* ou transferência de ativos; (3) novos produtos, descobertas ou notícias relacionadas com clientes ou fornecedores (e.g., a aquisição ou perda de um contrato), (4) mudança de controle ou de administração; (5) mudança de auditores ou recebimento de notificação de auditor informando que a emissora não receberá um relatório de auditoria da empresa; (6) eventos ligados aos valores mobiliários da emissora – e.g., inadimplemento em valores mobiliários sêniores, resgate de valores mobiliários, planos de recompra, desdobramentos de ações ou mudanças em seus dividendos, alterações nos direitos dos detentores de valores mobiliários, vendas públicas ou privadas de valores mobiliários adicionais; e (7) falência, recuperação judicial ou extrajudicial⁴²⁵.

⁴²² SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH. *Op. Cit.*, 2012, p. 144 (grifou-se). Vide, também, em doutrina, BARBOSA, Marcelo. *Op. Cit.*, 2016, p. 291. Nesse sentido, em 2007, o Colegiado se posicionou, em decisão de relatoria do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, da seguinte forma: “[a] Instrução 358/02 ainda complementa o art. 157, §4.º, com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (ver art. 2.º, § único). Essa lista, no entanto, nem exaure as possibilidades de fato relevante nem determina um fato relevante, sendo necessário, sempre, analisar os dados concretos do fato e da companhia a que ele se refere” (PAS CVM n.º RJ2006/4776, v.u., j. 17.01.2007).

⁴²³ Com a mesma opinião, EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES. *Op. Cit.*, 2011, p. 559.

⁴²⁴ PAS n.º RJ 2002/1822, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, m.v., julgado em 06.05.2005.

⁴²⁵ A SEC declarou na Nota Explicativa acima mencionada que: “*the following items are some types of information or events that should be reviewed carefully to determine whether they are material: (1) earnings information; (2) mergers, acquisitions, tender offers, joint ventures, or changes in assets; (3) new products or discoveries, or developments regarding customers or suppliers (e.g., the acquisition or loss of a contract); (4) changes in control or in management; (5) change in auditors or auditor notification that the issuer may no longer rely on an auditor's audit report; (6) events regarding the issuer's securities -- e.g., defaults on senior securities, calls of securities for redemption, repurchase plans, stock splits or changes in dividends, changes to the rights of security holders, public or private sales of additional securities; and (7) bankruptcies or receiverships*” (SEC. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading. 17 CFR Parts 240, 243 e 249, 15.08.2000, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>, acessado em 08.01.2018).

A exemplo do rol contido na Instrução CVM n. 358/2002, a lista da SEC é meramente indicativa, sendo necessário uma avaliação diante das circunstâncias específicas de cada caso, pois, mesmo as hipóteses acima descritas, como se viu, podem não ser relevantes, a depender do impacto ou repercussão no valor da companhia.

4.3.3. *Influência ponderável*

A palavra “ponderável”, por certo, foi cuidadosamente escolhida para que a definição de informação relevante não fosse tautológica, dizendo que é relevante a informação que tem influência ou impacto relevante.

De todo modo, o raciocínio é, de fato, circular e o uso do vocábulo “ponderável” para adjetivar o impacto da informação tem o mesmo efeito que o uso de significância ou de relevância teria, ou seja, será relevante a informação que influir, de modo ponderável, significativo ou relevante, na cotação de valores mobiliários, na decisão de investidores de negociá-los ou de exercer direitos a eles associados.

Ao revés, importante salientar, não é relevante aquela informação que influi de um modo que não atinja o patamar de ser ponderável, significativo ou relevante. A ressalva é importante, pois não se trata de determinação binária em que uma informação será relevante ou irrelevante, havendo uma escala de influência a ser aferida.

Dito de outro modo, ainda que a informação tenha alguma influência sobre a cotação e a decisão do investidor, somente após concluir-se que tal impacto é ponderável, significativo ou sensível é que se estará diante de uma informação que se pode chamar de relevante, que merece divulgação por meio de anúncio de fato relevante e que pode ensejar a responsabilização por *insider trading*.

Como é intuitivo, a medida em que a informação tem impacto sobre o preço ou a decisão de investimento será maior ou menor, de forma gradual, em sintonia com as circunstâncias específicas, sem uma fórmula pronta, donde decorre a dificuldade, mas também a importância, de se buscar melhor circunscrever os critérios para traçar essa linha.

De modo similar, é importante ressaltar que os mercados estão em constante evolução, o que exige que a relevância da informação seja avaliada dinamicamente, pois a informação que hoje não é relevante, poderá se tornar no futuro, diante de um novo contexto, de mudanças na companhia, em seus valores mobiliários ou no mercado em geral.

4.3.4. Poder de influir sobre a cotação e sobre a decisão dos investidores

Os critérios de influir significativamente (i) na cotação dos valores mobiliários; (ii) na tomada de decisão pelos investidores para comprar, vender ou manter os valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer direitos relacionados aos valores mobiliários, todos, guardam relação de interdependência lógica, em que qualquer deles pode ser causa de alteração no outro a depender das circunstâncias.

Em julgado da CVM de 2007, da lavra do então Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, discorreu-se de forma profunda a respeito da questão da relevância, de sorte que vale se socorrer de diversas passagens e reflexões assinaladas em tal julgado ao longo deste item 4.3.

Sobre a diferença entre os vários critérios, ao comentar a dicção dos incisos do art. 2.º da Instrução CVM n.º 358/2002, o voto deixou nítida a visão de que, “[c]omo o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e de vender), ele também está implícito no §4º do art. 157 da Lei 6.404/76”⁴²⁶. O mesmo raciocínio vale para o exercício de direitos relacionados aos valores mobiliários, isto é, são três critérios entrelaçados e o impacto sobre um critério, em regra, terá impacto em cadeia sobre os demais.

Além disso, a precisa decisão do Colegiado esclarece que a avaliação da relevância busca a resposta se o ato ou fato “pode” influenciar, não exigindo efetiva influência, bastando ter “força suficiente” para influir⁴²⁷, uma potencialidade a ser analisada pelo intérprete.

Em linha similar, Nelson Eizirik dizia que “[t]rata-se de norma flexível, a ser portanto analisada diante de cada caso concreto; em princípio, o fato é relevante na medida em que, sua divulgação terá um impacto razoável sobre a cotação das ações da companhia. O administrador deve, assim, projetar o possível comportamento do investidor médio frente a tais informações”⁴²⁸.

⁴²⁶ PAS CVM n.º RJ2006/4776, v.u., Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. 17.01.2007.

⁴²⁷ PAS CVM n.º RJ2006/4776, v.u., *Idem*.

⁴²⁸ *Op. Cit.*, 1983, p. 51.

A SEC reconhece que julgamentos sobre a relevância podem ser difíceis, mas, de outro lado, a agência expôs que não entende ser apropriado cuidar dessa dificuldade usando uma regra de linha demarcatória ou uma lista enumerativa de itens “relevantes” para os propósitos da Regulation FD⁴²⁹. Isso não impediu a SEC de divulgar, como vimos, ao menos, uma lista indicativa – ainda que mais curta que a brasileira – com potenciais atos e fatos que podem configurar informação relevante. Na doutrina norte-americana e também na nossa, reconhece-se que o juízo, a ser feito pela administração, tem de projetar os seus efeitos futuros, com a finalidade de avaliar se a informação é relevante ou não, antes mesmo de sua divulgação (ou seja, um julgamento *ex ante*)⁴³⁰.

Do lado da companhia aberta, mesmo que a projeção não se concretize, o administrador não poderá ser responsabilizado tão-somente por não ter projetado de antemão o possível comportamento da cotação das ações da companhia. A tarefa é deveras complexa e se o administrador empregou diligência razoável ao formular um juízo embasado sobre a probabilidade de impacto, não há que ser sancionado.

No já mencionado julgado abordando o dever de divulgar, o Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa⁴³¹ ponderou que essa avaliação é mais fácil quando o impacto do fato sobre os negócios da companhia for direto. Assim, por exemplo, a paralisação de uma linha industrial será relevante se afetar significativamente as operações da companhia, o trânsito em julgado de uma decisão judicial será relevante se o montante envolvido for significativo em comparação ao patrimônio líquido dela ou, ainda, a obtenção de um empréstimo pode ser relevante, embora em geral seja um ato ordinário, caso tenha desdobramentos significativos, como viabilizar uma aquisição ou dar início a um projeto industrial substancial.

⁴²⁹ No original, “[w]hile we acknowledged in the Proposing Release that materiality judgments can be difficult, we do not believe an appropriate answer to this difficulty is to set forth a bright-line test, or an exclusive list of “material” items for purposes of Regulation FD” (SEC. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading. 17 CFR Parts 240, 243 e 249, datado de 15.08.2000, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>, acessado em 08.01.2018).

⁴³⁰ HORWICH, Allan. *The Mosaic Theory of Materiality – Does the Illusion Have a Future?* In: Securities Regulation Law Journal, Forthcoming; Northwestern Law & Econ Research Paper No. 14-05, May 13, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2397445> (acessado em 08.01.2018). No mesmo sentido, a já mencionada Nota Explicativa que acompanhou a divulgação da Regulation FD. Entre nós, ver CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 862: “A situação, sem dúvida, não é fácil, não só porque envolve juízo subjetivo e prospectivo, mas também porque a palavra final, do ponto de vista administrativo, será da CVM, que poderá impor ao administrador sanções pela não divulgação do fato relevante”.

⁴³¹ PAS CVM n.º RJ2006/4776, *Idem*.

O impacto, contudo, nem sempre é direto e mensurável como aventado acima. O ajuizamento de uma demanda judicial ou o já mencionado exemplo da concessão de um empréstimo podem ser eventos sem significância, não relevantes, mesmo porque a demanda pode ser futuramente julgada improcedente e o empréstimo pode ser pago regularmente ao credor. A demanda será relevante ou não a depender da decisão a ser tomada por terceiros, pertencentes ao Poder Judiciário, e o repagamento do empréstimo dependerá de diversas condições, muitas das quais estão além do poder de influência da administração e são imprevisíveis. Daí a dificuldade, maior ou menor, dependendo de cada situação, de se prever *ex ante* se a informação é relevante ou não com base na probabilidade

Transportando a problemática para a questão em estudo, a situação pode se tornar ainda mais pantanosa a depender das circunstâncias. Se é tormentosa a identificação dessa linha divisória por um *insider* que tem acesso a fartas informações sobre a companhia, uma pessoa que não esteja afeita ao dia-a-dia da companhia terá ainda mais dificuldade em decidir se pode ou não negociar os valores mobiliários, especialmente se não tiver sido avisado da natureza privilegiada da informação ao recebê-la. De relevo lembrar que a larga maioria dos casos que correm perante a CVM são de *insiders* de mercado, ou seja, pessoas que não estão dentro da companhia e de algum modo receberam a informação.

4.3.5. O investidor médio

Na linha do que se convencionou nos Estados Unidos, Nelson Eizirik esclarece que é relevante aquela informação que seria levada em consideração por um “investidor médio” ao negociar os valores mobiliários⁴³².

De fato, nos EUA, de acordo com a Rule 10b-5 um fato é relevante se há probabilidade substancial de um acionista médio (*reasonable shareholder*) a considerar importante na sua tomada de decisão de investimento⁴³³. Um fato omitido é relevante se há probabilidade substancial de que a divulgação do fato omitido seria considerada pelo

⁴³² *Op. Cit.*, vol. 2, 2011, p. 373. MÜSSNICH, *Op. Cit.*, 2017, pp. 36-7. O investidor médio se ampara no homem médio, o *bonus pater familias*, que é tomado “como símbolo e medida de diligência ordinária” (HUNGRIA, Nelson. *Comentários ao Código Penal*. vol. I, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 189), não estando necessariamente provido de capacitação adequada para gerir uma sociedade anônima.

⁴³³ No original, “*if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important*” (Basic, 485 U.S., pp. 231-32).

investidor médio (*reasonable investor*) como tendo alterado significativamente o ‘conjunto total’ de informações disponíveis⁴³⁴.

Assim, a relevância é uma determinação essencialmente feita em torno do conceito de *reasonable investor*. É importante, a respeito, lembrar da dicotomia bem mencionada por Casey Kobi, entre o investidor médio e o investidor profissional, ressaltando que as regras de divulgação (*disclosure*) não se voltam a proteger os investidores profissional, mas o investidor médio⁴³⁵. Investidor médio, assim, ainda que seja um padrão vago, certamente não nos leva a exigir do acusado um discernimento que um analista de um banco de investimento ou o gestor de carteira de uma empresa de *asset management* teriam, e também não permite compará-lo a alguém que nunca ouviu absolutamente nada de mercado de capitais e financeiro.

A respeito do tema, Amanda Rose realça que a figura do *reasonable investor* tem, também nos EUA, um ancestral muito bem conhecido e historiado, que é o *reasonable man*, criado no âmbito da *Common law* em ações decorrentes de responsabilidade por *torts* (ilícitos extracontratuais)⁴³⁶. Contudo, o “investidor médio” é, na melhor das hipóteses, uma figura obscura, descrita somente de forma genérica em votos de magistrados como alguém para o intérprete identificar caso-a-caso⁴³⁷. A dificuldade surge, assim, pela ausência de parâmetros que possibilitem a identificação do investidor médio e, mais importante, a determinação de como o investidor médio toma suas decisões a respeito de investimentos no mercado. A incerteza em torno do conceito do investidor médio, inclusive, leva a uma maior pressão para a celebração de acordos em casos de litígios envolvendo o mercado de valores mobiliários⁴³⁸.

Os fragmentos de decisões judiciais sobre as características do investidor médio levam a maioria dos doutrinadores a abordá-lo como uma pessoa física racional, com um

⁴³⁴ No original, “a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available” (*Basic*, 485 U.S. em p. 231-32 (citando, também, *TSC*, 426 U.S. em p. 449)).

⁴³⁵ KOBİ, D. Casey. *Wall Street v. Main Street: The SEC's New Regulation FD and Its Impact on Market Participants*. In: 77 Ind. L.J. 551, 567 (2002), p. 566.

⁴³⁶ ROSE, Amanda M. *The 'Reasonable Investor' of Federal Securities Law: Insights from Tort Law's 'Reasonable Person' & Suggested Reforms (August 9, 2016)*. In: *Journal of Corporation Law*, vol. 43 (2017, a ser publicado); Vanderbilt Law Research Paper No. 17-05, p. 4. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2840993> (acessado em 08.01.2018).

⁴³⁷ ROSE, *Op. Cit.*, 2017, p. 3.

⁴³⁸ ROSE, *Op. Cit.*, 2017, p. 7.

grau básico de sofisticação financeira. O investidor médio entenderia bem os conceitos fundamentais do mercado, tais como o valor do dinheiro no tempo, os riscos de confiar em projeções e estimativas e o potencial de dificuldades imprevisíveis no lançamento de novos produtos⁴³⁹.

O professor Donald C. Langevoort o descreve como uma figura conceitual, quase mítica, em que poucos realmente acreditam, de um investidor que seria honesto e racional, mas limitado em sua capacidade, em prol de quem, aliás, a SEC dedica boa parte de seus esforços⁴⁴⁰. Esse investidor médio demanda uma quantidade substancial de divulgação obrigatória e a avalia cuidadosamente ao fazer seus investimentos, desde que ela esteja apropriadamente exposta (e.g., em linguagem clara)⁴⁴¹.

As principais críticas que essa abordagem sofre advêm do campo das finanças comportamentais que ditam que o investidor não age de modo totalmente racional, reagindo em muitos casos com base em heurísticas e vieses⁴⁴².

Não há dúvida de que o homem totalmente racional que embasa a hipótese dos mercados eficientes é uma ficção teórica. Mas, por outro lado, a proposta de criar um investidor médio incorporando alguns vieses comportamentais esbarra em dificuldades para ser implementado na prática, além de haver contundentes críticas afirmando que a abordagem é indesejável e inconveniente.

Se no campo da divulgação de informações, essa proposta de incorporar vieses é uma tarefa que certamente vai levar a erros⁴⁴³, no campo do combate ao *insider trading* sua aplicação multiplica exponencialmente as incertezas que recairiam sobre a lógica impondo uma condenação sancionatória.

Se havia qualquer esperança de que o uso do ilustre desconhecido investidor médio fosse abandonado, a Suprema Corte norte-americana a dissipou ao reafirmar, em julgamento

⁴³⁹ ROSE, *Op. Cit.*, 2017, p. 19-20.

⁴⁴⁰ LANGEVOORT, Donald C. *Taming the animal spirits of the stock markets: a behavioural approach to Securities Regulation*. In: Northwestern University Law Review, vol. 97, n. 1, pp. 135-188 (2002-2003).

⁴⁴¹ Texto original: “*the typical retail investor is very much an earnest and rational person, but with bounded capacity. He wants a substantial amount of government-mandated disclosure and evaluates it fairly carefully in making his investment decision so long as it is packaged properly (e.g., in ‘plain English’)*”.

⁴⁴² Vide item 2.8.3.

⁴⁴³ Nesse sentido, ver CHOI, Stephen J.; e PRITCHARD, A. C. *Behavioral Economics and the SEC*. In: Stanford Law Review, vol. 56, n.º 1, pp. 1-74 (outubro 2003).

recente, havido em 2015, o uso de tal conceito para determinar se a omissão de um fato relevante tornava uma divulgação enganosa⁴⁴⁴.

Embora a abordagem devesse ser “objetiva”, usando-se de parâmetro o “investidor razoável”, a SEC não raramente parte para uma abordagem “subjetiva” e usa o comportamento de investidores específicos como indicador ou justificativa para confirmar a relevância e em alguns casos as cortes norte-americanas acolheram o argumento.

Na Europa, o recente Regulamento (EU) n.º 596/2014 previu, em seu considerando (14), o quanto segue: *“Os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis ex ante. Por conseguinte, a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível ex ante. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão”*.

E, mais adiante, no art. 7º, item 4, do Regulamento (EU) n.º 596/2014, o conceito é usado para explicar um dos elementos que definem “informação privilegiada”, ao dispor que *“entende-se informação que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros, dos instrumentos financeiros derivados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão, a informação que um investidor razoável utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento”* (grifou-se).

Entre nós, além da menção que Eizirik faz ao tema noticiando a adoção do critério nos EUA, Fernando de Andrade Mota refere que *“[o] investidor médio seria aquele que não está nem no extremo de desconsiderar qualquer informação acerca da companhia, nem no de ter a sua decisão influenciada por todo dado ou mínima oscilação em um outro indicador*

⁴⁴⁴ Ver *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 135 S. Ct. 1318 (2015).

financeiro”⁴⁴⁵. E mais a frente, afirma que se busca um “*conceito de investidor abstrato, formulado a partir do comportamento dos investidores de mercado em geral*”⁴⁴⁶.

Na CVM, há alguns atos e decisões que fazem referência ao investidor médio. Uma primeira menção encontrada foi no julgamento do PAS n.º RJ2002/8428⁴⁴⁷, na declaração de voto do então Presidente da CVM, Marcelo Trindade, discorrendo a respeito do uso da ferramenta de administração de risco denominada VAR (*Value At Risk*), comumente utilizada no mercado de fundos de investimentos. O ilustre Diretor opina que o VAR não deveria ser sequer mencionado em regulamentos de fundos e sustenta que “[*e*]m geral, o VAR transmite uma sensação de segurança para o investidor médio que não corresponde à sua natureza”.

Para um gestor de recursos ou analista de valores mobiliários, o VAR será um cálculo trivial e corriqueiro. Para o investidor de varejo, talvez seja pouco compreensível em seus detalhes e pode ser algo distante e inacessível.

Em resposta a um requerimento da BM&FBovespa pleiteando que os investidores pudessem escolher se recebem ANA - Avisos de Negociação de Ação em forma eletrônica ou física, o Presidente Marcelo Trindade, em declaração de voto datada de 20.06.2006⁴⁴⁸, equiparou o investidor médio a um consumidor, referindo que o investidor tem “*conhecimento financeiro muito aquém do desejável*”, se amparando em declaração de Sir Callum McCarthy, Chairman da FSA inglesa, que mencionava “*consumer actions*”, “*consumer*” e “*(...) whether or not the consumer has read a contract will not often be the decisive on determining question in assessing liability*”. Este “investidor médio” não poderia ser responsabilizado por termos contratuais, o que levaria a um questionamento fundamental sobre a efetividade de se alicerçar direitos e deveres no mercado de capitais nas regras de *disclosure*.

⁴⁴⁵ *Op. Cit.*, 2015, p. 122.

⁴⁴⁶ *Op. Cit.*, 2015, p. 123.

⁴⁴⁷ PAS n.º RJ2002/8428, j. 14.10.2004, v.u., Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos.

⁴⁴⁸ Processo Administrativo CVM SP2005/0311. O processo gerou outra proposta que terminou por ser aceita pelo Colegiado em 14.08.2008.

Em um caso peculiar⁴⁴⁹, uma corretora, segundo o relato da decisão, falhou na execução de ordens de negociação dadas por um investidor e o representante da instituição acobertou o fato em duas ocasiões, em clara violação à regulamentação. A BSM – BM&FBovespa Supervisão de Mercados, que mantém um mecanismo de ressarcimento de prejuízos sofridos por investidores, teria negado ressarcimento “alegando insuficiência de provas de que a operação tenha efetivamente se realizado”.

O Diretor Marcos Barbosa Pinto pontuou que o argumento era descabido e informou que a “*gerência jurídica da BSM chegou a argumentar que um investidor médio perceberia essa farsa, dada a inobservância de regras básicas do funcionamento do mercado futuro, como o depósito de margem e a realização de ajustes diários*”. Em relação a questão, o Diretor comentou que “*a suposição de que um investidor diligente médio notaria não haver operação alguma em seu nome é bastante incerta. Para isso, ele teria que duvidar das informações do Gerente, seu principal contato junto à Reclamada. Acho bastante razoável que o Reclamante só tenha posto em dúvida as informações recebidas por esse profissional depois de tentativas frustradas de resgatar os valores que julgava possuir em sua conta corrente*”. Aqui, novamente, tem-se um investidor médio sem muita diligência no cuidado de seu patrimônio e talvez sem um conhecimento mais apurado financeiro.

No âmbito de processos sancionados relativos a *insider trading*, o Colegiado fez menção ao conceito no julgamento do PAS CVM n.º 06/2003, em que ficou dito que, “[p]ara a aferição da relevância da informação, a lei estabelece parâmetros (art. 157, § 4º da LSA), posteriormente complementados pela regulamentação da CVM (art. 2º da Instrução CVM n.º 358/2002). A jurisprudência norte-americana, como assinala Nelson Eizirik produziu um entendimento que bem sintetiza o espírito dos dispositivos aludidos: *fato ou ato relevante é qualquer fato ou ato que seria levado em consideração por um investidor médio ao negociar com ações*”⁴⁵⁰ (grifou-se).

Em outro PAS, o conceito foi mencionado no contexto da realização de conjuntos de operações semelhantes nos mercados de opções e termo, por agentes autônomos de

⁴⁴⁹ Processo Administrativo n.º 2010-10272, Reg. Col. N.º 7248/2010, interessados: Cristiano Prata Resende, Um Investimentos S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, Assunto: Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, Diretor Relator: Marcos Barbosa Pinto, datada de 16.10.2010.

⁴⁵⁰ PAS CVM n.º 06/2003, Dir. Relatora Norma Jonssen Parente, v.u., j. 14.09.2005. O mesmo texto é transcrito nos julgamentos dos casos PAS RJ2013/5793, j. 27.01.2015, v.u., Rel. Diretora-Relatora Luciana Dias; PAS CVM n.º RJ2013/10909, j. 18.03.2015, v.u., Diretora-Relatora Luciana Dias; PAS CVM n.º RJ2012/8010; PAS CVM n.º SP2013/12, j. 18.08.2015, v.u., Diretora-Relatora Luciana Dias.

investimento (“AAIs”), utilizando a mesma estratégia, nos mesmos ativos, realizadas por diferentes investidores (ou em nome destes), em horários muito próximos ou concomitantes. O voto considera que “os principais indícios de exercício irregular da atividade de administração de carteira por parte dos AAIs apontado pela SMI consistem na realização simultânea, ou em intervalos muito próximos de tempo, de operações quase idênticas e complexas demais para serem executadas, ou até mesmo compreendidas, pelo investidor médio, assim como nas reclamações apresentadas por vários investidores”⁴⁵¹. Exemplos dessas operações seriam: “(i) financiamento por meio de venda de ativo à vista e compra do mesmo ativo a termo; (ii) rolagem de opções por meio da compra de opções de compra com vencimento próximo e do lançamento de opções de compra com data de exercício mais distante; (iii) operações de day trade; e (iv) simples operações de compra e venda de ativos no mercado à vista”. Em termos de complexidade, certamente não são operações que um investidor de varejo consiga estruturar ou entender, de modo que, neste caso, deixou-se bem claro que o operador de dia-a-dia (o chamado *trader*) não é o investidor médio.

Em outro caso, não publicado ainda, a CVM noticia uma decisão em processo contra o Diretor de Relações com os Investidores, no sentido de que “um ‘investidor médio e razoável’ não avaliaria somente as notícias relacionadas à holding pura, sem considerar informações relevantes divulgadas pela principal e tradicional subsidiária, o Diretor Relator concluiu que, no caso, não se poderia interpretar o dever de divulgação de Fato Relevante de forma histórico-formal, sem atentar para seu objetivo de nivelamento informacional, o que, no caso, seria atingido pela divulgação da informação pela subsidiária pública, que estava diretamente envolvida na operação”⁴⁵².

Em 27.10.2015, o Colegiado apreciou acusação contra Diretor de Relação com Investidores pela não divulgação e também pela veiculação com atraso de fato relevante. Nesse caso, a CVM expressamente acolheu o precedente da Suprema Corte norte-americana de *Basic v. Levinson*, fazendo alusão que, para que a exigência de relevância seja cumprida, “deve haver uma probabilidade substancial que a divulgação do fato omitido teria sido vista

⁴⁵¹ PAS CVM n.º SP2012/374, v.u. em parte e m.v. em outra, j. 19.07.2016, Diretor-Relator Gustavo Borba.

⁴⁵² Notícia de 31.05.2015: “Colegiado absolve DRI de holding”, no PAS n.º RJ 2015/8116, m.v., j. 30/05/2017, Diretor-Relator Gustavo Borba. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170531-5.html> (acessado em 08.01.2018).

pelo investidor razoável como tendo significativamente alterado o ‘mix total’ de informações disponibilizadas”⁴⁵³.

O conceito não foi encampado em normas, mas é também referido em audiências públicas e outros documentos relacionados à produção regulatória da CVM.

Na Exposição de Motivos da Audiência Pública n.º 03/2006, de 05.04.2006⁴⁵⁴, a respeito de normas do mercado de fundos, distinguiu-se, de um lado, o “investidor médio” e, de outro, o “investidor qualificado”.

No Edital de Audiência Pública SDM 03/2014, datada de 28.04.2014, em que se discutia a criação da categoria de “investidores profissionais”, a mesma distinção veio novamente à tona:

“Primeiro, as pessoas jurídicas e naturais serão consideradas, pelo critério de patrimônio, “investidores profissionais”, quando possuírem investimentos financeiros superiores a R\$ 20 milhões, e “investidores qualificados”, quando possuírem investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão”.

Esses valores são resultado de estimativas sobre: (i) o patrimônio a partir do qual é racional o investidor médio dedicar parte relevante do seu tempo à administração dos seus investimentos financeiros e, assim, passar a conhecer melhor o mercado de capitais; e (ii) o patrimônio mínimo que permite ao investidor ter acesso a prestadores de serviço que o auxiliem na administração de seus recursos. (...)

Os “investidores profissionais” são pessoas que atuam cotidianamente no mercado financeiro ou que, devido ao patrimônio elevado, podem contratar prestadores de serviço capazes de auxiliá-los em decisões de investimento envolvendo universo amplo de ativos. Os “investidores qualificados”, por sua vez, incluem os investidores profissionais e algumas outras pessoas que necessitam de tutela regulatória maior do que a dos investidores profissionais”.

⁴⁵³ PAS CVM n.º RJ2014/2314, j. 27.10.2015, Diretor-Relator Gustavo Tavares Borba.

⁴⁵⁴ “Tratamento distinto será conferido aos fundos para investidores qualificados em que o regulamento exija investimento inicial mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Em relação a esses fundos, adotou-se a premissa de que os investidores tenham ainda maior qualificação, e a opção pelo investimento em ativos disponíveis nos mercados financeiro e de capitais seja motivada por razões distintas das que movem o investidor médio, mesmo qualificado. Supõe-se, portanto, que o investidor que aplique em um fundo com tal característica esteja apto a analisar adequadamente os riscos inerentes a quaisquer ativos financeiros, tendo, portanto, acesso direto às diversas modalidades de investimento disponíveis”.

Essas alterações foram implementadas com a edição da Instrução CVM n.º 554, de 17.12.2014, com o limite mínimo para um investidor ser considerado profissional sendo reduzido para R\$10 milhões em sua versão final.

No Relatório de Análise dos comentários à Audiência Pública SDM n.º 11/2016⁴⁵⁵, em que se discutia a antiga norma sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários, menciona-se que o investidor médio não contrata consultores de valores mobiliários em regime de exclusividade.

Outra ponderação interessante é que o investidor médio do mercado de ações pode não ser o mesmo do mercado de debêntures, tampouco aquele do mercado de fundo de investimentos⁴⁵⁶.

No Poder Judiciário, não foram encontradas menções específicas ao investidor médio, embora um julgado do Superior Tribunal de Justiça tenha resvalado na questão, ao analisar a capacidade do homem médio de entender o risco de produtos financeiros – no caso, tratava-se de derivativos, *verbis*:

“RECURSO ESPECIAL - OFENSA AO ART. 535 DO CPC – INEXISTÊNCIA - INVESTIMENTO EM FUNDOS DERIVATIVOS - RISCO DA APLICAÇÃO - CONHECIMENTO DO CONSUMIDOR-PADRÃO - VIOLAÇÃO DO DIREITO DE INFORMAÇÃO - INEXISTÊNCIA - RECURSO IMPROVIDO.

1. Não há que se falar em omissão no acórdão prolatado pelo Tribunal de origem, quando apreciadas todas as questões que lhe foram devolvidas pela apelação.

2. O fornecedor de serviços que causem riscos, normais e previsíveis, aos consumidores, tem o dever de dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito, ou seja, acerca da natureza e fruição dos serviços, considerando, para tanto, o conhecimento do homem médio, consumidor-padrão.

3. No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para

⁴⁵⁵ CVM. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Processo CVM RJ/2006-5754, 17.11.2017, p. 65.

⁴⁵⁶ A existência desses perfis diversos está implícita na afirmação da CVM de que “[c]om isto, reduz-se a diferença entre o perfil destes investidores e o perfil de investidor médio de toda a indústria de fundos, que sempre apresentou menores taxas de concentração em fundos de “renda fixa” (71% em 2005 e 66% em 2006, ante os 88% e 82% dos investidores de varejo no mesmo período)” (CVM. “Evolução dos fundos brasileiros de varejo no ano de 2006”. 2.º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento. Abril de 2007, p. 14).

perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio.

*4. Recurso a que se nega provimento*⁴⁵⁷.

Não há na ementa, nem no corpo do acórdão, digressões adicionais sobre o consumidor padrão, mas é interessante notar que, novamente, não se entende o homem médio como uma pessoa de elevada capacidade de apreensão sobre os produtos do mercado financeiro e de capitais.

Das diversas opiniões acima esposadas, a figura do investidor médio, ou investidor razoável, parece ser a de uma pessoa razoavelmente racional e de bom senso, que toma suas decisões dedicando um certo esforço, sem excessos, pois não é profissional da área, com base em fundamentos básicos de finanças, administração e jurídicos.

Cabe uma reflexão, porém, se é o caso de se utilizar um padrão baixo de conhecimento. A uma, pois usar um investidor de capacidade limitada torna menos previsível e mais errática a provável decisão que seria tomada a respeito da relevância. A duas, pois as ações em circulação, o chamado *free float*, por razões históricas, conta com uma participação intensa de investidores profissionais e estrangeiros e percentual relativamente limitado de pessoas físicas. Essa situação deriva das elevadas taxas de juros, que resultam em um cenário de pouco incentivo para os poupadores tomarem o risco inerente a investimentos em renda variável. Como há dados públicos a respeito da composição do *free float*, a questão merece maior estudo, sob a ótica empírica, para comparar os perfis dos investidores das diversas companhias abertas brasileiras, de acordo com setor, dispersão e liquidez, e analisar seu comportamento, em vista de novidades na vida social. Seria uma análise de grande valia para se conseguir uma melhor aproximação teórica das características do “investidor médio” brasileiro.

4.3.6. Alteração da cotação após a divulgação

Um dos fatores recorrentemente mencionados para se verificar a relevância de uma dada informação se apoia nos efeitos que a divulgação de tal informação impõe ao mercado.

⁴⁵⁷ STJ, REsp n.º 1.003.893- RJ (2007/0259170-0), 3ª Turma, v.u., relator Min. Massami Uyeda, j. 10.08.2010.

Dois precedentes administrativos da CVM são sintomáticos dessa recorrência. Em voto já mencionado, o então Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa articula que o movimento das cotações após a publicação da informação pode fornecer indícios de sua relevância. Caso o preço dos valores mobiliários se altere logo após a divulgação da informação, é importante averiguar se tal movimentação foi suficientemente substancial para indicar a relevância da informação⁴⁵⁸. No mesmo diapasão, em um caso em que não ocorreu oscilação atípica na cotação das ações após a divulgação dos fatos tidos por relevantes, o Diretor Marcos Barbosa Pinto deixou claro que a ausência de oscilação atípica é, sem dúvida, um importante indicativo, embora não seja suficiente para afastar por si só a infração⁴⁵⁹.

É prudente a ressalva de que a oscilação atípica ou a falta dela pode ser um indício a ser sopesado na avaliação da relevância, mas que não deve ser considerada de modo definitivo. Como já frisado, pode ser muito difícil projetar *ex ante* os efeitos da publicação da informação sobre o mercado.

Em alguns julgados, as cortes norte-americanas utilizaram a variação da cotação do valor mobiliário como parâmetro determinante da relevância, sob a justificativa de que o critério estabelecido em *TSC* era de que a informação deveria ser “*razoavelmente certa a ter um efeito substancial na cotação de mercado de tal valor mobiliário*”⁴⁶⁰. Em outro caso, assentou-se que o critério da relevância requer a demonstração de que há uma probabilidade substancial de que, sob todas as circunstâncias, o fato “*teria assumido real significância nas decisões de um investidor razoável*”⁴⁶¹.

Uma polêmica pertinente já tocada anteriormente diz respeito ao requisito de intenção de obtenção de ganhos. Além de indício da ausência de significância, a falta de variação da cotação ou mesmo a variação em um sentido contrário ao que se esperaria, conduzem ao fracasso em se obter vantagem econômica substancial. Se a pessoa que negociou tinha a intenção de se aproveitar indevidamente da informação que detinha, pode ter feito um julgamento equivocado. Há que se investigar em um cenário como esse se a

⁴⁵⁸ PAS CVM n.º RJ2006/4776, v.u., *Idem*.

⁴⁵⁹ PAS CVM n.º RJ 2008/9022, voto condutor do Diretor Marcos Barbosa Pinto, m.v., j. 09.02.2010.

⁴⁶⁰ *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 166 (2d Cir. 1980), citando, também, o caso *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.*, 565 F.2d 8, 15 (2d Cir. 1977).

⁴⁶¹ *SEC v. Hoover*, 903 F. Supp. 1135, 1140 (S.D. Tex. 1995).

informação era, de fato, relevante para justificar sua caracterização como informação privilegiada.

4.3.7. *Relevância dentro do contexto*

Em certas situações a informação pode não ser relevante se isoladamente observada ou se for segregadamente considerada. É necessário, contudo, analisar o contexto em que a informação é transmitida, pois a divisão da implementação de um projeto em fases ou mesmo a sua divulgação em etapas ou fragmentos não necessariamente descaracterizam sua relevância.

O alerta é válido tanto para a administração da companhia em termos de divulgação de informações, como para *insiders* e quaisquer outros investidores com relação à possibilidade de uso de tal informação para negociar.

Por exemplo, em um precedente norte-americano, um membro de conselho de administração da companhia foi responsabilizado por *insider trading* ao vender ações depois de ouvir sobre potenciais dificuldades financeiras durante uma reunião do conselho e, mais tarde, receber uma mensagem do CEO, solicitando uma reunião para discutir as dificuldades⁴⁶². Ficou decidido que as informações, na soma, deveriam ser consideradas relevantes, pois o acusado era um investidor sofisticado, que tinha o benefício da informação dividida na reunião do conselho e, também, da ligação do CEO, em circunstâncias não rotineiras⁴⁶³.

Outra hipótese em que o contexto pode potencializar eventual relevância diminuta, diz respeito às situações em que a informação em si não está atrelada a aspecto financeiro subjacente valioso, mas envolve outras considerações que podem ser estratégicas ou significativas. Conforme o voto da então Diretora Luciana Dias, “[u]ma informação de pouca importância financeira pode ter consequências reputacionais ou estratégicas que a administração, em seu poder discricionário, julga dignas de divulgação como fato relevante”⁴⁶⁴.

⁴⁶² SEC v. Happ, 392 F.3d 12, pp. 21-23 (1st Cir. 2004).

⁴⁶³ *Idem*, p. 22.

⁴⁶⁴ PAS CVM n.º SP2013/12, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 18.08.2015.

4.3.8. *Distinção entre informação relevante e fato relevante*

Há prestigiosa doutrina que ensina que a informação privilegiada referida no art. 155 da Lei das S/A não se confunde com o fato relevante mencionado no art. 157 do mesmo diploma legal: “[é] que não raro a informação privilegiada nasce antes de haver um fato relevante. É sintomático, a propósito, o fato de a Lei das S.A. ter tratado as duas situações em artigos diferentes”⁴⁶⁵.

Nessa ordem de raciocínio, insta separar o fato ou ato propriamente dito, que se torna o conteúdo da informação, da publicação de um anúncio ao mercado dando conta, de modo público, da ocorrência de tal ato ou fato. O ato ou fato relevante é a própria substância que integra a informação relevante como conteúdo, a qual, aliás, se ainda não for pública, qualifica-se como informação privilegiada⁴⁶⁶. A informação relevante nasce no momento em que há conhecimento do ato ou fato relevante por alguém. É informação privilegiada enquanto conhecida somente pelos *insiders*, se torna informação pública, após a divulgação de seu correspondente anúncio.

O aviso de fato relevante é, muitas vezes, referido simplesmente como “fato relevante” e daí a confusão. Esse anúncio ou aviso é meio de equalização do conhecimento do ato ou fato relevante, promovendo a sua disseminação ao mercado em geral. Com efeito, sua veiculação é efetuada depois da gênese da informação privilegiada, dando-se, em alguns casos, quase que imediatamente na sequência ou, em outros, com diferimento substancial, nos termos permitidos na legislação.

A propósito, a CVM vem, também, mostrando vigor em reprimir a falta de publicação de fato relevante ou sua publicação intempestiva, pois, por tratar de informação relevante, o atraso injustificado ou a não publicação dão causa a um período desnecessário

⁴⁶⁵ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 837.

⁴⁶⁶ No ponto, a CVM se manifestou no sentido de que *fato relevante e informação privilegiada* devem ser tratados como sinônimos, conforme o voto do Rel. Presidente Marcelo Trindade no Inquérito Administrativo CVM n.º 4/2004, em que se frisou que “27. Quanto ao elemento da existência de fato relevante, convém reler as normas dos arts. 155, § 4.º, da Lei 6.404/76, e do art. 13 da Instrução CVM 358: a primeira norma exige “a utilização de informação relevante ainda não divulgada” para a verificação do ilícito; a segunda, proíbe a negociação antes da “divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia”. 28. As expressões, a meu ver, apesar da aparência mais específica da norma regulamentar, e mais genérica do tipo legal, devem ser tomadas como sinônimas, significando a vedação de negociar quando se está de posse de uma informação (i) relevante, no sentido de substancial (ou material, para homenagear o anglicismo tão em voga), porque capaz de influenciar, potencialmente, a cotação dos valores mobiliários de uma sociedade, e (ii) não divulgada, no sentido de que ainda não tornada pública, confirmada, pelo emissor ou terceiros que com ele se relacionem” (destaques originais).

de assimetria informacional de natureza relevante. É a divulgação extemporânea ou mesmo a não divulgação que pode causar prejuízos aos demais detentores de valores mobiliários, não a simples negociação com valores mobiliários da empresa⁴⁶⁷.

A CVM, por meio da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), vem divulgando, anualmente, um Ofício Circular contendo orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas, tendo o último, o Ofício Circular/CVM/SEP/N.º01/2017, sido emitido em 23.02.2017⁴⁶⁸.

O Ofício Circular, em seu item 4.1.1, descreve as diferenças operacionais entre a divulgação de um anúncio de fato relevante e de um comunicado ao mercado, mas, ao versar sobre a diferença de conteúdo, se restringe a repetir o conteúdo do art. 2.º da Instrução CVM n.º 358/2002, que contém os critérios de relevância já aludidos.

O Comunicado ao Mercado se dirige à divulgação de certas comunicações específicas previstas na Instrução CVM n.º 358/2002, tais como o comunicado de aquisição ou alienação de participações relevantes previsto em seu art. 12, ou de outras informações não caracterizadas como ato ou fato relevante, mas que a companhia entenda como úteis de serem divulgadas aos acionistas ou ao mercado.

Daí que a distinção entre a área de manejo do anúncio de Fato Relevante e a do Comunicado ao Mercado dependem, novamente, do critério da relevância da informação. O Ofício Circular, contudo, não fornece subsídios adicionais para análise.

Aliás, o Colegiado da CVM absolveu Diretor de Relações com Investidores de acusação de violação da legislação societária por ter publicado Comunicado ao Mercado, ao invés de aviso de Fato Relevante, frisando que a linha é muito tênue e polêmica. Na decisão, proferida quando a CVM ainda não tinha iniciado a rotina de anualmente publicar os ofícios circulares de orientação, ressaltou-se, a respeito da distinção entre os dois tipos de publicação, que, *“se essa distinção estivesse formalizada, não me pareceria errado supor que seriam muitas, para a CVM e para o mercado, as situações de confusão - considerando-*

⁴⁶⁷ EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, 1983, p. 52.

⁴⁶⁸ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0117.html> (acessado em 08.01.2018).

*se que o próprio conceito de Fato Relevante tem sido objeto de muita polêmica - o que talvez explique a inexistência da formalização*⁴⁶⁹.

4.3.9. Informação precisa

A informação privilegiada deve ter um “*caráter razoavelmente preciso*”⁴⁷⁰, ou seja, versar sobre um conjunto de circunstâncias ou fatos já existentes ou razoavelmente previsíveis ou, então, ser suficientemente precisa para permitir a extração de conclusões sobre os efeitos dessas circunstâncias ou fatos sobre o preço dos valores mobiliários.

Sobre a questão, vale trazer a recente definição trazida pelo Regulamento (EU) n.º 596/2014, da União Europeia, relativo ao abuso de mercado, que dispõe, no art. 7.º, item 2, o seguinte: “*(...) considera-se que uma informação possui um caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados (...)*”⁴⁷¹.

Assim, negociações que sejam efetuadas com base em meros rumores, mesmo que resultando em ganhos significativos, não podem ser enquadradas como uso de informação relevante e sigilosa para a caracterização do ilícito⁴⁷².

Nos EUA, em linha similar, decidiu-se que a informação não tem de ser certa para ser relevante, mas não pode ser considerada relevante se for não confiável ou especulativa⁴⁷³. O Segundo Circuito da Justiça Federal afirmou que “*[c]ertamente a habilidade da corte de reconhecer uma violação da legislação do mercado de valores mobiliários diminui proporcionalmente à medida que a informação divulgada é tão genérica que o destinatário dela ainda está assumindo substancial risco econômico de que o seu alvo tentador se revele como um elefante branco*”⁴⁷⁴. Nessa linha, também, a justiça reconheceu como imaterial, por serem meramente especulativas, as discussões entre um vendedor de títulos de dívida de

⁴⁶⁹ PAS n.º RJ2006/1574, rel. Presidente Marcelo Trindade, v.u., em 22.08.2006.

⁴⁷⁰ EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, v. 2, 2011, p. 373.

⁴⁷¹ Disponível em https://ec.europa.eu/info/law/market-abuse-regulation-eu-no-596-2014/law-details_en (acessado em 08.01.2018).

⁴⁷² MÜSSNICH, *Op. Cit.*, 2017, p. 41.

⁴⁷³ Vide *Garcia v. Cordova*, 930 F.2d 826, 830 (10th Cir. 1991).

⁴⁷⁴ Conforme *SEC v. Monarch Fund*, 608 F.2d 938, 942 (2d Cir. 1979).

alto risco (*high-yield bond*) e um gestor de *hedge fund* a respeito de mudanças em uma oferta de títulos de dívida⁴⁷⁵.

Por outro lado, também nos EUA, há precedente de informação que foi considerada relevante, mas que era vaga. A informação era de que “*algo está acontecendo*” entre a AT&T e uma companhia e foi considerada relevante, pois os vários indivíduos envolvidos se organizaram para buscar mais informações e a Corte levou em conta que eventual interesse da AT&T em estabelecer alguma relação com tal companhia já seria um evento significativo⁴⁷⁶. Em outro caso, uma dica de que a companhia estava buscando um parceiro para nela investir foi considerada relevante, a despeito do potencial parceiro não ser identificado e nenhum outro detalhe sobre a operação ter sido transmitida, levando em conta que a informação veio de um *insider* que disse que as discussões para uma aquisição eram sérias e um negócio era iminente, confirmando rumores que já circulavam na imprensa especializada⁴⁷⁷.

4.3.10. Informação sobre negócio em andamento

Uma questão relacionada e igualmente de difícil solução decorre de negócios em andamento, em fases ou ainda não concluídos, em processos que se propagam por um período mais alongado.

De acordo com a probabilidade de o processo em andamento se concretizar ou das condições serem implementadas, pode se caracterizar uma informação precisa e, mais que isso, se for relevante, privilegiada.

É o que reconhece, na Europa, o já referido Regulamento (EU) n.º 596/2014, em seu art. 7.º, item 2: “(...) *no caso de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada circunstância ou acontecimento, não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um caráter preciso como também os passos intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros*”.

O ponto mais controverso desta discussão surge da situação em que a divulgação de uma negociação em andamento pode prejudicar ou mesmo impedir sua conclusão, em

⁴⁷⁵ SEC v. Rorech, 720 F. Supp. 2d 367, 410-11 (S.D.N.Y. 2010).

⁴⁷⁶ United States v. Cusimano, 123 F.3d 83, 88 (2d Cir. 1997).

⁴⁷⁷ SEC v. Meyhew, 121 F.3d 44, 51-52 (2d Cir. 1997).

detrimento de um legítimo interesse da companhia, o que justificaria o diferimento de sua publicação.

Não por outro motivo, o art. 157, §4.º, da Lei das S/A e o art. 6.º da Instrução CVM n.º 358/2002 permitem a não divulgação de atos ou fatos relevantes se for colocar um legítimo propósito empresarial em risco.

O aludido Regulamento (EU) n.º 596/2014, da União Europeia, estabelece como requisito primordial para o diferimento da divulgação da informação privilegiada, que esse postergamento seja necessário para possibilitar a proteção de interesse legítimo da emissora. Em adição a essa circunstância, exige, ainda, que (i) a postergação da publicação não leve o público investidor a erro (art. 17º, item 4, alínea “b”); e (ii) a emissora esteja em condições de assegurar a confidencialidade dessa informação (art. 17º, item 4, alínea “c”). Além disso, é imposta a obrigação de que a emissora deverá informar eventual diferimento aos órgãos reguladores competentes e, após a divulgação da informação, a entrega de justificativa, por escrito, sobre o cumprimento das condições (art. 17º, item 4, último parágrafo).

Nos EUA, no já aludido caso *Basic v. Levinson*, a Suprema Corte estabeleceu que, em hipóteses de eventos que dependem do implemento de condições futuras, como fusões e aquisições, o exame da relevância depende do cotejo tanto da probabilidade de que o evento efetivamente venha a ocorrer como da sua esperada magnitude, à luz da totalidade das atividades da companhia⁴⁷⁸. Daí que o julgamento ditou que um evento, ainda que contando com baixa probabilidade de ocorrer, mas com potencial impacto significativo em uma pequena empresa, foi visto como informação relevante⁴⁷⁹. De modo inverso, informação sobre uma situação similar pode ser considerada irrelevante no contexto de uma empresa maior, diversificada⁴⁸⁰.

4.3.11. Absorção pelo mercado e perda de relevância

O vazamento da informação relevante e sua absorção pelo mercado termina por descaracterizar a informação privilegiada. Com efeito, se a informação se despe, por qualquer razão, de sua natureza confidencial, ainda que irregularmente, já não se prestará a preencher os requisitos do *insider trading*, pois terá se tornado informação de mercado e,

⁴⁷⁸ *Basic*, 485 U.S. em pp. 238-39.

⁴⁷⁹ *SEC v. Geon Indus., Inc.*, 531 F.2d 39, 47-48 (2d Cir. 1976).

⁴⁸⁰ Vide os já citados precedentes *Hoover*, 903 F. Supp. p. 1148 e *Elkind*, 635 F.2d p. 166.

sobretudo, terá perdido sua capacidade de influir ponderavelmente no mercado. Perde, assim, tanto a característica de sigilosa, como o seu poder de influir na cotação e na tomada de decisão dos investidores.

Vale conferir, no ponto, o voto condutor do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, que consignou que “(...)o principal efeito do negócio – a segregação operacional almejada pela administração – já havia sido assimilado pelo mercado. A meu ver, essa informação reduziu bastante o impacto sobre o mercado da venda de ações, descaracterizando-a como fato relevante”⁴⁸¹.

Nos EUA, há julgado no sentido de que informações novas não foram consideradas relevantes quando eram apenas ligeiramente diferentes de projeções previamente divulgadas e já absorvidas pelo mercado, de tal forma que quando as novidades vieram a ser disseminadas não resultaram em reação significativa do mercado⁴⁸².

No ponto, de se notar a hipótese tratada no § único do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002⁴⁸³, que trata da obrigação de imediata publicação de anúncio sobre o ato ou fato relevante, quando a informação escapar ao controle ou ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou volume de negociação dos valores mobiliários da companhia⁴⁸⁴.

Calha lembrar que a informação que irregularmente se torna pública não se presta a justificar acusação de *insider trading*, mas pode acarretar a responsabilização dos administradores e membros do conselho fiscal, órgãos técnicos e de assessoramento, se

⁴⁸¹ PAS CVM n.º RJ 2008/9022, m.v., j. 09.02.2010. Nesse sentido, também, PAS CVM n.º RJ 06/2003, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente no v.u., j. 14.09.2005 (“48. A leitura que se pode fazer destes dados é que a divulgação preliminar da operação de capitalização da companhia já havia sido suficiente para que o mercado absorvesse seus efeitos. A divulgação do Fato Relevante apenas reforçou algo que já era de domínio público. 49. Desse modo, sendo a informação de domínio público, não há como considerá-la privilegiada e, por consequência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação”).

⁴⁸² Conforme o já mencionado caso *Hoover*, 903 F. Supp em pp. 1144-46.

⁴⁸³ “Art. 6.º - 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”.

⁴⁸⁴ A regra já vinha tratada anteriormente na hoje revogada Instrução CVM n.º 31/1984, em termos similares: “Art. 4.º - Os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único - Caso a companhia resolva manter sigilo acerca de ato ou fato relevante, os administradores ficam obrigados a divulgá-lo imediatamente, se a informação escapar ao seu controle ou a cotação das ações da companhia apresentar oscilações atípicas”.

foram eles a transmiti-la ao arrepio do dever de sigilo. Pode, também, ensejar responsabilização sob o §2.º do art. 155, caso não tenham tomado precauções adequadas para impedir o vazamento por subordinados ou terceiros de sua confiança.

De forma mais grave, de rigor lembrar que, agora, o art. 27-D da Lei n.º 6.385/76 prevê como crime a transmissão dolosa da informação privilegiada, sendo nítido que o vazamento de informações é terreno fértil para investigações a esse respeito. Todos aqueles que manejam informações confidenciais de companhias abertas devem se acautelar e estabelecer procedimentos adequados para evitar o vazamento, além de, sempre que possível, exigir a assinatura de acordos de confidencialidade por aqueles a quem eventualmente tenham de confiar a informação em questão.

Sobre a potencial imunização do acusado de *insider trading* pela absorção da informação pelo mercado, em razão da irregular disseminação, é interessante notar o alerta feito pela então Diretora Luciana Pires Dias, no sentido de que o vazamento não raro diz respeito somente a informações parciais ou imprecisas, sendo possível que “*a assimetria informacional existente entre os administradores e o restante do mercado não seja atenuada porque os primários têm certeza daquilo que sabem e o mercado está diante de especulações, rumores e boatos*”⁴⁸⁵. Conclui, assim, que “*o vazamento de informações relevantes não necessariamente quer dizer que tal informação deixou de ser privilegiada*”⁴⁸⁶, o que deve ser apurado no exame de cada caso concreto.

4.3.12. Divulgação parcial

A informação que venha a ser divulgada de forma parcial ou incompleta permanece privilegiada, deixando de contemplar elementos ou fragmentos importantes para o completo conhecimento do fato⁴⁸⁷.

A divulgação de informação deve ser completa, clara e precisa, seguindo os preceitos da Instrução CVM n.º 358/2002, para que deixe de ser privilegiada e permita que aqueles que dela tenham conhecimento possam negociar nos valores mobiliários. A respeito, o Colegiado esclareceu que considera uma informação completa, “*quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do impacto da*

⁴⁸⁵ PAS CVM n.º SP2013/12, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 18.08.2015.

⁴⁸⁶ PAS CVM n.º SP2013/12, *Idem*.

⁴⁸⁷ GT Interagentes. *Guia Educativo de Prevenção ao Insider Trading*, 2016, p. 10.

*informação principal sobre preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários*⁴⁸⁸.

Dessa forma, para evitar que eventual informação que tenha sido divulgada de modo incompleto possa induzir investidores a erro, “a companhia deverá, também, divulgar informações complementares à informação principal, mesmo que não sejam exigidas de forma expressa pela legislação ou pela eventual ordem de divulgação de informação expedida pela CVM”⁴⁸⁹.

4.3.13. Decisão de não negociar

Cabe chamar a atenção para o fato de que Norma Jonsen Parente, já em 1978, entendia ser relevante a informação que levasse um investidor a “reter” determinado valor mobiliário⁴⁹⁰.

A opinião, como se viu, encontrou eco na Instrução CVM n.º 358/2002, que adicionou, no inciso II do art. 2.º, a expressa menção de que é relevante a informação que influi ponderavelmente na decisão dos investidores de “manter” valores mobiliários.

Santos, Osório e Wellisch comentam esse ponto, ressaltando que “[o] inciso II tem uma redação quase igual à do §4º do art. 157 da Lei n. 6.404/76, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato poder alterar a decisão do investidor de manter o valor mobiliário. Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a sua alienação (isto é, se decido alienar, decido não manter, e se decido não alienar, decido manter), aquela redação evidencia que a definição do inciso II é equivalente à do §4º do art. 157 da Lei n. 6.404/76”⁴⁹¹.

A questão remete ao ponto do *insider* por abstenção, discutido no item 3.2.5, em que se concluiu que, em nosso sistema jurídico, não é possível reprimir a conduta de não negociar ou de desistir de fazê-lo, pois é indispensável que se faça presente a compra ou venda de valores mobiliários ou a celebração de instrumentos financeiros nele referenciados. Cabe,

⁴⁸⁸ PAS CVM n.º RJ2006/4776, v.u., Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. 17.01.2007.

⁴⁸⁹ PAS CVM n.º RJ2006/4776, *Idem*.

⁴⁹⁰ *Op. Cit.*, 1978, p. 3.

⁴⁹¹ *Op. Cit.*, 2012, p. 143-4. No mesmo sentido, vide o §44 da decisão do PAS CVM n.º RJ2006/4776, v.u., Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. 17.01.2007.

contudo, seguir um pouco mais a fundo e proceder à discussão, aqui, se o mesmo raciocínio é aplicável na avaliação sobre a configuração de informação privilegiada.

A hipótese disposta na norma, que é a de “manter” o valor mobiliário trata de um dos dois possíveis cenários de decisão de abstenção com base em informação superveniente, que é aquele em que o investidor iria vender e deixa de fazê-lo, após tomar ciência da informação relevante, “mantendo” o investimento. O segundo cenário é de um investidor que pretendia comprar um valor mobiliário e deixa de fazê-lo porque teve acesso a informação privilegiada, que o desaconselhou a tanto. Embora não se encaixe na hipótese de manutenção do valor mobiliário, a informação influenciou a decisão de comprar, i.e., resolveu-se não adquirir e, por isso, também é relevante nos termos do inciso II do art. 2.º da Instrução CVM n.º 358/2002.

Com razão, assim, Santos, Osório e Wellisch em relação ao argumento de que é informação relevante aquela que muda os planos de um investidor que iria comprar ou vender. Ele deixa de comprar ou deixa de vender (mantém) o investimento já detido, conforme o caso. Nesse exercício teórico, houve, por definição, nos dois casos, alteração ponderável na decisão de compra ou venda do investidor.

Isso, contudo, repita-se, não quer dizer que possa haver responsabilização, pois, entre nós, como se viu, não há a possibilidade de *insider* por abstenção em razão da exigência dos §§1º e 4º do art. 155 de que ocorra a “compra ou venda” ou a “utilização no mercado de valores mobiliários”.

4.3.14. Regras específicas adicionais para ofertas públicas de distribuição e de aquisição

As regras gerais de *insider trading* se aplicam a situações de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, bem como em ofertas públicas de aquisição (OPAs). São operações que, em regra, causam alterações substanciais sobre as cotações dos valores mobiliários, sendo que a revelação de informações sobre a deliberação de realizá-las e as atualizações a respeito de seu desenvolvimento também têm impacto significativo sobre tais cotações.

Não vem como uma surpresa, assim, que a Instrução CVM n.º 358/2002 apresente, em seu art. 9.º, disposição específica a respeito da realização de ofertas públicas que dependam de registro na CVM, para adquirir ou alienar valores mobiliários. A divulgação

deve ocorrer imediatamente após a deliberação de realizar a oferta, ficando somente excepcionada a hipótese de análise preliminar confidencial.

Daí que a CVM decidiu, adicionalmente, limitar a possibilidade de alguns dos envolvidos, de modo mais amplo, negociar valores mobiliários da emissora ou instrumentos financeiros neles referenciados, por todo o período de tais ofertas e disciplinar a divulgação de informações no curso dessas operações em mais detalhe.

No caso das ofertas públicas de distribuição, vale conferir, nesse sentido, o art. 48 da Instrução CVM n.º 400/2003, que estabelece um período de restrições, expedindo normas de conduta relacionadas com as informações privilegiadas.

No inciso I de tal artigo, fica estabelecido que a emissora, o ofertante (caso a oferta seja secundária), as instituições intermediárias envolvidas – desde as respectivas contratações – e as *“pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma”* devem limitar a utilização e, mais que isso, a revelação de informações relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, alertando os destinatários sobre o caráter reservado da informação assim transmitida.

No inciso II, essas mesmas pessoas ficam obrigadas a se abster de negociar, até o encerramento da oferta, valores mobiliários da oferta pública e instrumentos financeiros relacionados, salvo certas hipóteses de operações que sejam feitas em razão ou em benefício de seus clientes ou para cumprir obrigações previamente assumidas.

No inciso IV, ainda, impõe-se, expressamente, o dever de não se manifestarem na mídia sobre a oferta ou o ofertante nos 60 (sessentas) dias que antecedem a decisão de sua concretização até seu encerramento.

Em outras palavras, há uma presunção de continuada posse de informações privilegiadas durante todo o processo de oferta pública de distribuição, que conduz a essas vedações regulatórias sobre divulgação e transmissão de informações, assim como a negociação de valores mobiliários.

No caso das ofertas públicas de aquisição (OPAs), cabem alguns esclarecimentos⁴⁹². As OPAs são obrigatórias (sujeitas a registro) ou voluntárias⁴⁹³. As OPAs obrigatórias estão sujeitas a registro perante a CVM e são denominadas obrigatórias por serem necessariamente realizadas como consequência de certos atos ou fatos societários, a saber, (i) OPA por alienação de controle sob o art. 254-A da Lei das S/A, (ii) OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, de acordo com o §4.º do art. 4.º da Lei das S/A e do §6.º do art. 21 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários; e, ainda, (iii) OPA por aumento de participação, caso o acionista controlador eleve sua participação para além dos patamares definidos no §6.º do art. 4.º da Lei das S/A e regulamentação aplicável⁴⁹⁴.

Já as OPAs voluntárias são de três tipos: a OPA para aquisição de controle, prevista no art. 257 da Lei das S/A, quais sejam, a OPA voluntária comum e a OPA concorrente formulada por um terceiro competidor. Há, ainda, a OPA estatutária ou contratual, prevista em instrumentos consensuais, entre os quais se inclui a OPA de saída de segmento especial de listagem da B3 prevista nos Regulamentos aplicáveis.

As três modalidades de OPAs obrigatórias são precedidas por fatos relevantes e um processo de registro perante a CVM que leva mais de 45 dias, de modo que o marco inicial da alteração do valor das cotações é, inicialmente, o fato relevante anunciando a alienação do controle, a deliberação pelo cancelamento de registro ou o anúncio de atingimento pelo acionista controlador do limite de 1/3 do total de ações de cada espécie e classe em circulação, patamar definido pela CVM como aquele que, ultrapassado, prejudica a liquidez do mercado remanescente⁴⁹⁵.

Em todos esses casos, o art. 7.º da Instrução CVM n.º 361/2002, previu que a instituição intermediária e pessoas a ela vinculadas ficarão impedidas de negociar com valores mobiliários da companhia emissora ou instrumentos financeiros neles referenciados, bem como de publicizar relatórios de pesquisa sobre a companhia e a OPA.

⁴⁹² Vide CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979; HATANAKA, Alex S. *Apontamentos sobre a unificação de ofertas públicas de aquisição de ações*. In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v. 1, p. 165-216 (2015); e PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

⁴⁹³ Vide art. 2.º da Instrução CVM n.º 361/2002.

⁴⁹⁴ Sobre a OPA por aumento de participação, ver YAZBEK, Otavio. *A OPA por aumento de participação em um mercado em transformação*. In: ROSSETI, Maristela Abla; e PITTA, André Grünspun. *Governança Corporativa: Avanços e Retrocessos*. São Paulo, Quartier Latin, pp. 759-79, 2017.

⁴⁹⁵ Conforme estabelecido pela CVM no art. 26 da Instrução CVM n.º 361/2002, regulamentando o art. 4.º, §6.º, da Lei das S/A.

Além disso, no caso de OPA para a aquisição de controle⁴⁹⁶, usada para a tomada de controle (versão brasileira do *hostile takeover*), o art. 260 da Lei das S/A expressamente determinou que a ofertante e a instituição intermediária mantenham o mais estrito sigilo até a sua disseminação, em clara sinalização de que a informação é sensível. A detenção dessa informação privilegiada resulta, sem dúvidas, não só no dever de sigilo, mas também no dever de não a utilizar em negociações nos valores mobiliários.

Em razão, ainda, da sensibilidade do período dessa OPA, os arts. 32-E e 32-F da Instrução CVM n.º 358/2002 estabelecem um regime de prestação de informações muito mais estrito para o ofertante, pessoas a ele vinculadas e, também, acionista ou grupo de acionistas com mais de 2,5% das ações de uma determinada classe ou espécie da companhia objeto.

Nos EUA, passados apenas 6 meses da decisão da Suprema Corte no precedente *Chiarella*, em que se determinou que os casos de *insider trading* dependem de uma violação de dever fiduciário, a SEC adotou a Rule 14e-3, sob a Section 14(e) do *Williams Act*. Com a decisão de *Chiarella*, os administradores da companhia que estava prestes a iniciar uma oferta pública para a aquisição de ações com o objetivo de tomar o controle de outra companhia, a companhia-alvo, não eram *insiders* da segunda, de forma que poderiam, livremente, negociar em antecipação a tal operação, pois não estariam a violar quaisquer deveres fiduciários.

Assim, a SEC expediu a Rule 14e-3 para proibir *insiders* do ofertante e da companhia-alvo de transmitir informação confidencial em OPA para aquisição de controle e vedar que qualquer pessoa em posse de informação sobre uma OPA para aquisição de controle de negociar os valores mobiliários da companhia-alvo, se passos substanciais já tiverem sido dados em direção ao início da oferta. Sobreleva notar que a Rule 14e-3 se aplica independentemente de violação de deveres fiduciários. A norma, paradoxalmente, somente disciplina aquisições realizadas por meio de OPA de aquisição de controle (*tender offer*); então, se o negócio é realizado por qualquer outro meio, a Rule 14e-3 não se aplica.

Vale lembrar que o emblemático caso “Sadia-Perdigão” espelha, exatamente, essa hipótese. As negociações se deram em função do conhecimento, pelos réus, dois

⁴⁹⁶ Sobre o assunto, ver OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

administradores da Sadia e um executivo de instituição financeira, da intenção da Sadia de realizar oferta pública de aquisição de ações (OPA), com a finalidade de adquirir o controle da Perdigão, o seu andamento e, depois, a decisão de revogá-la⁴⁹⁷.

4.3.15. *Demonstrações financeiras*

Outra área que gera discussão é a preparação e publicação de demonstrações financeiras. O período que antecede sua publicação é propício à utilização de informação privilegiada e, mesmo após a divulgação, sempre há risco de má conduta, nos momentos imediatamente anteriores a anúncio de correção de distorções ou erros.

Tanto que um dos primeiros casos submetidos à apreciação pela CVM se relacionava exatamente com demonstrativos financeiros. A discussão era se as informações ordinárias ou periódicas conteriam ou não informações relevantes, capazes de influir significativamente sobre a decisão de investidores⁴⁹⁸. O acionista controlador e principal executivo da Indústria Metalúrgica adquiriu ações da companhia em período anterior à publicação das demonstrações financeiras trimestrais, sem que a contraparte tivesse conhecimento de estar negociando com um *insider* em posse de informação ainda não pública⁴⁹⁹. A decisão rejeitou a acusação de uso de informação privilegiada, após analisar que as demonstrações financeiras trimestrais não traziam alterações de cunho relevante, pois os resultados alcançados pela companhia nos dois trimestres antecedentes tinham sido “aproximadamente iguais, não havendo destaque de maior significado, e cumulativamente os resultados seguiam as previsões divulgadas pela própria companhia”⁵⁰⁰.

Por se tratar de um período propenso a desequilíbrio informacional profundo, a CVM proibiu objetivamente os administradores de negociarem valores mobiliários nos 15 dias que precedem a publicação de demonstrações financeiras no §4º do art. 13 da Instrução CVM

⁴⁹⁷ Vide a r. sentença exarada pela Justiça Federal, nos autos do Processo n.º 005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), pelo MM. Juízo da 6ª Vara Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores, Dr. Marcelo Costenaro Cavali, datada de 16.02.2011. No âmbito administrativo, vide o PAS CVM n.ºs SP2007/0117 e SP2007/0118. O funcionário de instituição financeira firmou Termo de Compromisso nos autos do PAS n.º SP 2007/0119, celebrou um *Consent Decree* com a SEC e aceitou a suspensão condicional do processo criminal nos termos da Lei n.º 9.099/95.

⁴⁹⁸ PRADO, RACHMAN e VILELA. *Op. Cit.*, 2016, p. 34.

⁴⁹⁹ *Idem.*

⁵⁰⁰ *Ibidem.*

n.º 358/2002⁵⁰¹, com base na presunção de que estão em posse de informações privilegiadas, mesmo que os números a serem apresentados já estejam totalmente em linha com o esperado e absorvido pelo mercado.

Em adição às dificuldades em torno do período que antecede a publicação de informações financeiras, outra discussão importante diz respeito ao critério de relevância na elaboração das demonstrações financeiras, o que leva à discussão para a determinação se uma informação financeira ou contábil se qualifica como privilegiada ou não.

Nos EUA, a *U.S. Financial Accounting Standards Board* (FASB) emitiu, em 1980, o *Financial Accounting Concepts Statement* No. 2⁵⁰², conhecido como “Con2”, em que adotou uma definição de relevância, essencialmente espelhando o julgamento do já citado caso TSC⁵⁰³ pela Suprema Corte norte-americana⁵⁰⁴.

A Con2 analisa a diferença entre relevância e necessidade, ponderando que uma decisão de não divulgar certa informação pode ser tomada, por exemplo, porque investidores não precisam daquele tipo de informação (não é necessária) ou porque os valores envolvidos são pequenos para fazer qualquer diferença (não são relevantes)⁵⁰⁵.

Julgamentos de relevância dizem respeito a filtros e linhas de corte, que podem ser identificados por questionamentos. Indaga-se, assim, se é uma questão, erro ou omissão suficientemente grande, considerando sua natureza e circunstâncias relacionadas, para ultrapassar a linha que separa relevantes de irrelevantes. Na medida em que uma questão examinada seja mais importante, o filtro deve ser mais fino. Por exemplo, caso uma mudança contábil coloque um empreendimento em risco de quebra de obrigação financeira (*covenant*), em relação a sua situação econômico-financeira, essa mudança deve ser analisada sob um critério mais rigoroso do que seria aplicável caso o empreendimento estivesse saudável. Esse juízo deveria também acusar ser relevante o tratamento de uma

⁵⁰¹ “§4.º - Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no **caput** no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2.º do art. 15-A”. O art. 15-A diz respeito aos Planos de Negociação.

⁵⁰² Financial Accounting Concepts Statement No. 2 (disponível em http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220132570&acceptedDisclaimer=true, acessado em 08.01.2018).

⁵⁰³ TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

⁵⁰⁴ Financial Accounting Concepts Statement No. 2, p. 54.

⁵⁰⁵ Idem, p. 44.

receita caso mude uma perda para lucro, ou se um erro de classificação muda um ativo de não circulante para outra categoria⁵⁰⁶.

Em 1999, o corpo técnico da SEC expediu o *Staff Accounting Bulletin No. 99*⁵⁰⁷, ou SAB 99, provendo orientações para as companhias para determinar a relevância na preparação de demonstrações financeiras e na realização de auditoria. Havia, à época, um entendimento de que uma distorção (*misstatement*) nas demonstrações financeiras somente se tornaria relevante, se excedesse o patamar quantitativo de 5% das receitas líquidas. A área técnica da SEC acrescentou a tal regra fixa um conceito aberto de “relevância qualitativa”⁵⁰⁸. Assim, ainda que fosse menor que os referidos 5%, a discrepância poderia ser considerada relevante, e.g., se dificultasse a identificação de mudanças nos resultados ou a frustração das expectativas do consenso de analistas de valores mobiliários ou se levasse à inversão de resultado de perdas em ganhos e vice-versa.

A SAB 99 continua em vigor. Já a Con2 foi substituída, em 2010, pela *Statement of Financial Accounting Concepts No. 8*, ou Con8⁵⁰⁹, que traz um conceito mais amplo de relevância, em termos do que pode influenciar o usuário primário da demonstração financeira. A definição foi articulada no contexto de discussão da FASB com a IASB com o objetivo de aproximar os padrões norte-americanos dos internacionais.

Em 2015, a FASB declarou que o conceito de relevância adotado pela IASB não é consistente com o conceito de relevância adotado nos EUA pela *Supreme Court*, o que levou a FASB a propor a ineficácia da definição de relevância presente na Con 8. Assim, a FASB publicou duas atualizações⁵¹⁰, em que propunha a exclusão da definição de relevância para

⁵⁰⁶ Idem, p. 44.

⁵⁰⁷ *SEC Staff Accounting Bulletin No. 99 – Materiality*, 17 CFR Part 211, 12.08.1999, disponível em <https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm> (acessado em 08.01.2018). O Bulletin não é um documento formalmente adotado pela SEC ou votado pelos *Commissioners*, embora seja usado e referido em casos conduzidos pela agência.

⁵⁰⁸ Essa visão é importante para melhor entender a referência a características quantitativas e qualitativas que o então Diretor da CVM Pedro Oliva Marcílio de Sousa faz no seguinte trecho de seu já citado voto: “54. Em certas situações, um fato não é relevante, se olhado isoladamente, ou se forem consideradas, segregadamente, suas características quantitativas e qualitativas. Por isso, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas” (PAS CVM n.º RJ2006/4776, j. 17.01.2007).

⁵⁰⁹ *Financial Accounting Concepts Statement No. 8* (disponível em http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176157498129&acceptedDisclaimer=true, acessado em 08.01.2018).

⁵¹⁰ *Proposed Accounting Standards Update - Notes to Financial Statements (Topic 235) - Assessing Whether Disclosures Are Material*. Disponível em http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176166402325&acceptedDisclaimer=true (acessado em 08.01.2018); e *Proposed*

dizer que “*relevância é um conceito jurídico. Nos EUA, um conceito jurídico pode ser estabelecido ou alterado por meio de legislação, norma regulatória ou decisão judicial. A FASB observa, mas não promulga definições de relevância*”. Até o momento, ainda não houve alteração.

Em outubro de 2017, a IASB emitiu orientações a respeito do julgamento sobre o critério da relevância, com o objetivo de incentivar as empresas a melhorarem as informações incluídas em suas demonstrações financeiras, de forma a torná-las mais informativas, claras e relevantes⁵¹¹. Tais orientações não são obrigatórias e não alteram as normas existentes, mas são sintomáticas da necessidade de melhor clareza a respeito desse critério. O documento inclui orientações específicas para situações relativamente comuns como erros, distorções, divulgação sobre quebra de *covenants*, relatórios intermediários e assim por diante. A ideia declarada seria buscar fazer com que muitas empresas abandonem a abordagem de cumprir com um “checklist” para passar a exercer um julgamento mais abalizado sobre fatores não só quantitativos, mas também qualitativos, conduzindo a um melhor equilíbrio na prestação de informações.

Em adição, a IASB publicou o documento “*IFRS Standards – Exposure Draft ED/2017/6 - Definition of Materiality – Proposed Amendments to IAS 1 and IAS 8*”⁵¹², com propostas de alterações em tais padrões para ajustar especificamente a definição relativa ao critério da relevância para o seguinte texto: “*Relevância: a informação é relevante se sua omissão, distorção ou acobertamento pode ser razoavelmente esperado a influenciar decisões que o usuário primário das demonstrações financeiras da emissora específica toma como base em tais demonstrações financeiras*”. A discussão relativa à IASB e IFRS é especialmente importante, em vista da adoção brasileira de tais padrões.

Amendments to Statement of Financial Accounting Concepts - Conceptual Framework for Financial Reporting - Chapter 3: Qualitative Characteristics of Useful Financial Information (acessível em http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176166402450&acceptedDisclaimer=true (acessado em 08.01.2018)

⁵¹¹ Vide o documento “Project Summary and Feedback Statement” na página IFRS Practice Statement 2: Making Materiality Judgements, disponível em <http://www.ifrs.org/issued-standards/materiality-practice-statement/> (acessado em 08.01.2018)

⁵¹² Disponível em <http://www.ifrs.org/-/media/project/definition-of-materiality/exposure-draft/ed-definition-of-material.pdf> (acessado em 08.01.2018). A definição proposta pelo IASB é a seguinte: “*Material: Information is material if omitting, misstating or obscuring it could reasonably be expected to influence decisions that the primary users of a specific reporting entity’s general purpose financial statements make on the basis of those financial statements*”.

Como se vê, ambos os padrões contábeis IFRS e U.S.GAAP não são particularmente elucidativos para a avaliação da relevância, mas os órgãos que mantêm ambos os padrões estão buscando o refinamento das normas com o intuito de melhor atender aos interesses das partes envolvidas.

Em julgado recente, a CVM absolveu uma empresa de auditoria de acusação de descumprimento de normas referentes à “materialidade” no planejamento e na execução de uma auditoria. A empresa de auditoria não deu qualquer explicação sobre como calculou o valor de corte que usou para determinar a relevância, mas como o valor era substancialmente menor que 5% do valor dos ativos, do total da receita e do total do lucro líquido, que era o parâmetro quantitativo inicial indicado na norma contábil, o Rel. Diretor Pablo Rentería houve por bem absolver o acusado no que foi acompanhado pelos demais Diretores⁵¹³.

4.4. A teoria do mosaico

4.4.1. A origem da teoria do mosaico nos EUA

Segundo a teoria do mosaico, um investidor bem capacitado e talentoso que conhece profundamente certa emissora de valores mobiliários e a sua indústria não fere a regulamentação se congrega e avalia, em conjunto, uma série de informações, que pode incluir (a) informações não divulgadas que não sejam individualmente relevantes, (b) análise feita pelo próprio investidor e (c) informações publicamente disponíveis, de modo a formar um mosaico que revela uma conclusão relevante não pública. Entre tais fontes, o investidor não poderia usar informação relevante não divulgada, nem informação obtida em violação de um dever fiduciário, de sigilo ou de confidencialidade.

Como a origem dessa teoria, muitos se referem às ideias de Philip Fischer, em sua obra pioneira dos anos 50, *Common Stocks and Uncommon Returns*⁵¹⁴, a respeito de um método que, na falta de melhor expressão, batizou de investigação do “*scuttlebutt*”⁵¹⁵.

Fischer defendia um trabalho de campo para perquirir consumidores, fornecedores e funcionários com o objetivo de conseguir uma vantagem informacional. Nessas indagações,

⁵¹³ PAS CVM n.º RJ 2015/10642, rel. Dir. Pablo Rentería, j. 19.12.2017.

⁵¹⁴ FISCHER, Philip. *Common Stocks and Uncommon Returns and others writings*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 44.

⁵¹⁵ Em linguagem náutica, “scuttlebutt” se refere ao local do navio em que água potável estava disponível, em torno da qual os tripulantes normalmente se reuniam para conversar, especular e fofocar.

indicava 15 pontos principais que deveriam ser analisados, incluindo questões atinentes a produtos, números de vendas, características da administração, investimento em pesquisa e desenvolvimento, força de vendas, margem de lucro, recursos humanos e assim por diante⁵¹⁶.

A teoria do mosaico vai um pouco além de tais inquirições aos consumidores, fornecedores e demais pessoas no entorno da empresa sob análise, embora elas sejam, também, parte importante do exame a ser feito por qualquer investidor diligente, particularmente se for um gestor de recursos de terceiros. Isso porque os gestores têm deveres fiduciários perante aqueles que lhe confiaram os recursos para sua gestão. O investidor pode – e, em certos casos, deve – utilizar todos os recursos informacionais licitamente disponíveis para tomar a decisão.

Sua gênese jurídica nos EUA remete a duas decisões do Segundo Circuito da Justiça Federal⁵¹⁷. No caso *SEC v Bausch & Lomb, Inc.*, ficou consignado que “*a administração da companhia pode divulgar a analistas de valores mobiliários ou outros interessados informações não-públicas que meramente preenchem ‘interstícios na análise’ ou colocam à prova o ‘significado de informação pública’*”⁵¹⁸.

Já no caso *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, a redação do *decisum* do Segundo Circuito foi mais explícita ao afirmar que “*um investidor habilitado com conhecimento da companhia e seu setor pode conjugar informações aparentemente pouco importantes com informações públicas, formando um mosaico que revela informações públicas não relevantes*”⁵¹⁹, alertando, ainda, que a avaliação da relevância da informação no contexto da aplicação da teoria do mosaico deve ser realizada caso-a-caso⁵²⁰.

Tais decisões foram seguidas de importante precedente da Suprema Corte dos EUA, em que se reconheceu, no já mencionado julgamento do caso *Dirks vs. SEC* de 1983⁵²¹, que

⁵¹⁶ *Op. Cit.*, 2003, pp. 47-78.

⁵¹⁷ *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.*, 565 F.2d 8 (2nd Cir. 1977); e *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156 (2nd Cir. 1980).

⁵¹⁸ No original, “*corporate management may reveal to securities analysts or other inquirers non-public information that merely fills ‘interstices in the analysis’ or tests ‘the meaning of public information’*” (*Idem*, p. 14).

⁵¹⁹ *Idem*, p. 165.

⁵²⁰ *Idem*, p. 165-6

⁵²¹ 463 U.S. 646 (1983), pp. 658-9 (“*It is commonplace for analysts to ‘ferret out and analyze information’, 21 S. E. C. Docket, at 1406, and this often is done by meeting with and questioning corporate officers and others who are insiders. And information that the analysts obtain normally may be the basis for*

o trabalho do investidor que analisa valores mobiliários inclui a busca incessante de informações, o que pode, inclusive, significar reunir-se com os administradores de companhias abertas e outras pessoas que são *insiders*.

Amparados por esses precedentes judiciais, bancos de investimento, analistas de valores mobiliários (*research*), fundos de investimento, empresas de consultoria de investimento e demais investidores adotaram, de vez, tal procedimento como uma ferramenta essencial para a tomada de decisão informada.

Para ilustrar a questão, vale mencionar alguns exemplos. Um analista pode fazer uma pesquisa de campo com consumidores de um determinado produto e chegar à conclusão que, mesmo após certas medidas de contenção de custos publicamente anunciadas, não houve qualquer efeito sobre a qualidade e, por isso, recomendar a compra das ações? Ou o analista visita uma fábrica, acompanha as operações e conclui que os carregamentos de produto não são totalmente consistentes com as informações divulgadas e, por isso, recomenda a venda das ações? Ou, em visita a uma empresa que tem como principal negócio o fornecimento para uma companhia aberta, recebe a indicação de que as vendas estão caindo e, por isso, recomenda a venda das ações?

Na era em que se tornou possível tratar, de forma estruturada, volumes imensos de informações (*big data*), não é exagero imaginar que seria possível obter dados de movimentação em determinados portos ou em estacionamentos de determinadas empresas varejistas, donde se poderia extrair conclusões.

Nesse contexto, nos EUA, surgiram empresas de consultoria, pesquisa e análise de informações, colocando seus clientes (investidores) em contato com especialistas com particular conhecimento em determinados setores da economia ou indústria.

judgments as to the market worth of a corporation's securities. The analyst's judgment in this respect is made available in market letters or otherwise to clients of the firm. It is the nature of this type of information, and indeed of the markets themselves, that such information cannot be made simultaneously available to all of the corporation's stockholders or the public generally"). Nossa tradução: "É lugar comum para investidores 'escavar e analisar informação', 21 S. E. C. Docket, pág. 1406, e isso usualmente é feito por meio de reuniões, em que se faz perguntas aos administradores da companhia e outros insiders. E a informação que o investidor obtém normalmente pode ser a base para julgamentos sobre o valor de mercado dos valores mobiliários da companhia. O julgamento do investidor a esse respeito é disponibilizado por meio de relatórios para o mercado ou em outros casos para os clientes de sua firma. É da natureza desse tipo de informação, e de fato dos próprios mercados, que tal informação não seja simultaneamente disponibilizada para todos os acionistas e o público em geral".

Essas empresas são conhecidas como redes de especialistas (*expert networks*)⁵²². Esses profissionais especialistas podem ser pessoas que têm notório conhecimento em um determinado setor ou indústria ou, ainda, de modo polêmico, serem atuais ou antigos administradores ou funcionários de companhias abertas, com amplo conhecimento sobre os negócios de tal empresa e suas concorrentes. Essas empresas de consultoria unem investidores que buscam informações a respeito de uma determinada emissora ou setor e a pessoa com o conhecimento correspondente (*e.g.*, um pesquisador, cientista, engenheiro, médico ou advogado), que recebe remuneração para expressar suas opiniões e repassar seu conhecimento especializado.

O resultado é normalmente utilizado por investidores institucionais no processo de tomada de decisão de investimento, constando de pesquisa conduzida, em 2009, nos EUA a estimativa de que 36% das empresas de gestão profissional de recursos – *investment managers* – usavam redes de especialistas⁵²³.

O uso desses serviços para tomar decisões melhor informadas, naturalmente, não significa que o investidor possa ultrapassar as linhas da legalidade sob a justificativa de que buscava conseguir uma vantagem informacional sobre o restante do mercado.

Sob outro prisma, também não deve significar que, dentro dos limites do lícito, ele não possa ou, mesmo, deva agregar informações não relevantes, com o objetivo de subsidiar suas decisões. Até porque é remunerado para tanto e é a sua capacidade de fazê-lo que o diferencia de outros gestores ou analistas de valores mobiliários.

Tanto é assim que, desde 2000, permanece em vigor o *Regulation Fair Disclosure* (ou *Regulation FD*)⁵²⁴, assim alinhavado: “(...) *Similarmente, um emissor não pode converter informação relevante em não relevante simplesmente dividindo-a em partes aparentemente não significativas. Ao mesmo tempo, um emissor não está proibido de*

⁵²² A respeito, veja o painel de discussão moderado por John C. Coffee, Jr., da Columbia Law School. “The SEC’s perspective”. In: 2013 Columbia Business Law Review, 2013, p. 519 e ss., em particular as págs. 520-2, 526-7 e 541-3; e BONDI, Bradley J; e LOFCHIE, Steven D. “The law of insider trading: legal theories, common defenses and best practices for ensuring compliance”. In: 8 NYU Journal of Law & Business, Fall 2011, pp. 151 e ss., em especial págs. 177-9.

⁵²³ Cf. Integrity Research Associates. Expert Networks (dezembro 2009), p. 9 (disponível em <<http://secure.integrity-research.com/imageweb/executivesummary-expertnetworks.pdf>>, acessado em 08.01.2018).

⁵²⁴ Securities and Exchange Commission. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading. 17 CFR Parts 240, 243 and 249. Release n.ºs 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99. RIN 3235-AH82 (15 de agosto de 2000). (Disponível em <<https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>>, acessado em 08.01.2018).

divulgar informação não relevante a um investidor, mesmo que tal informação, sem que o emissor saiba, possa auxiliar o investidor a completar um ‘mosaico’ de informações que, consideradas em conjunto, é relevante. De modo similar, tendo em vista que relevância é um critério objetivo ligada ao ‘investidor médio’, a Regulation FD não será violada quando um emissor divulgar informação não relevante, cuja significância seja reconhecida pelo investidor. Analistas podem prover serviços valiosos ao navegar e extrair informações que não seriam significativas para o investidor comum chegar a conclusões importantes. Não pretendemos, com a Regulation FD, desencorajar essa espécie de atividade. O foco da Regulation FD é se o emissor divulga informações relevantes não públicas, não se um investidor, por meio de uma combinação de persistência, conhecimento e talento, reconhece como relevante informação cuja importância não é evidente para o ‘investidor médio’”⁵²⁵.

No comunicado de divulgação da adoção da *Regulation FD*, a SEC esclareceu que a teoria do mosaico, como articulada no caso *Elkind*, prosseguia como um método legítimo de pesquisa.

Em 2002, logo após a SEC baixar a *Regulation FD*, D. Casey Kobi destacava que a expressão “sem que o emissor saiba” (“*unbeknownst to the issuer*”) não constava da decisão de *Elkind*⁵²⁶. Kobi entendia pouco provável que o mencionado desconhecimento pelo emissor seria uma condição indispensável para a teoria do mosaico. Para tanto, lembra que, no caso *SEC vs. Bausch & Lomb, Inc.*, ficou decidido que a “*administração da companhia pode revelar a analistas de valores mobiliário ou interessados informações não públicas que meramente preenchem lacunas na análise*”⁵²⁷, sem qualquer qualificação. Após examinar também o caso *Elkind* e o anúncio da SEC de divulgação da *Regulation FD*, Kobi conclui que o precedente autoriza que a administração do emissor poderia

⁵²⁵ “(...) Similarly, an issuer cannot render material information immaterial simply by breaking it into ostensibly non-material pieces. At the same time, an issuer is not prohibited from disclosing a non-material piece of information to an analyst, even if, unbeknownst to the issuer, that piece helps the analyst complete a ‘mosaic’ of information that, taken together, is material. Similarly, since materiality is an objective test keyed to the reasonable investor, Regulation FD will not be implicated where an issuer discloses immaterial information whose significance is discerned by the analyst. Analysts can provide a valuable service in sifting through and extracting information that would not be significant to the ordinary investor to reach material conclusions. We do not intend, by Regulation FD, to discourage this sort of activity. The focus of Regulation FD is on whether the issuer discloses material nonpublic information, not on whether an analyst, through some combination of persistence, knowledge, and insight, regards as material information whose significance is not apparent to the reasonable investor” (nossa tradução).

⁵²⁶ KOBİ, D. Casey. *Wall Street v. Main Street: The SEC's New Regulation FD and Its Impact on Market Participants*. In: 77 Ind. L.J. 551, 567 (2002).

⁵²⁷ No original, “*corporate management may reveal to securities analysts or inquirers non-public information that merely fills interstices in analysis*”.

conscientemente repassar um fato não relevante para um analista⁵²⁸. Em seu artigo, conclui que o que se veda, em verdade, é que a administração deliberadamente desconstrua a informação relevante em pedaços não relevantes e as revelem a um analista de maneira privada.

A expressão “sem que o emissor saiba”, a todo sentir, parece simplesmente orientar que a emissora ou seus administradores não podem conscientemente passar informação não relevante não divulgada, se souberem que, com isso, estão completando o mosaico necessário para o investidor chegar a conclusões relevantes. Nesse caso, o emissor está proibido de passar a informação, sob pena de se tornar um *tipper*.

A SEC declaradamente não quer desencorajar que os investidores estudem, pesquisem e busquem uma vantagem informacional adquirida de modo legítimo. Como se viu, o mercado nunca reflete perfeitamente as informações que estão publicamente disponíveis e, nesse contexto, é justamente a capacidade de identificar essas distorções e desalinhamentos dos preços no mercado que faz com que um analista ou gestor seja bem-sucedido em seu mister. Essas distorções são oportunidades para investidores.

Mais recentemente, representantes da SEC, em diversos pronunciamentos oficiais, voltaram a se manifestar confirmando que a teoria do mosaico permanece sendo um caminho válido a ser trilhado pelos investidores, analistas, consultores e gestores⁵²⁹.

⁵²⁸ *Op. Cit.*, p. 565. Em sentido contrário, William K. S. Wang e Marc I. Steinberg se voltam contra a teoria do mosaico e argumentam, em relação ao caso *Elkind* que, mesmo que a informação *per se* não seja importante, ela pode ser relevante se o investidor já tenha conhecimento de outras informações (públicas ou não públicas, relevantes ou não relevantes) que, quando combinadas com a nova informação originam um ‘mosaico’ significativo (WANG, William K. S.; e STEINBERG, Marc I. *Insider Trading*. 3a edição, Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 136). Assim, criticam o fato de que a Nota Explicativa que acompanhou a Regulation FD permitiu, ao invés de vedar, investidores de usar em seus negócios o mosaico que revela informação relevante não divulgada (*Idem*, 2010, p. 136). Concluem afirmando que a teoria do mosaico gera considerável incerteza (*Op. Cit.*, 2010, p. 138).

⁵²⁹ A própria SEC publicou um Guia de Perguntas e Respostas sobre Interpretação de *Compliance* e Divulgação (*Compliance and Disclosure Interpretations*), em que, as áreas técnicas de supervisão, ecoam o entendimento da nota de divulgação da Regulation FD como segue: “*Pergunta 101.03: Pode um emissor revisar e comentar, de modo privado, o modelo de avaliação de um analista de valores mobiliários, sem ficar obrigado a divulgar tais comentários, revisões e informações de acordo com a Regulation FD? Resposta: Sim. Isso depende se, em assim fazendo, o emissor comunicará informação relevante não divulgada. Por exemplo, um emissor ordinariamente não estaria transmitindo informação relevante não pública se corrigisse dados históricos que foram anteriormente publicizados. Um emissor também não estaria transmitindo tal informação se dividisse informações não relevantes que, se unidas com outras informações públicas por um analista habilitado com conhecimento do emissor e de seu setor, o ajuda a formar um mosaico que revela informação relevante não pública. Não viola a Regulation FD revelar esse tipo de informação ainda que, quando agregada ao conjunto de informações que o analista já detenha, seja usada para construir a tomada de decisão final sobre o emissor. Um emissor não pode, entretanto, usar a discussão do modelo de avaliação de um analista*”

Em adição, comentando alguns episódios de condenação envolvendo redes de especialistas (*experts network*), Carlo V. di Florio, diretor da área de supervisão e auditoria de *compliance* da SEC, em 2011, esclareceu que “*contrariamente a algumas notícias que tenho visto, acredito que esses casos não representam uma hostilidade inerente da Comissão contra redes de especialistas, nem indicam que a Comissão está buscando enfraquecer a teoria do mosaico, de acordo com a qual investidores e analistas estão livres para desenvolver uma visão do mercado por meio da reunião de informações de fontes públicas e privadas, desde que tal informação não seja informação relevante não pública obtida em violação de um dever fiduciário ou de relação de confiança ou, ainda, obtida em razão da existência de tal dever ou relação*”⁵³⁰.

O respeitado *Chartered Financial Analyst Institute (CFA Institute)*, não diferentemente, endossa o uso da teoria do mosaico como uma ferramenta essencial na

de valores mobiliários como um veículo para seletivamente comunicar – de modo expresso ou codificado – informação relevante não pública [Resposta de 14.08.2009]” (grifou-se).

Tradução livre do original: “*Question 101.03. Question: Can an issuer ever review and comment on an analyst's model privately without triggering Regulation FD's disclosure requirements? Answer: Yes. It depends on whether, in so doing, the issuer communicates material nonpublic information. For example, an issuer ordinarily would not be conveying material nonpublic information if it corrected historical facts that were a matter of public record. An issuer also would not be conveying such information if it shared seemingly inconsequential data which, pieced together with public information by a skilled analyst with knowledge of the issuer and the industry, helps form a mosaic that reveals material nonpublic information. It would not violate Regulation FD to reveal this type of data even if, when added to the analyst's own fund of knowledge, it is used to construct his or her ultimate judgments about the issuer. An issuer may not, however, use the discussion of an analyst's model as a vehicle for selectively communicating — either expressly or in code — material nonpublic information*” [Aug. 14, 2009]” (disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/regfd-interp.htm>, acessado em 08.01.2018).

⁵³⁰ Nossa tradução, no original: “*Contrary to some reports that I have seen, I believe these cases do not represent some inherent hostility by the Commission toward expert networks, nor do they indicate that the Commission is seeking to undermine the mosaic theory, under which analysts and investors are free to develop market insights through assembly of information from different public and private sources, so long as that information is not material nonpublic information obtained in breach of or by virtue of a duty or relationship of trust and confidence*” (Palestra de Carlo V. di Florio, representante da SEC, em 21.03.2011: “*Remarks at the IA Watch Annual IA Compliance Best Practices Seminar*”, disponível em <<https://www.sec.gov/news/speech/2011/spch032111cvd.htm>>, acessado em 08.01.2018).

Linha similar foi seguida por Robert Khuzami, diretor de *enforcement* da SEC, em uma conferência também em 2011, em que, nos debates que se seguiram à sua palestra, confirmou que, em sua visão, não há algo necessariamente errado com o uso de redes de especialistas e que a SEC não tinha interesse em enfraquecer a teoria do mosaico ou impedir os participantes de obter “*market color*”, mas recomendou que, antes de usar uma rede de especialistas, o investidor adotasse precauções para checar as políticas e práticas de tal contratado, entendendo como as informações são obtidas.

Palestra de Robert Khuzami, representante da SEC, em 23.03.2011: “*Remarks at SIFMA's Compliance and Legal Society Annual Seminar*”, disponível em <<https://www.sec.gov/news/speech/2011/spch032311rk.htm>>, acessado em 08.01.2018. Os debates, que sucederam a palestra e que não constam da transcrição, podem estar resumidos na Nota de Alerta do escritório SCHULTE ROTH & ZABEL LLP, de 25.03.2011, “*Expert networks: new commentary by SEC officials about insider trading*” (disponível em <http://www.srz.com/032511_Expert_Networks/>, acessado em 08.01.2018).

análise de valores mobiliários e decisão de investimento⁵³¹. Basta conferir o *Standards of Practice Handbook*, publicado pelo CFA Institute, contendo as diretrizes e padrões das melhores práticas para o profissional do mercado financeiro⁵³².

É importante elucidar que a expressão “*financial analyst*”, traduzida literalmente como analista financeiro, não equivale simplesmente ao analista de valores de mobiliários,

⁵³¹ Entre outros, ver o artigo do *managing director* da Divisão de *Standards and Financial Markets Integrity* do CFA Institute: SCHACHT, Kurt. *In defense of legitimate research*. CFA Magazine, edição de março-abril de 2011, p. 21.

⁵³² “*Teoria do Mosaico: Um analista financeiro reúne e interpreta grandes quantidades de informações advindas das mais diversas fontes. O analista pode usar as conclusões significativas extraídas da análise conjunta das informações públicas e das informações não relevantes não públicas, como base de suas decisões e recomendações de investimento, ainda que suas conclusões pudessem ter sido informação privilegiada se tivessem sido comunicadas diretamente ao analista pela companhia. De acordo com a ‘teoria do mosaico’, analistas financeiros estão livres para atuar nessa acumulação de informações ou na formação desse mosaico, sem correr o risco de violação.*”

A prática da análise financeira depende do fluxo livre de informações. Para o justo e eficiente funcionamento do mercado de capitais, analistas e investidores devem reunir a maior quantidade de informações possível para facilitar a tomada de decisões bem informadas sobre como e onde investir seus recursos. Comunicação precisa, tempestiva e inteligível é essencial para analistas e investidores obterem os dados necessários para tomar decisões informadas sobre como e onde investir seus recursos. Essas divulgações vão além das informações obrigatoriamente divulgadas pela regulamentação aplicável ao mercado de capitais e deve incluir informação específica sobre itens a serem usados para dirigir o crescimento futuro da companhia, tais como novos produtos, projetos de capital, e ambiente competitivo. Analistas procuram e usam essa informação para comparar e contrapor a outras alternativas de investimento.

Muitas das informações usadas pelos analistas vêm diretamente das companhias. Analistas frequentemente recebem tais informações por meio de contato com insiders da companhia, em particular o departamento de relações com investidores e diretores de finanças. Informações podem ser disseminadas na forma de comunicados ao mercado, apresentações verbais pelos executivos da companhia em reuniões com analistas ou conferências telefônicas ou durante visitas dos analistas às instalações da companhia. Ao buscar ter um conhecimento mais preciso e completo da companhia, analistas devem perseguir obter informações além dos contatos nas próprias companhias e colher informações de outras origens, tais como clientes, prestadores de serviços, fornecedores e competidores da companhia.

*Analistas têm como trabalho formar opiniões e percepções que não são óbvias ao público investidor em geral em relação à atratividade de um valor mobiliário específico. No curso de seu trabalho, analistas ativamente buscam informações sobre a companhia que não estão geralmente disponíveis ao mercado com o objetivo de utilizar tal informação, formando uma opinião a respeito de sua relevância e informando seus clientes, que podem negociar baseado em suas recomendações. As iniciativas de analistas para descobrir e analisar informações e comunicar suas conclusões a seus clientes significativamente promovem a eficiência dos mercados, portanto beneficiando todos os investidores (veja-se *Dirks vs. Securities and Exchange Commission*). Desse modo, violações ao Standard II(A) não ocorrerão, quando um analista habilidoso chega a uma conclusão sobre um ato ou evento relacionado a uma companhia, por meio da análise das informações públicas e informações não relevantes não divulgadas.*

Investidores devem notar, entretanto, que embora analistas estejam livres para usar informações em um mosaico em seus relatórios de análise, eles devem registrar e documentar toda sua pesquisa [veja-se Standard V(C) – Arquivo de Registros]. Comprovação do conhecimento, pelo analista, de informações públicas e informações não relevantes não públicas sobre uma companhia fortalece a alegação de que um analista chegou a suas conclusões por meios legítimos ao invés de uso de informação relevante não publicada”.

(Chartered Financial Analysts Institute. STANDARDS OF PRACTICE HANDBOOK. 11a edição, Virginia, 2014, pp. 62-3, tradução não original, disponível em <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2014.n4.1>, link acessado em 08.01.2018).

que é o profissional que publica rotineiramente relatórios de análise (*research*) para uso de terceiros, mas, sim, qualquer investidor, gestor, analista, consultor, especialista ou demais participantes do mercado que, dentro de seu escopo de trabalho, busque analisar uma determinada companhia aberta, seu setor, seus concorrentes ou seus valores mobiliários.

Embora também o inclua, é um conceito mais abrangente que o de “analista de valores mobiliários”, que, no Brasil, é regulamentado pela Instrução CVM n.º 483, de 06.07.2010, conforme modificada. A bem da verdade, todo participante profissional de mercado que toma uma decisão de investimento, a realiza mediante algum nível de análise própria, por exemplo, contando com um corpo próprio de analistas de valores mobiliários (os chamados analistas de “*buyside*”) ou utilizando relatórios produzidos por terceiros (analistas de *research* ou de “*sellside*”).

Na mídia, encontra-se, entretanto, críticas ao uso disseminado de tal teoria, muito em razão de diversos acusados em casos de *insider trading* (e.g., nos ruidosos casos de Raj Rajaratnam e da SAC Capital) alegarem que não fizeram nada mais que juntar peças, fragmentos ou várias migalhas de informações não públicas, reclamando a proteção da teoria do mosaico⁵³³.

Tome-se como exemplo o recente caso da perseguição contra a SAC Capital Advisors LP. Um de seus gestores de carteira, Mathew Martoma, teve seguidas conversas com um médico neurologista da Universidade de Michigan, Dr. Sidney Gilman, que estava participando em testes clínicos para um medicamento experimental voltado ao tratamento de Alzheimer, em estudo pelas farmacêuticas Wyeth e Elan.

O contato da SAC Capital com tal especialista foi intermediado pela Gerson Lehrman Group, a mais conhecida rede de especialistas. A Gerson Lehrman Group alertou as partes para a ilicitude de tratarem de informações relevantes não públicas ou confidenciais, mas não participou das ligações telefônicas ou de reuniões entre as partes⁵³⁴.

⁵³³ A respeito, ver os textos do jornalista Sorkin, Andrew Ross. ‘Just tidbits, or material facts for insider trading?’ NY Times, edição de 29.12.2010, disponível em <https://dealbook.nytimes.com/2010/11/29/just-tidbits-or-material-facts-for-insider-trading/> (acessado em 08.01.2018). Ver também PARLOFF, Roger. “The gray art of not quite insider trading”, Revista Fortune, 15.0.2013, disponível em <http://fortune.com/2013/08/15/the-gray-art-of-not-quite-insider-trading/> (acessado em 08.01.2018).

⁵³⁴ SORKIN, Andrew Ross. “Knowledge is money, but the peril is obvious”. In: NY Times, edição de 27.11.2012, pág. B-1 (<http://dealbook.nytimes.com/2012/11/26/knowledge-is-money-but-the-peril-is-obvious/?_r=0>, acessado em 08.01.2018).

O especialista teve diversos contatos com a SAC Capital, recebendo remuneração por partilhar seu conhecimento e conduzir as reuniões.

Em julho de 2008, pelo que se noticia, o Dr. Sidney Gilman enviou por correio eletrônico os resultados de seus estudos, 12 dias antes de apresentá-los em uma conferência profissional⁵³⁵, indicando que o medicamento em questão causava efeitos colaterais indesejados. Mathew Martoma, ao que consta, não só prontamente vendeu uma significativa posição de algo em torno de U.S.\$ 700 milhões em ações da Wyeth e da Elan, como, em adição, estruturou uma posição vendida a descoberto (*short selling*) em tais ações, o que levou a SAC Capital a auferir ganhos e a evitar perdas que somavam aproximadamente U.S.\$ 276 milhões⁵³⁶.

Em março de 2013, uma das empresas do grupo SAC Capital celebrou o maior acordo já realizado em casos de *insider trading* se comprometendo a pagar à SEC mais de U.S.\$ 600 milhões⁵³⁷. Em 2014, na persecução penal, Mathew Martoma foi condenado a cumprir uma pena de 9 anos de prisão, em virtude do acolhimento integral da denúncia criminal apresentada pelo *Department of Justice*.

Claramente, é fácil concluir dos próprios fatos que não se trata da obtenção de informações não divulgadas individualmente irrelevantes, que foram agregadas com outras informações já conhecidas e que, no conjunto, conduziram a uma decisão de venda das ações. Não se trata, tampouco, da regular contratação de um especialista em uma dada área do conhecimento para prover informação não confidencial de natureza não relevante. Não por menos, a persecução foi intensa e resultou em termos de apenamento bastante rigorosos.

Outro caso que recebeu intensa atenção da mídia – e que já foi mencionado - foi o do bilionário Raj Rajaratnam, fundador do Galleon Group, que foi condenado em 2011 por negociar valores mobiliários com base em informações privilegiadas obtidas de *insiders* em companhias de grande porte como Intel, IBM, McKinsey e Goldman Sachs.

⁵³⁵ SORKIN, Andrew Ross. *Idem*.

⁵³⁶ LORENZ, Swen. “*Has the SEC finally caught up with SAC Capital’s Steve Cohen?*” In: MasterInvestor Magazine, em 12.12.12 (<<http://masterinvestor.co.uk/uncategorized/has-the-sec-finally-caught-up-with-sac-capitals-steve-cohen/>>, acessado em 08.01.2018).

⁵³⁷ “*Press Release: CR Intrinsic agrees to pay more than \$600 million in largest-ever settlement for insider trading case*” (<<https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171513308>>, acessado em 08.01.2018).

Entre as muitas provas, havia registro de diversas ligações, sendo que, em uma delas, Rajaratnam dizia que “*ouvi ontem de alguém que está no Conselho de Administração do Goldman Sachs que eles vão perder U.S.\$2 por ação... O mercado antecipa que eles ganhariam U.S.\$2.50*”⁵³⁸. Na persecução, três testemunhas fizeram acordos de delação premiada: (1) um ex-consultor da McKinsey para quem, segundo o governo norte-americano, Rajaratnam teria pago U.S.\$ 500.000 ao ano em troca de informações privilegiadas sobre companhias abertas; (2) um antigo funcionário do Galleon que depôs que o procedimento de misturar informações lícitas e dicas ilícitas era conhecido, no Galleon, como “*ter dois torpedos na água; se um perde, o outro deve acertar o alvo*”; e (3) um gerente de nível intermediário na Intel, que foi colega de Rajaratnam na Wharton Business School, e que, segundo o Governo, recebeu mais de U.S.\$ 1 milhão para fornecer informações confidenciais sobre a Intel.

A defesa de Rajaratnam consistentemente sustentou que seu processo decisório se alicerçava em sua própria análise de informações disponíveis ao público e daquelas obtidas regularmente de especialistas e redes de especialistas, ou seja, fundamentou-se no uso da teoria do mosaico. O quadro probatório somado aos detalhes do padrão de negociação afastaram qualquer chance de se admitir proteção sob a teoria do mosaico e o júri acolheu todas as acusações, sentenciando Rajaratnam a 11 anos em prisão e a devolução (*disgorgement*) de U.S.\$54 milhões.

Como é de ver, o fato de a teoria do mosaico ter sido desvirtuada e invocada em casos tão graves terminou por levantar suspeitas acerca de sua contínua validade, colocando, também, em dúvida, o próprio modelo de negócios das redes de especialistas (*expert networks*).

Porém, como fica claro de uma breve análise dos casos, não se trata de casos de legítimo uso da teoria do mosaico, nem de prestação de serviços de consultoria em informações não relevantes e não sigilosas, mas de casos em que a linha da legalidade foi claramente ultrapassada.

De todo modo, em vista desses riscos, nos últimos anos, nos EUA, as consultorias de redes de especialistas robustecerem os controles internos e programas de *compliance* e

⁵³⁸ MORRISON & FOERSTER LLP. *Insider trading annual review 2011*, p. 2 (disponível em <<http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/2011-Insider-Trading-Review.pdf>>, acessado em 08.01.2018).

passaram a exigir contratos estipulando as responsabilidades das partes detalhadamente, de tal sorte a demonstrar a posição da consultoria de não endossar qualquer comportamento ilícito de seus administradores, empregados e dos especialistas por ela apresentados aos investidores. Passaram também a checar, de antemão, informações a respeito dos especialistas, antes de cadastrá-los em seus bancos de dados, assegurando não haver indícios patentes de que ele ou ela se envolveram ou possam vir a se envolver em *insider trading*, tal como a existência de processos anteriores.

4.4.2. Análise da sua aplicação no sistema regulatório brasileiro

Como se viu no item 4.1, a informação privilegiada, requisito necessário para a configuração do ilícito do *insider trading*, somente se caracteriza se a informação for, ao mesmo tempo, relevante e sigilosa.

Daí que o uso de informação que, individualmente, não cumpra com o critério de relevância, mesmo que não divulgada, não deve ensejar a aplicação das disposições legais ou regulamentares atinentes à repressão ao *insider trading*.

Dessa forma, não há impedimento, em nosso ordenamento, a que investidores ou analistas possam fazer uso de informações não relevantes não divulgadas, em conjunto com as informações públicas e, usando seu conhecimento acumulado e habilidade, junte-as com as demais informações que já lícitamente detenha para tirar suas próprias conclusões, relevantes ou não.

E não poderia ser diferente, pois o dia-a-dia dos profissionais que negociam no mercado de valores mobiliários é exatamente buscar informações precisas das mais diversas fontes, filtrá-las, extrair conclusões delas e tomar decisões de investimento com o objetivo de obter ganhos com seus recursos próprios ou de seus clientes ou, ainda, no caso de analistas de valores mobiliários (*research analysts*), publicar sua opinião em relatórios voltados a seus clientes ou os da instituição a qual está vinculado.

Em vista das definições de uso indevido de informação privilegiada e de fato relevante, albergadas em nosso sistema jurídico, a nosso ver, a aplicação da teoria do mosaico é plenamente compatível com o nosso sistema jurídico e pode ser usada, em vista da importância das atividades que dela dependem para o próprio desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Não deve haver repressão sobre a utilização de informações regularmente obtidas que não preencham o requisito da relevância.

A esse respeito, vale conferir a recente decisão da CVM que, de forma inédita, tratou da teoria do mosaico. Em 26.09.2017, o Colegiado da CVM julgou processo administrativo sancionador instaurado para apurar eventual responsabilidade de ex-Diretor de finanças e relações com investidores do SEB – Sistema Educacional Brasileiro, em razão de violação do art. 8º da Instrução CVM n.º 358/2002, c/c art. 155, §1º da Lei 6.404/1976 e ao art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM n.º 358/2002, c/c art. 157, §4º da Lei n.º 6.404/1976.

A decisão, amparada em voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, concluiu pela absolvição do acusado. O processo originalmente se voltava a averiguar eventual uso de informação privilegiada, no contexto da alienação indireta do controle acionário da SEB para a Pearson Education do Brasil Ltda., anunciada por meio de fato relevante em 22.07.2010. A área técnica da CVM detectou um aumento no volume de negociação das *units* da SEB já a partir de 01.07.2010, com significativa alta de preço na segunda quinzena de julho.

No curso da produção de provas, apurou-se que um investidor estrangeiro se reuniu, em duas ocasiões, com integrantes da administração da SEB, nos anos de 2009 e 2010. A segunda reunião foi mantida pelo investidor com o acusado, em conferência realizada em Nova Iorque, nos dias 10 e 11.02.2010, em formato “*one-on-one*” (um-a-um), tendo a área técnica da CVM ressaltado a potencial entrega de informações não divulgadas que poderiam ter sido decisivas para a aquisição de ações pelo investidor estrangeiro.

Não tendo encontrado elementos suficientes para formular uma acusação de *insider trading* contra o investidor estrangeiro, a CVM iniciou um processo administrativo sancionador contra o ex-Diretor de Finanças e de Relações com Investidores, para averiguar se forneceu informações relevantes ao investidor estrangeiro na citada reunião “*one-on-one*”, de modo seletivo, e se falhou no cumprimento do dever de tempestivamente divulgar fato relevante a respeito da alienação indireta do controle da SEB.

Com base nas provas e circunstâncias, o Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez conclui pela absolvição do executivo. De particular importância para este estudo, o Diretor Relator inicia o exame da acusação, abordando, especificamente, o assunto dos encontros entre a administração de companhias abertas com profissionais de mercado, como analistas, gestores e investidores.

Pelo ineditismo e relevância para a análise aqui empreendida, decompõe-se essa parte teórica da culta decisão em quatro trechos que cuidam de aspectos explorados ao longo deste estudo.

A primeira premissa se relaciona com o importante papel que participantes do mercado como gestores, analistas, consultores, investidores fundamentalistas e outros, desempenham para o regular, adequado e eficiente funcionamento do mercado:

“14. Começo minha análise destacando a importância que analistas e investidores fundamentalistas têm para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. Esses profissionais atuam analisando as informações disponíveis acerca dos emissores e dos valores mobiliários por esses emitidos, a fim de verificar se as cotações de mercado estão refletindo de forma adequada as perspectivas da companhia. Em síntese, tais profissionais vendem o ativo (ou recomendam a sua venda) quando concluem que esse está sendo negociado por um preço superior àquele indicado em suas avaliações, e compram o ativo (ou recomendam a sua compra) quando entendem que o preço praticado pelo mercado subavalia os fundamentos da companhia.

15. Assim, a atuação conjunta desses agentes faz com que o preço dos valores mobiliários convirja para um patamar que reflete a avaliação média do mercado acerca da companhia. Ora, dado que uma das principais funções da regulação do mercado de capitais é promover a sua eficiência, pode-se concluir que as regras devem criar condições adequadas para que esses participantes do mercado tenham incentivos para processar as informações e atuar para que essas sejam adequadamente incorporadas à cotação dos ativos negociados no mercado”.

As atividades que esses profissionais desempenham são essenciais para o bom funcionamento do mercado, como frisado com maestria por Zohar Goshen e Gideon Parchomovsky⁵³⁹. Nesse estudo, os autores sustentam que o objetivo primordial da regulação do mercado de capitais deve ser criar um mercado competitivo para investidores profissionais sofisticados e analistas, no que eles chamam de “*information traders*”.

Marcelo Barbosa aborda o caso dos analistas de valores mobiliários e afirma que “[a] existência de um mercado competitivo para essa categoria profissional estimula uma

⁵³⁹ GOSHEN, Zohar e PARCHOMOVSKY, Gideon. *The Essential Role of Securities Regulation*. In: Duke Law Journal, vol. 55, pp. 711-782, 2006.

constante evolução da cobertura que fazem do mercado de valores mobiliários, com ganhos para quem se beneficia de seus serviços”⁵⁴⁰.

Segundo, há o reconhecimento de que a administração de companhias abertas pode se reunir com tais participantes do mercado para *apresentar o seu negócio e esclarecer dúvidas*, abordando questões que já foram divulgadas por meio da publicação das informações periódicas ou eventuais ou, ainda, divulgar informações adicionais, desde que não criem *assimetrias informacionais relevantes*. Senão, veja-se:

“16. Em termos práticos, as companhias usualmente participam de reuniões com analistas, gestores e outros participantes do mercado para apresentar o seu negócio e esclarecer dúvidas. Tais encontros são realizados não só no contexto de operações relevantes, como, por exemplo, ofertas públicas de distribuição de ações, como também de forma rotineira a fim de promover a companhia e seus valores mobiliários para os investidores atuais e potenciais. Trata-se de prática consolidada, aqui e alhures, que por si só não denota nenhuma irregularidade.

17. Essas reuniões privadas trazem, contudo, riscos relevantes e que precisam ser adequadamente monitorados. A informação é o principal bem jurídico tutelado pela regulação do mercado de valores mobiliários⁴, mediante três principais estratégias: (i) a imposição de deveres informativos aos emissores de valores mobiliários e outros participantes desse mercado; (ii) a vedação ao uso de informações privilegiadas; e (iii) proibição de práticas que falseiem o mercado (como manipulações).

18. Considerando que temos, como regra geral, uma obrigação de que informações sejam divulgadas de forma equânime a todo o mercado, reuniões privadas entre companhias abertas e certos participantes do mercado podem parecer questionáveis. Mais ainda, a regulação que autoriza tais encontros pode parecer contraditória ou mesmo incompatível com o regime fundado no full and fair disclosure.

19. Afinal de contas, essas reuniões não se resumem a repetir informações já divulgadas ao público, ou não teriam nenhuma utilidade para os profissionais de mercado, que investem recursos não só no desenvolvimento de expertise e na análise das informações públicas, como também na produção ou descoberta de informações adicionais, que os permitam fazer uma avaliação superior acerca dos valores mobiliários da companhia.

⁵⁴⁰ *Algumas Notas sobre Insider Trading*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 272-296, 2017, p. 281.

20. Nessas reuniões privadas entre companhia e profissionais de mercado, usualmente são discutidos diversos assuntos relacionados à companhia, como o contexto macro e microeconômico em que se insere, questões regulamentares, entre outros. Os analistas, gestores e clientes da ponta compradora fazem uma série de questionamentos aos executivos da companhia, a fim de construir seu juízo de valor em relação ao negócio e tomar sua decisão de investimento (ou, conforme o caso, elaborar sua avaliação acerca do ativo).

21. O princípio do full and fair disclosure não proíbe a companhia de participar de conversas reservadas, desde que não coloque o seu interlocutor em uma posição de assimetria relevante. O que a regulação exige é que a informação relevante seja disseminada de forma equânime e tempestiva” (destaques originais).

Terceiro, mais uma vez, emerge de modo nítido a importância do critério para se determinar a relevância com um filtro crucial na estruturação do sistema informacional, como melhor abordado no item 4.3. A definição da baliza da relevância em certas circunstâncias está longe de ser trivial, como se viu. Sem querer generalizar, ao menos em casos graves (e talvez só mesmo neles), vale a afirmação contundente da então presidente da SEC, Mary Schapiro, de que “há uma linha – e acho que é uma linha bastante clara – que é ultrapassada quando se pratica insider trading”, mas “não há nada errado em se conduzir uma investigação (due diligence) tremenda”⁵⁴¹.

“22. O filtro de relevância desempenha, portanto, uma função crucial nessa análise – como, ademais, em diversas questões de nossa regulação. Quando a companhia não divulga informações relevantes, as reuniões privadas acima mencionadas não prejudicam os demais participantes do mercado, uma vez que as informações transmitidas de forma restrita, quando isoladamente consideradas, não influem, 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; ou, finalmente, (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

23. Assim, é lícito a companhia detalhar para analistas, gestores e investidores informações previamente divulgadas e mesmo responder perguntas sobre dados que não foram objeto específico de divulgações anteriores, desde que não forneça informações privilegiadas.

24. Tal interpretação, vale dizer, nada tem de novidade e é aquela que melhor se conforma ao texto do nosso normativo. De acordo com o artigo 3º, §3º, da Instrução

⁵⁴¹ EDER, Steve. “SEC chief draws a ‘bright line’ on insider trading”. In: The Wall Street Journal, publicado em 21.10.2011 (<<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970203752604576643474268068178>>, acessado em 08.01.2018).

CVM n.º 358/2002, ‘cumpre ao Diretor de Relações com Investidores fazer com que a divulgação de ato ou fato relevante na forma prevista no caput e no §4º preceda ou seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior’.

25. A contrario sensu, informações não relevantes podem ser divulgadas, por exemplo, em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior, sem qualquer violação ao referido comando.

26. Ademais, essa interpretação compatibiliza nossa norma com o regime instituído em outras jurisdições. Nesse sentido, faço referência à Regulation Fair Disclosure, ou simplesmente, Regulation FD, editada em 2000 pela Securities and Exchange Commission norte-americana para lidar com o problema da divulgação seletiva de informações. A regra norte-americana proibiu naquele país a divulgação privilegiada a certos investidores, mas, com propriedade, se restringiu à divulgação de informações relevantes” (destaques originais).

Por fim, fica sedimentado o importante entendimento da CVM de que a teoria do mosaico é “implicitamente recepcionada por nossas regras”, nos seguintes termos:

“27. Antes de encerrar esta parte teórica, gostaria de mencionar rapidamente a teoria do mosaico, que embora seja, no meu entender, implicitamente recepcionada por nossas regras (como, ademais, por qualquer regime de disclosure corretamente construído a partir do conceito de informação relevante), ainda não foi objeto de maiores discussões na doutrina ou na jurisprudência nacionais.

28. Em seu trabalho de coleta de informações, os profissionais do mercado – especialmente os analistas – buscam obter dados que, embora não sejam relevantes quando isoladamente considerados, permitam ao expert fazer um juízo mais abalizado acerca da companhia. A princípio, não há ilicitude na transmissão, de boa-fé, ao profissional do mercado de uma informação que não é relevante, mas que, combinada com outras informações coletadas pelo especialista de outras fontes, resulte na produção de uma nova informação relevante.

29. Nesse ponto, volto a me socorrer na experiência norte-americana. No relatório divulgado quando da edição da Regulation FD, a Securities and Exchange Commission esclareceu que a proibição de divulgação seletiva “não proíbe o emissor de divulgar uma informação não relevante a um analista, mesmo que, sem o conhecimento do emissor, essa peça ajude o analista a completar um ‘mosaico’ de informações que, em conjunto, é relevante”. A regra vale dizer, não inovou, estando em linha com orientações anteriores da SEC acerca da matéria. É a informação relevante, portanto, o critério que delimita o conteúdo das interações privadas da companhia com profissionais.

30. A teoria do mosaico não tem nada de exotérico, sendo, por exemplo, expressamente adotada nos materiais preparatórios para os exames do Chartered Financial Analyst – CFA, reconhecidos pela CVM como uma das formas de comprovação da qualificação técnica exigida dos candidatos a analistas pela Instrução CVM n.º 483/2010. Tal teoria sintetiza, em um conceito, uma forma comum de atuação dos analistas de investimento e visa criar segurança para que os operadores de informação, especialmente os analistas, possam realizar o seu trabalho. É claro que tal segurança não é absoluta, uma vez que a teoria do mosaico não pode ser utilizada para acobertar práticas ilícitas” (destaques originais).

Em doutrina, as menções são escassas e, quando o assunto é tocado, a análise, em regra, é bastante breve. Luiz Antonio Sampaio de Campos perpassa a questão, ao discorrer sobre o conceito de informação privilegiada, afirmando que: “[e]sse juízo coletivo é feito no pressuposto de que todos estão negociando com as mesmas informações da companhia (em igualdade de informações), sem prejuízo do fato de que a avaliação a respeito das informações e seus efeitos podem variar entre os investidores, inclusive em razão da pesquisa e esforço individual, de que é exemplo a teoria do mosaico, reconhecida pelas cortes norte-americanas”⁵⁴².

José Marcelo Martins Proença também resvala no assunto, alertando, sinteticamente, que não se deve afastar *in limine* a eventual responsabilização do “analista”⁵⁴³ que busca abrigo em tal teoria, pois a utilização de dados não públicos, ainda que individualmente irrelevantes, “pode gerar a assimetria de informações, contrária às aspirações do mercado”⁵⁴⁴. Aponta, ademais, para a necessidade de se indagar “qual informação não pública foi usada, além da forma como foi obtida”⁵⁴⁵.

Fernando de Andrade Mota aborda brevemente sobre a teoria do mosaico sob a ótica de sua obra dedicada ao dever de divulgar fato relevante, pontuando que a questão é estudada nos EUA em relação ao *insider trading*, mas salientando que a questão mereceria exame sob a ótica do dever de divulgar. Conclui que, como a informação utilizada no mosaico “não tem o condão de influenciar de modo ponderável a decisão de investimento, não há

⁵⁴² CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Op. Cit.*, 2017, p. 836-7.

⁵⁴³ O autor aborda o assunto especificamente sob o prisma do papel de analistas de valores mobiliários, que, como dito, embora utilizem consistentemente da teoria do mosaico no exercício de seu ofício, não são os únicos a fazê-lo, já que gestores de recursos próprios ou de terceiros, consultores e outros profissionais de investimento também o fazem e se enquadram no conceito norte-americano de “*financial analyst*”.

⁵⁴⁴ *Op. Cit.*, 2005, p. 148.

⁵⁴⁵ *Idem*, 2005, p. 149.

*efetivamente que se falar em fato relevante*⁵⁴⁶. A irrepreensível conclusão não poderia ser outra, pela própria formulação da teoria, que não envolve o acesso ou uso de informações que deveriam ser, em tese, objeto de anúncio de fato relevante.

Esses, contudo, não são cenários em que a teoria do mosaico está sendo aplicada. Importante não confundir a teoria do mosaico com atos ilícitos.

Se a situação envolve a supressão da publicação de fato relevante (portanto, com assimetria informacional) e a transmissão de tal informação ao analista, gestor ou investidor, só nessa hipótese há, potencialmente, a violação pelo *insider* do dever de sigilo sob a Lei das S/A e um crime de repasse de informação privilegiada sob o §1º do art. 27-D da Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Se o analista, gestor ou investidor, ciente da relevância da informação e de sua natureza não pública, negociar com base nessa informação para proveito próprio, deverá estar incurso no ilícito do uso indevido de informação privilegiada.

A legitimidade do uso dessa teoria, em verdade, depende da avaliação de dois pontos. O primeiro diz respeito à licitude do modo como as informações ou fragmentos de informação foram obtidos. O segundo à indagação se as informações em questão realmente eram não relevantes individualmente consideradas e, portanto, mesmo que ainda não disseminadas não se qualificam como privilegiadas.

É importante repisar que a assimetria informacional em si não é justificativa para se descartar a teoria do mosaico, pois um certo desequilíbrio sempre vai existir, seja pelo maior ou menor acesso a fontes de dados, seja pelo grau de capacidade de digeri-las. O que o sistema informacional busca propiciar é que, querendo, todos investidores possam ter acesso ao conjunto de informações relevantes a respeito de uma companhia. Busca-se um acesso com relativa paridade às informações adequadas.

⁵⁴⁶ *Op. Cit.*, 2015, p. 179. Já em relação à intersecção da teoria do mosaico com o *insider trading*, Fernando de Andrade Mota endossa a lição de José Marcelo Martins Proença transcrevendo-a (*Op. Cit.*, 2015, p. 179). Giovanna Bakaj Oliveira reconhece a dificuldade de se chegar a uma conclusão definitiva sobre o tema, argumentando que a verificação da ocorrência do *insider trading* decorrerá da análise do caso concreto, por meio do exame de duas questões (i) se existe assimetria informacional resultante de não publicação de fatos relevantes e (ii) se, pela análise do trabalho feito pelo investidor, é possível concluir que a “decisão foi tomada” em função da cuidadosa análise do mercado, fruto de sua bagagem intelectual (OLIVEIRA, Giovanna Bakaj. *Insider Trading: questões relevantes*. In: Relatório do Grupo de Direito Societário. Segundo Congresso Brasileiro de Direito Comercial. Grupo de Pesquisa da Universidade de Brasília – Unb, pp. 201-222, 2012, p. 211). A autora também se socorre da doutrina de José Marcelo Martins Proença sobre a questão.

Ademais, a informação que deve ser disponibilizada é aquela que, conforme o critério analisado no item 4.3, caracteriza-se como uma informação relevante. Não sendo configurada sua relevância, tal informação pode ser compartilhada com investidores e analistas para uso em suas funções, de grande importância para o mercado.

Thiago A. Spercel teve a oportunidade de consignar que “[n]o desenvolvimento do trabalho de pesquisa, os investidores podem, por meio do acesso lícito a informações públicas, chegar a determinadas conclusões e projeções acerca de determinados ativos. Tais informações são trabalhadas em função de pesquisa e análise próprias com base em conceitos em finanças para serem transformadas em relatórios ou researchs, que podem ser caracterizadas como ‘informações de mercado’. Cumpre mencionar que não há, nem no Brasil, nem em nenhum outro ordenamento jurídico de nosso conhecimento, proibição ao uso de informações de mercado, o que pode ser ilustrado pela ‘teoria do mosaico’ consolidada pelas cortes norte-americanas”⁵⁴⁷.

De relevo adicionar a essas ponderações que, primeiro, a teoria do mosaico beneficia não somente os analistas de valores mobiliários, em sentido estrito, mas também os gestores de recursos e investidores de um modo geral. Segundo, que esses profissionais do mercado usam não só informações públicas, mas também informações não relevantes, não públicas, regularmente obtidas da companhia.

Comparando o sistema norte-americano com o do Reino Unido, a análise de Edward Greene, ex-Procurador Chefe da SEC, e Olivia Schmid⁵⁴⁸ é preciosa para o momento vivido no Brasil, em que há um movimento em busca da maior paridade informacional. Para os ilustres autores, um regime baseado na paridade de acesso não deve impedir o desenvolvimento de atividades legítimas de análise de valores mobiliários, mesmo porque são cruciais para o mercado. Os autores pontuam, inclusive, que desencorajar esse tipo de comportamento significaria reduzir a eficiência dos mercados de valores mobiliários em detrimento de todos seus investidores. A respeito, importante lembrar que se consignou

⁵⁴⁷ SPERCEL, Thiago A. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. Dissertação de Mestrado sob orientação do Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, pp. 73-4.

⁵⁴⁸ GREENE, Edward; e SCHMID, Olivia. *Op. Cit.*, p. 411 (“*The tippee analyst may be further immunized from liability in the United States by what the SEC has called the ‘mosaic theory’*. *The mosaic theory protects investors who ‘assemble pieces of non-public and immaterial information into a mosaic that reveals a material conclusion’*. *However, the analyst would also be safe under the U.K. regulatory framework, even though it is based on a parity of information foundation*”).

que a paridade informacional que se busca é a de acesso, não de conhecimento, como pontuado no item 2.4.

Como medida de mitigação de risco, o investidor, também, deve se cercar de precauções ao contratar qualquer terceiro para prover-lhe informações, seja ele um consultor de valores mobiliários, um analista de valores mobiliários, uma empresa de inteligência informacional ou um especialista (*expert*) em determinada empresa ou segmento. Deve, após a contratação, periodicamente manter controles, sendo sugerido, inclusive, que o profissional de *compliance* monitore, no mínimo, amostras aleatórias das conversas do time do investidor com o especialista. Isso não elimina completamente os riscos de *insider trading*, mas reduz substancialmente a probabilidade de sua ocorrência. Para a empresa, também, será uma defesa potencialmente útil se puder demonstrar que tudo que estava a seu alcance em termos de controle, treinamento e monitoramento foi feito, mas que o funcionário, em violação a seus deveres, adotou comportamento ilícito.

Dessa forma, não se configura o *insider trading* caso o investidor possa comprovar que a conclusão que embasou o negócio com os valores mobiliários foi fundamentada em dados outros que informação relevante não divulgada e no uso de suas metodologias de análise.

CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O efetivo combate ao uso indevido de informação privilegiada é medida que se impõe em prestígio à igualdade de acesso informacional (*market egalitarianism*), ao correto e eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários e à preservação da confiança dos investidores.

No palco da repressão ao *insider trading*, a CVM vem assumindo um protagonismo importante para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Seguindo os passos das autoridades norte-americanas, que, a partir da década de 90, levantaram, com convicção, a bandeira do combate ao *insider trading*, a CVM vem, de forma ostensiva, dispensando à repressão dessa conduta tratamento especial dentro de sua pauta.

A postura mais ativa do órgão regulador se beneficia da recente revisão da legislação que disciplina os processos administrativos sancionadores, concretizada com a vinda da Medida Provisória n.º 784/2017, que perdeu sua eficácia por falta de cumprimento de prazo, mas foi ressuscitada na forma da Lei n.º 13.506/2017, que tramitou com surpreendente urgência no Congresso Nacional, em vista do conturbado contexto ali instaurado à época. Com isso, os poderes sancionatórios da CVM foram reforçados pela vinda da novel legislação.

Vale lembrar que a criação da CVM e a legislação do mercado de capitais foram notoriamente inspiradas na experiência norte-americana, em particular pela adoção do regime de *full disclosure* e da regra, que o complementa, impondo que os administradores “disclose or abstain from trading”.

Ocorre que, embora tenha sido o nascedouro do combate ao *insider trading*, os EUA tornaram-se uma exceção no mapa global, remanescendo como um dos poucos países que não adota legislação detalhada a respeito do tema de *insider trading*, escorando-se na norma geral antifraude no melhor estilo da *Common Law*. Como se viu, em virtude do enfoque dado pela Suprema Corte em *Chiarella* e *Dirks*, a repressão ao uso da informação privilegiada continua a se alicerçar na determinação se houve a violação de um dever fiduciário para a obtenção da informação privilegiada, enquanto, na maioria das outras

jurisdições, a perspectiva passou a ser da busca de acesso paritário a informações relevantes⁵⁴⁹.

Na arquitetura da Lei das S/A e da Lei n.º 6.385/76, nosso ordenamento concebeu o ilícito de uso indevido de informação privilegiada como uma conduta praticada, em regra, dentro da companhia aberta por aqueles que estavam dentro dela. A conduta afrontava o dever de lealdade. Um primeiro ajuste foi feito, mediante a aposição de um novo parágrafo na disposição legal sobre o dever de lealdade, amplificando a vedação para abranger “qualquer pessoa” que tenha tido acesso à informação privilegiada. A expansão foi notável, mas os laços com os deveres fiduciários inegavelmente permaneciam, mesmo porque a norma continuava dentro da Lei das S/A e, sobretudo, como parte da disposição a respeito do dever de lealdade. A corroborar, o tipo penal então criado fazia menção expressa a “dever de sigilo” e a Instrução CVM n.º 358/2002 foi editada para cuidar do dever de informar, dever de sigilo e da vedação de negociar (*insider trading*), como um conjunto coeso e mutuamente complementar. A vinda da alteração do tipo penal previsto no art. 27-D da Lei n.º 6.385/76, em novembro de 2017, para romper sua vinculação, antes obrigatória, ao dever de sigilo, abre o horizonte para uma busca de mercado de valores mobiliários em que há um acesso paritário a informações relevantes, com suporte legislativo.

Daí que não há dúvida de que o caminho trilhado pelo Brasil converge para a tendência que vem se estabelecendo globalmente e que se descola da abordagem norte-americana. Esse distanciamento, é importante advertir, impõe que a tradicional transposição de conceitos, ideias e modelos, adotados nos EUA, para o Brasil, se faça com cautela e com a devida reflexão a respeito de seu cabimento.

O crescente rigor na legislação que busca a efetivação dos deveres dos participantes do mercado de capitais vem acompanhada de uma igualmente crescente preocupação por investidores, emissoras, administradores e demais participantes no sentido de atuar e conduzir seus negócios adequadamente.

⁵⁴⁹ Opiniões de inegável autoridade recomendam a urgente revisão do sistema norte-americano para cobrir as lacunas e contradições que foram se estabelecendo e só fizeram maximizar as incertezas e a necessidade de longos e custos litigiosos, com resultado pouco previsível. O professor John Coffee, Jr., por exemplo, propõe que a SEC edite novas regras para cuidar desses pontos (*Mapping the Future of Insider Trading Law: of Boundaries, Gaps and Strategies*. In: Columbia Business Law Review, vol. 2013, n.º 2, pp. 281-317, 2013, p. 304-7). Edward Greene e Olivia Schmid, a seu turno, defendem uma ampla revisão legislativa para assegurar o acolhimento do regime de paridade informacional sem, contudo, prejudicar as atividades de análise de valores mobiliários realizadas por investidores e analistas (*Op. Cit.*, 2013, p. 426).

Se, de um lado, é essencial que as condutas reprováveis não passem incólumes, de outro, a falta de certeza e segurança jurídica, por certo, só faz desencorajar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, pois os investidores estrangeiros destinarão seus recursos a locais com uma estrutura jurídica mais estável e previsível e os poupadores locais preferirão outros produtos de investimento, mesmo que com menor retorno.

Alguns pontos importantes foram abordados ao longo do estudo e reclamam atenção com o propósito de eliminar ou mitigar as incertezas.

Uma primeira questão que se deu notícia é que as tendências internacionais apontam para a urgente necessidade de se revistar o arranjo legislativo, prevendo duas esferas de apenamento incidindo sobre uma mesma conduta, em vista dos recentes acontecimentos testemunhados na União Europeia, Itália e França na esteira do julgamento do caso *Grand Stevens & ors v. Italy* pelo Tribunal Europeu de Direitos Humanos (vide item 3.1). A impossibilidade da convivência de dois sistemas de apenamento conduz a necessidade de uma escolha que, no Brasil, parece óbvia, haja vista a relativa dormência da persecução criminal e a ausência de especialização.

Um segundo ponto a merecer especial olhar é a prática do uso de prova indiciária. O agravamento das possíveis penas coloca sobre a CVM a responsabilidade de atuar de modo ponderado e proporcional, em especial ao avaliar quadros probatórios em que somente existam provas indiretas da conduta em questão. Os indícios devem ser múltiplos, veementes, convergentes e graves para qualificarem como prova indiciária⁵⁵⁰. Condenações equivocadas afrontariam não só o princípio da presunção da inocência, como descredibilizariam o órgão regulador e o próprio mercado de valores mobiliários. Espera-se que a CVM tenha a serenidade de conduzir e instruir com maestria o volume de processos administrativos sancionadores que decorrerá do esperado desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, com maior atratividade, mais participantes e maior volume de negociações.

Sob esse ângulo, sobressai a importância dos diversos participantes do mercado de manterem políticas e procedimentos que se conformem à legislação e regulamentação e, demais disso, documentem o cumprimento em caso de potencial necessidade. A estrutura de

⁵⁵⁰ PAS CVM n.º 22/94, Dir. Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, v.u., j. 15.04.2004.

ônus probatório permite a adoção de presunções relativas em certas hipóteses, de sorte que a posse a provas sobre a conduta passada pode ser essencial para a defesa dos interesses dos participantes do mercado.

O critério da relevância é, como se viu, “*conceito cuja determinação jamais se poderá pretender precisa ou exaustiva*”⁵⁵¹. Desde o início do estudo, nunca houve a pretensão de se postar balizas fixas e claras para todas as situações, com a identificação de fórmulas fixas e objetivas. O que se buscou, ao longo do item 4.3, foi traçar as regras fundamentais para auxiliar o intérprete na árdua tarefa de definição se uma dada informação é relevante, tratando de diversas situações que propiciam dúvida.

E como foi aludido, o esforço nesse tocante é importante não só para efeitos de caracterização da informação privilegiada, mas também para distinguir as informações que devem ser divulgadas obrigatoriamente, pois relevantes, daquelas que, embora estejam sujeitas ao dever de reserva, podem ser divididas em certas circunstâncias que se alinham com o interesse social.

O interesse social em fomentar um mercado ativo e líquido de seus valores mobiliários conduz à necessidade de compartilhamento de informações com investidores profissionais, gestores de recursos e analistas financeiros de um modo mais amplo, que exercem atividades essenciais para o funcionamento adequado e eficiente dos mercados de valores mobiliários.

Retorna-se, assim, às citações apostas no intróito deste estudo. Nunca é demais ressaltar a importância, para o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários, da busca eterna e contínua, desempenhada por todos os investidores profissionais, gestores, analistas e consultores, com o objetivo – como se viu, legítima - de congregar as melhores e mais precisas informações para identificar as oportunidades dos mercados. Impor sanções a essas atividades, equiparando-as a *insider trading*, somente contribuirá para o desprestígio e o retrocesso no mercado de valores mobiliários.

⁵⁵¹ BARBOSA, Marcelo. *Op. Cit.*, 2016, p. 290.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo, Saraiva, 2009.
2. AKERLOF, George. *The Market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*. In: *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, issue 3, 1970.
3. ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais*. Dissertação de Mestrado sob a orientação do Professor Associado Renato de Mello Jorge Silveira, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 132.
4. ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 36, n. 105, São Paulo: Malheiros, pp. 144-58, jan/mar 1997.
5. ARAGÃO, Paulo Cezar. *A Lei das Sociedades Anônimas e os padrões contábeis internacionais (IFRS): uma convivência nem sempre harmônica*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 661-682, 2017.
_____. "A CVM em juízo: limites e possibilidades". In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 9, n. 34. São Paulo: RT, pp. 38-49, out./dez. 2006.
6. ARMOUR, John; BENG TZEN, Martin; e ENRIQUES, Lucas. *Investor Choice in Global Securities Markets*. July 2017, p. 57. Disponível em <http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/capital-markets/armour-bengtzen-enriques-final.pdf> (acessado em 08.01.2018).
7. AUSUBEL, Lawrence M. *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*. In: *The American Economic Review*, vol. 80, pp. 1022-1041, 1990.
8. BAINBRIDGE, Stephen M. *Insider trading law and policy*. Concepts and Insights Series. New York: Foundation Press, 2014.
_____. *Regulating insider trading in post-fiduciary duty era: equal access or property rights?* In: BAINBRIDGE, Stephen M. (ed.). *Research Handbook on Insider Trading*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, pp. 80-98, 2013.
_____. *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*. In: *Florida Law Review*, vol. 38, pp. 35-68, inverno de 1986.
9. BARBERIS, Nicholas e THALER, Richard H. "A survey of behavioral finance". In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, N. e STULZ, R. (editores). *Handbook of the Economics and Finance*. Amsterdam: Elsevier, 2003, pp. 1.051-1.121.

10. BARBOSA, Marcelo. *Algumas Notas sobre Insider Trading*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 272-296.
11. BASTOS, Celso Ribeiro; e MARTINS, Ives Gandra. *Comentários à Constituição do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*. São Paulo: Saraiva, 1990.
12. BENY, Laura N. “Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence”. In: *American Law and Economics Review*, vol. 7, n.º 1, pp. 144-83, 2005. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=623481> (acessado em 08.01.2018).

_____. *A Comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading*. John M. Olin Center for Law & Economics. Paper #04-004. University of Michigan Law School, 2004, p. 4-5. Disponível em https://repository.law.umich.edu/law_econ_archive/art4/ (acessado em 08.01.2018).
13. BERLE JR., Adolf A.; e MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property; with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen*. Tenth printing. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 2009.
14. BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. “The World Price of Insider Trading”. In: *The Journal of Finance*, v. LVII, n.º 1, Fevereiro 2002, p. 75-108, 2002.
15. BITENCOURT, Cezar Roberto; e BREDÁ, Juliano. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o mercado de capitais*. 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2014.
16. BONDI, Bradley J; e LOFCHIE, Steven D. “The law of insider trading: legal theories, common defenses and best practices for ensuring compliance”. In: *8 NYU Journal of Law & Business*, Fall 2011, pp. 151 e ss.
17. Brandeis, Louis. *Other People’s Money*. Reimpressão de 2009. Createspace. 1914.
18. BRUDNEY, Victor. *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*. In: *Harvard Law Review*, vol. 93, n.º 2, pp. 322-376, dez. 1979.
19. BRUNO, Aníbal. *Direito Penal*. vol.1 – Parte Geral, Rio de Janeiro: Forense, 1959.
20. CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria – Deveres e Responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, pp. 790-913, 2017.
21. CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R. *The Regulation of Insider Trading*. In: *Stanford Law Review*, vol. 35, n.º 5, pp. 857-896, maio 1983.

22. CARNEY, William J. *Signalling and Causation in Insider Trading*. In: Catholic University Law Review, vol. 36, n.º 4, pp. 863-898, verão 1987.
23. CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.
24. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3º volume, 6ª edição, revista e atualizada, 3ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 2015.
 _____ . *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.
25. CARVALHOSA, Modesto; e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei de S/A*. São Paulo: Saraiva. 2002.
26. CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.
27. CERZETTI, Sheila Christina Neder. *Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 190-228.
28. CHEDIAK, Julian F. P. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
29. CHOI, Stephen J.; e PRITCHARD, A. C. *Behavioral Economics and the SEC*. In: Stanford Law Review, vol. 56, n.º 1, pp. 1-74 (outubro 2003).
30. CODORNIZ, Gabriela; e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
31. COFFEE JR., John C. *Mapping the Future of Insider Trading Law: of Boundaries, Gaps and Strategies*. In: Columbia Business Law Review, vol. 2013, n.º 2, pp. 281-317, 2013, p. 304-7.
 _____ . “*Competition Among Securities Markets: A Path Dependent Perspective*” (março de 2002). Columbia Law and Economics Working Paper No. 192, pp. 16-26. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=283822> (acessado em 08.01.2018).
 _____ . *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. In: Yale Law Journal, vol. 111, n.º 1 (outubro 2001), pp. 1-82.
32. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)*. Cadernos CVM n.º 11, Rio de Janeiro, 2016.
33. COMPARATO, Fabio Konder. “*A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*”. In: *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 331-353.

- _____. *Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. In: *Ensaaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 3-15, 1978.
- _____. *Aspectos Jurídicos da Macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.
34. CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *Da boa fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2015,
35. COSTA, Helena Regina Lobo da; ALONSO, Leonardo; e COELHO, Marina Pinhão. *Dos crimes contra o mercado de capitais*. In: *Revista Literária do Direito*, vol 53, São Paulo, pp. 30-33, 02.08.2004.
36. COSTA, José de Faria; e RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.
37. COX, James D. “*Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the Chicago School*”. In: 1986 *Duke Law Journal*, 1986, pp. 628-659.
38. CRIMMINS, Stephen J. *Insider Trading: Where is the Line*. In: *Columbia Business Law Review*, vol. 2013, n.º 2, pp. 330-368 (2013).
39. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Edition, Wiley, 2012.
40. DAVIDOVICH, Marcos. “A grande muralha e o conflito de interesses na common law”. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. v. 61, São Paulo: RT, pp. 15-44, jul./set. 2013.
41. DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Millenium, 2003.
42. DEMSETZ, Harold. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, In: *Journal of Law & Economics*, vol. 26, n.º 2, pp. 375-390, junho 1983.
43. DOLGOPOLOV, Stanislav. *Insider Trading, Informed Trading, and Market Making: Liquidity of Securities Markets in the Zero-Sum Game*. In: *William & Mary Business Law Review*, vol. 3, n.º 1, pp. 1-57, 2012.
- _____. *Risks and Hedges of Providing Liquidity in Complex Securities: The Impact of Insider Trading an Options Market Makers*. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 15, n.º 2, 2010.

44. DUFOUR, Olivia. *L'affaire Grande Stevens sonne la fin de la double répression des abus de marché*. Comentário à decisão da Corte Europeia de Direitos Humanos, j. 04.03.2014. *Grande Stevens et al. v. Itália*. Req. n.º 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10. *Petites affiches*, 30.03.2014, n.º 86, p. 4.
45. DYCK, Alexander; e ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. In: *The Journal of Finance*, vol. LIX, No. 2, pp. 537-600, abril de 2004.
46. EASTERBROOK, Frank. *Insider Trading as an Agency Problem*. In: PRATT, John W. and ZECKHAUSER, Richard J. (eds.). *Principles and Agents: The Structure of Business*. Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 81-100.
- _____. *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*. In: *Supreme Court Review*, 1981, pp. 309-65.
47. EASTERBROOK, Frank e FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996.
- _____. e FISCHER, Daniel R. "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors". In: *Virginia Law Review*, v. 70, n. 4, Charlottesville: Virginia Law Review Association, maio 1984, pp. 669 (disponível em http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2176&context=journal_articles, acessado em 12.07.2016).
48. EDWARDS, Robert; MAGEE, John; e BASSETTI, W. H. C. *Technical Analysis and Stock Trends*. 10ª ed., CRC Press, 2012.
49. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. II, Artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- _____. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1998.
- _____. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- _____. *A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do Insider trading*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 23, n.º 55, pp. 170-75, jul./set. 1984.
- _____. *Insider trading e a responsabilidade de administrador de companhia aberta*. São Paulo: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 50, pp. 42-56, abr./jun. 1983.

- _____ ; e BASTOS, Aurélio Wander. *O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1980.
50. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª Ed. Revista e Ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
51. EPSTEIN, Richard A. *Returning to Common-Law Principles of Insider Trading after United States v. Newman*. In: Yale Law Journal, vol. 125, n.º 5 (março de 2016), pp. 1482-1530.
52. FABIAN, Christoph. *O dever de informar no Direito Civil*. São Paulo, RT, 2002.
53. FADANELLI, Vinicius Krüger Chalub. *Termo de compromisso em processo administrativo sancionador da Comissão de Valores Mobiliários* (dissertação de Mestrado). Prof. Orientador José Alexandre Tavares Guerreiro, São Paulo: FDUSP, 2013.
54. FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets II*. In: The Journal of Finance, vol. 46, n.º 5, 1991, pp. 1575-1617.
- _____. *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*. In: Journal of Finance, vol. 25, issue 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y., Dezembro 28-30 de 1969 (maio, 1970), pp. 384-417.
55. FERBER, David. *The Case Against Insider Trading: A Response to Prof. Manne*. In: Vanderbilt Law Review, vol. 23, n.º 3, pp. 621-626, abril 1970.
56. FERRARA, Ralph C.; NAGY, Donna M.; THOMAS, Herbert; e KIM, Thomas J. *Ferrara on Insider Trading and the Wall*. Nova Iorque: Law Journal Press, 2006.
57. FERREIRA, Daniel. *Sanções administrativas*. São Paulo: Malheiros, 2001.
58. FISCHER, Philip. *Common Stocks and Uncommon Returns and others writings*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 44.
59. FITTIPALDI, Silvia Labriola Cavalieri. *A repressão ao insider trading no Brasil: panorama atual e novas perspectivas*. Dissertação de mestrado sob orientação do professor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.
60. FOX, Merritt B. *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment*. In: Virginia Law Review, vol. 85, n.º 7, pp. 1335-1420, outubro 1999.
61. FRAGOSO, Heleno Cláudio. *Lições de Direito Penal – A Nova Parte Geral*. 9ª. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1985, p. 152.

62. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Alteração do controle direto e indireto*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e AZEVEDO, André N. de Moura (org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- _____. FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. *Ainda o Conceito de Benefício Particular: Anotações ao Julgamento do Processo CVM n.º RJ 2009/5811*. In: Revista de Direito Mercantil 149/150, ano XLVII (Nova Série), pp. 293-322, jan/dez 2008.
63. FRIED, Jesse M. “*Insider Abstention*”. In: Yale Law Journal, vol. 13, 2003, pp. 455-92 (disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?Abstract_id=330520>, acessado em 12.07.2016).
64. GILSON, Ronald J.; e KRAAKMAN, Reinier H. *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 240; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 270; Harvard Law and Economics Disc. Paper No. 446, October 2003. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=462786> (acessado em 08.01.2018)
- _____. *The Mechanisms of market efficiency*. In: 70 Va. L. Rev. 549-644 (1984).
65. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- _____. *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*. In: Revista de Administração, São Paulo, vol. 39, n.º 4, p. 309-26, 2004.
66. GORMAN, Christopher M. *Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers*. In: Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 9, Issue 2 (2004), pp. 475-500.
67. GOSHEN, Zohar e PARCHOMOVSKY, Gideon. *The Essential Role of Securities Regulation*. In: Duke Law Journal, vol. 55, pp. 711-782, 2006.
68. GRANDIS, Rodrigo de. *Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no Direito Brasileiro*. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; e DIAS NETO, Theodomiro (coord). *Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos*. Série GVLaw. São Paulo: Saraiva, pp. 139-180, 2011, p. 156.
69. GREENE, Edward; e SCHMID, Olivia. *Duty-Free Insider Trading*. Symposium: The Past, Present, and Future of Insider Trading Law: A 50th Anniversary Re-Examination of Cady, Roberts and the Revolution it Began. In: 2013 Columbia Business Law Review, 2013, pp. 369-428.
70. GT Interagentes. *Guia Educativo de Prevenção ao Insider Trading*, 2016.

71. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade Anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*. In: In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* – São Paulo: Quartier Latin, pp. 20-28, 2010, p. 20
- _____. *Sobre o poder disciplinar da CVM*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 43, p. 64-78, 1981.
72. HAFT, Robert J. *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*. In: Michigan Law Review, Vol. 80, No. 5 (Apr., 1982), pp. 1051-1071.
73. HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Financial Management Association Survey and Synthesis Series. Oxford University Press, 2002.
74. HATANAKA, Alex S. *Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto*. In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v. 3, p. 111-146, 2016.
- _____. *Apontamentos sobre a unificação de ofertas públicas de aquisição de ações*. In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v. 1, p. 165-216, 2015.
75. HEMINWAY, Joan MacLeod. *Save Martha Stewart – Observations about equal justice in U.S. Insider Trading Regulation*. In: Texas Journal of Women and the Law, vol. 12, n.º 2 (primavera de 2003), pp. 247-286.
76. HENNING, Peter J. *Between Chiarella and Congress: A Guide to the Private Cause of Action for Insider Trading under the Federal Securities Laws*. In: University of Kansas Law Review, vol. 39, n.º 1, pp. 1-58, outono 1990.
77. HOFFMAN, Drew. *Martha Stewart's Insider Trading Case*. In: Georgetown Journal of Legal Ethics, vol. 20, n.º 3 (verão de 2007), pp. 707-718.
78. HORWICH, Allan. *The Mosaic Theory of Materiality – Does the Illusion Have a Future?*. In: Securities Regulation Law Journal, Forthcoming; Northwestern Law & Econ Research Paper No. 14-05, May 13, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2397445> (acessado em 08.01.2018).
79. HUDDART, Steven J.; HUGHES, John S.; e BRUNNERMEIER, Markus K. *“Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context”*. In: Journal of Accounting and Economics, vol. 26, n.ºs 1-3, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=146737> (acessado em 08.01.2018).
80. HUNGRIA, Nelson. *Comentários ao Código Penal*. vol. I, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 1978.

81. International Organization of Securities Commissions Organization (IOSCO). Relatório do Comitê de Mercados Emergentes da IOSCO: “Insider trading: how jurisdictions regulate it?” março de 2003, Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf> (acessado em 08.01.2018).
82. JENSEN, Michael C.; e MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: Journal of Financial Economics, vol. 3 (4), pp. 305–360, 1976.
83. JENSEN, Michael C. *Some anomalous evidence regarding Market efficiency*. In: Journal of Financial Economics, vol. 6, n.ºs 2/3, pp. 95-101, 1978.
84. KAHNEMAN, Daniel. *Attention and Effort*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1973.
85. KAHNEMAN, Daniel; e TVERSKY, Amos. “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”. In: *Econometrica*, vol. 47 (2), pp. 263-291, março de 1979 (disponível em https://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf, acessado em 08.01.2018).
86. KARMELO, Roberta S. *The relationship between mandatory disclosure and prohibition against insider trading: why a property rights theory of insider trading is untenable*. In: 59 Brook. L. Rev. 149, 169-70, 1993.
87. KIM, Sung Hui. *Insider trading as private corruption*. In: UCLA Law Review, vol. 61, n.º 4 (maio de 2014), pp. 928-1009.
88. KINGSBURY, Benedict; KRISCH, Nico e STEWART, Richard B. “*The Emergence of Global Administrative Law*”. In: Law and Contemporary Problems, vol. 68, números 3 e 4 (verão/outono 2005), pp. 15-62.
89. KOB, D. Casey. *Wall Street v. Main Street: The SEC's New Regulation FD and It's Impact on Market Participants*. In: *Indiana Law Journal*, vol. 77, n. 3, pp. 551-614 (verão 2002).
90. KRAAKMAN, Reinier. *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*. In: HOPT, Klaus J. and WYMEERSCH, Eddy (editores). *European Insider Dealing*. London: Butterworths, pp. 39-55, 1991.
91. KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; and ROCK, Edward. *The anatomy of corporate law*. 3rd edition. Oxford: Oxford University Press, 2017.
92. KRIPKE, Homer. *Manne's Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics*. In: Cato Journal, vol. 4, n.º 3, pp. 945-958, inverno de 1985.

93. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei. *What Works in Securities Laws*. In: The Journal of Finance, vol. 61, n.º 1, fevereiro de 2006, pp. 1-28.
- _____. *Corporate Ownership Around the World*. In: 54 (2) Journal of Finance, 1999, pp. 471-517.
94. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert. *Law and Finance*. In: 106 Journal of Political Economy, 1998, pp. 1113-1155.
- _____. *Legal Determinants of External Finance*. In: 52 Journal of Finance, 1997, pp. 1131-1150.
95. LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
96. LANGEVOORT, Donald C. *Reflections on Scierter (and the Securities Fraud Case against Martha Stewart that never happened)*. In: Lewis & Clark Law Review, vol. 10, n.º 1 (primavera 2006), pp. 1-18.
- _____. *Investment Analysts and the Law of Insider Trading*. In: Virginia Law Review, vol. 76, n.º 5, pp. 1023-1054, agosto 1990.
97. LAWSON, Gary. *The Ethics of Insider Trading*. In: Harvard Journal of Law & Public Policy, vol. 11, n.º 3, pp. 727-784 (verão de 1988).
98. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 47. São Paulo: RT, pp. 227-245, janeiro/março, 2010.
- _____. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: RT, 1982.
99. LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76)*. In: Revista Brasileira de Ciências Criminais, v. 14, n. 60, São Paulo: RT, pp. 78-117, maio 2006.
100. LORIA, Eli; e SILVA, Victor Hugo Cunha. *Insider Trading e Provas Indiciárias na CVM: uma Análise Qualitativa e Quantitativa*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 76, ano 20, pp. 289-314. São Paulo: RT, abr-jun 2017.
101. LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. 2ª ed., Wolters Kluwer, 1988.
102. LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei*. Vol. 2 (arts. 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
103. MACEY, Jonathan R. *Insider trading – Economics, Politics and Policy*. Washington DC: The AEI Press, 1991.

104. MACEY, Jonathan R. e COLOMBATTO, Enrico. *A Public Choice Model of International Economic Cooperation and the Decline of the Nation State*. In: *Cardozo Law Review*, vol. 18, n.º 3 (dezembro 1996), pp. 925-956.
105. MACIEL, Karina Teresa da Silva; e MARTIN, Antonio. *Efetividade da repressão ao insider trading*. In: DARCANCHY, Mara Vidigal (org.). *XXII Nacional Nacional Conpedi/Uninove*. Santa Catarina: FUNJAB, v. 1, p. 300-325, 2013.
106. MANNE, Henry G. *The Collected Works of Henry G. Manne* (General Editor: Fred S. McChesney). Volume 2 (Insider Trading). Indianapolis: Liberty Fund, 2009.
- _____. *Insider trading and property rights in new information*. In: *Cato Journal*, vol. 4, n.º 3, pp. 933-944, inverno 1985.
107. MARQUES, José Frederico. *Elementos de Direito Processual Penal*. Vol. 2, Campinas: Bookseller, 1998.
108. MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das S.A.* vol. 2, tomo I, Rio de Janeiro, Forense, 1978.
109. MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.
110. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; e SANTOS, Mariana Magalhães. “O regime jurídico da informação privilegiada no Brasil”. In: Miranda, Jorge et al (comissão organizadora). *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*. Vol. II, Coimbra: Almedina, 2012, pp. 619-35.
- _____; e PRADO, Viviane Muller. “*Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*”. In: Lima, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e Economia – 30 Anos de Brasil*, tomo 2. Saraiva, pp. 191-215, 2012.
111. MEDEIROS, O. R.; e MATSUMOTO, A. S. *Emissões Públicas de Ações, Volatilidade e Insider Information na Bovespa*. In: *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, v. 40, janeiro/abril, 2006.
112. MEDEIROS, Otavio Ribeiro de. *Insider Trading in the Brazilian Stock Market*. Publicado em 18.08.2009 (disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1457444>>, acessado em 08.01.2018).
113. MELLO, Rafael Munhoz de. *Princípios Constitucionais de Direito Administrativo sancionador: as sanções administrativas à luz da Constituição Federal de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2007.
114. MENDELSON, Morris. *The Economics of Insider Trading Reconsidered (Book Review)*. In: *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 117, n.º 3, pp. 470-492, 1969.

115. MEULBROEK, Lisa K. *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*. In: *The Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1661-99, 1992.
116. MORRISON & FOERSTER LLP. *Insider Trading: Annual Review 2013*. Publicado em 2014. (disponível em <<http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/140108-Insider-Trading-Annual-Review.pdf>>, acessado em 08.01.2018).
- _____. *Insider trading annual review 2011*, p. 2 (disponível em <<http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/2011-Insider-Trading-Review.pdf>>, acessado em 08.01.2018).
117. MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, 1º volume. São Paulo: Dialética, pp. 255-71, 1999.
118. MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.
119. MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. *A prova por indícios no processo penal*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.
120. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 129-56, 2017.
- _____. *Da alienação à aquisição de controle: uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros Editores, pp. 201-29, 2014.
- _____. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. Saraiva: São Paulo, 2013.
- _____. *A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limite do instituto da arbitragem*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Org.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, p. 77-99, 2012.
- _____. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). *Direito societário - desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, p. 120-157, 2009.
- _____. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

121. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.
122. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
123. OLIVEIRA, Giovanna Bakaj. *Insider Trading: questões relevantes*. In: Relatório do Grupo de Direito Societário. Segundo Congresso Brasileiro de Direito Comercial. Grupo de Pesquisa da Universidade de Brasília – Unb, pp. 201-222, 2012.
124. PAREDES, Troy A. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. In: Washington Law Quarterly, vol. 81, n.º 2, 2003, pp. 417-86.
125. PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do Insider Trading*. CVM, junho de 1978, Rio de Janeiro: CVM (disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf), acessado em 08.01.2018).
126. PINTO, Frederico Lacerda da Costa. *O novo regime dos crimes e contra-ordenação no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000.
127. PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
128. PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
129. PRADO, Viviane Muller (coord.). *Insider Trading: dados e reflexões*. Cadernos Direito GV. Seminário 38, vol. 7, n. 6, novembro 2010.
130. PRADO, Viviane Muller; e VILELA, Renato. “Radiografia de insider trading na CVM”. Núcleo de estudos em Mercados e Investimentos - Direito GV, 2014 (disponível em http://media.wix.com/ugd/66710c_e1b69e3f3f6843b092456f8551464531.pdf), acessado em 08.01.2018)
131. PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; e VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.
132. PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – O primeiro caso de criminalização pela justiça brasileira*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, pp. 253-93, 2014.

- _____. *Repúdio ao insider trading*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). *Mercado de Capitais*. Série GVlaw: Direito, Gestão e Prática. São Paulo: Saraiva, pp. 17-88, 2013.
- _____. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
133. RACHMAN, Nora. *O Princípio do full disclosure no mercado de capitais*. Dissertação de Mestrado sob orientação do Professor Newton Delucca apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1999.
134. REGO, Anna Lygia Costa. *Confiança e Investimento Estrangeiro: uma Análise do Ambiente Jurídico*. Rio de Janeiro: Singular, 2013.
135. RIDER, Barry; ALEXANDER, Kern; e BAZLEY, Stuart. *Market abuse and insider dealing*. 3ª ed., Bloomsbury Professional, 2016.
136. ROCHMAN, Ricardo R. e EID JR., William. *Insiders conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa*. In: VII Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2007. V. 1, p. 1-16.
137. ROMANO, Roberta. ROMANO, Roberta. *The need for competition in international securities regulation*. In: *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, n.º 2, pp. 387-562, julho 2001.
- _____. *Empowering investors: a market approach to securities regulation*. In: *Yale Law Journal*, vol. 107, n.º 8, pp. 2.359-2.430, junho 1998.
138. ROSE, Amanda M. *The 'Reasonable Investor' of Federal Securities Law: Insights from Tort Law's 'Reasonable Person' & Suggested Reforms (August 9, 2016)*. In: *Journal of Corporation Law*, vol. 43 (2017, a ser publicado); *Vanderbilt Law Research Paper No. 17-05*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2840993> (acessado em 08.01.2018)
139. SALAMA, Bruno Meyerhof. 'O que é Direito e Economia?'. In: TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e Economia*. 2ª ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008.
140. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliário*. In: *Revista de Direito Mercantil*, vol. 108, pp. 101-
141. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Informação completa, Direito Societário e mercado de capitais*. In: *O Novo Direito Societário*. 4ª ed., revista e ampliada, São Paulo: Malheiros Editores, pp. 177-187, 2015.

- _____. “*Conflito de Interesses: oportunidade perdida*” e “*Conflito de interesses: novas esperanças*”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Malheiros Editores, 2015, p. 104-25.
- _____. “*Reflexões sobre a disfunção dos mercados*”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 294-315.
142. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2014.
143. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.
144. SCALA, Maíra Schweling. *Estudo empírico dos termos de compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários nos casos de insider trading*. Professora Orientadora: Viviane Muller Prado. São Paulo: FGV, 2014.
145. SCALZILLI, João Pedro; e SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado*. In: Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, v. 43, n. 147, São Paulo: Malheiros, p. 42-54, julho/setembro, 2007.
146. SCHIPANI, Cindy A.; e SEYHUN, H. Nejat. *Defining "Material, Nonpublic": What Should Constitute Illegal Insider Information?*, 21 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 327 (2016).
147. SCHOTLAND, Roy A. *Unsafe at Any Price: a reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*. In: Virginia Law Review, vol. 53, n.º 7, pp. 1425-1478, 1967.
148. SEYHUN, H. Nejat. *Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms*. In: Journal of Law, Economics & Policy, Vol. 4, Issue 2 (Spring 2008), pp. 369-408.
149. SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 21ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.
150. SILVA, Mauricio Botelho. ‘*Insider trading*’ do acionista controlador. In: Revista de Direito Público, vol. 67, pp. 312-315, jul./set. 1983.
151. SIMON, Herbert A. *Models of Man: Social and Rational – Mathematical Essays on Rational Human Behavior on a Social Setting*. New York: Wiley, 1957.
152. SPERCEL, Thiago A. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. Dissertação de Mestrado sob a orientação do prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

153. STRUDLER, Alan. *Insider trading: a moral problem*. In: *Philosophy & Public Policy Quarterly*, vol. 29, n.º 3/4, verão/outono de 2009, pp. 12-16.
154. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979.
155. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997.
156. TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Mútuo de ações e insider trading*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, pp. 517-535, 2013.
- _____. *Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, p. 453-71, 2011.
- _____. *O Papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, pp. 295-329, 2002.
157. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; e SÁ, Paulo Fernandes de. *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 2011.
158. TUCH, Andrew F. *Financial conglomerates and information barriers*. In: *Journal of Corporation Law*, Vol. 39, Issue 3 (Spring 2014), pp. 563-616.
159. TVERSKY, Amos; e KAHNEMAN, Daniel. *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*. In: *Science, Nova Série*, vol. 185, n.º 4157, setembro de 1974, pp. 1124-1131 (disponível em http://psiexp.ss.uci.edu/research/teaching/Tversky_Kahneman_1974.pdf, acessado em 08.01.2018).
160. VENTORUZZO, Marco. *Do Market Abuse Rules Violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case (October 1, 2014)*. In: European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 269/2014; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2517760. Nov 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2517760> (acessado em 06.01.2017).
- _____. *Comparing insider trading in the United States and in the European Union: history and recent developments?* MPILux Working Paper 5, 2014, p. 23, disponível em https://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS_Marco_Ventoruzzo.pdf (acessado em 08.01.2018).

161. VISCONTI, Rafael Ribeiro. *Mercados globais, reguladores nacionais: a internacionalização do mercado de capitais e o caso do insider trader*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.48, n.º 151/152. São Paulo: RT, pp. 308-29, jan./dez. 2009.
162. VITTA, Heraldo Garcia. *A Sanção no Direito Administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2003.
163. WANG, William K. S. *The Contemporaneous Traders Who Can Sue an Inside Trader*. In: Hastings Law Journal, vol. 38, n.º 6, pp. 1175-94, Agosto 1987.
- _____. *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed, and Who Can Sue Whom under Sec Rule 10b-5*. In: Southern California Law Review, vol. 54, n.º 6, pp. 1217-22, setembro 1981.
164. WANG, William K. S.; e STEINBERG, Marc I. *Insider Trading*. 3ª edição, Oxford: Oxford University Press, 2010.
165. YAZBEK, Otavio. *A OPA por aumento de participação em um mercado em transformação*. In: ROSSETI, Maristela Abla; e PITTA, Andre Grünspun. *Governança Corporativa: Avanços e Retrocessos*. São Paulo, Quartier Latin, pp. 759-79, 2017.
- _____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 3ª ed., ampliada, São Paulo: Campus, 2009.

ANEXO I - LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ABRAPP	Associao Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ABRASCA	Associao Brasileira das Companhias Abertas
ABVCAP	Associao Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
AMEC	Associao de Investidores no Mercado de Capitais
AMF	<i>Autorit des Marchés Financiers</i>
ANBIMA	Associao Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
APIMEC	Associao dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BDR	<i>Brazilian Depositary Receipts</i>
BM&FBOVESPA	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRAIN	BRAiN - Brasil Investimentos & Negócios
BSM	BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados
CETIP	CETIP S.A. – Mercados Organizados
CF/88	Constituio da República Federativa do Brasil de 1988, conforme alterada
CFA Institute	<i>Chartered Financial Analyst Institute</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
COAF	Conselho de Controle das Atividades Financeiras
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Societ e la Borsa</i>
COPOM	Comitê de Política Monetária
COSRA	<i>Council of Securities Regulators of the Americas</i>
CPMF	Contribuio Provisória sobre Movimentaces ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
DFP	Demonstraes Financeiras Padronizadas
DOJ	United States Department of Justice
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FATF	<i>Financial Action Task Force</i>
FR	Formulário de Referência
FCA	United Kingdom Financial Conduct Authority
GAFISUD	<i>Grupo de Acción Financiera de Sudamérica</i>
IAN	Informaces Anuais

IASB	<i>International Accounting Standards Board</i> (Comitê de Normas Internacionais de Contabilidade)
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBMEC	Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i> (Normas Internacionais de Contabilidade)
IIMV	Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Instrução CVM n.º 8/79	Instrução CVM n.º 8, de 8 de outubro de 1979, conforme modificada
Instrução CVM n.º 10/80	Instrução CVM n.º 10, de 14 de fevereiro de 1980, conforme modificada
Instrução CVM n.º 306/99	Instrução CVM n.º 306, de 5 de maio de 1999, conforme modificada
Instrução CVM n.º 358/2002	Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002, conforme modificada
Instrução CVM n.º 361/2002	Instrução CVM n.º 361, de 5 de março de 2002, conforme modificada
Instrução CVM n.º 400/2003	Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme modificada
Instrução CVM n.º 480/2009	Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, conforme modificada
Instrução CVM n.º 483/2010	Instrução CVM n.º 483, de 6 de julho de 2010, conforme modificada
Instrução CVM n.º 521/2012	Instrução CVM n.º 521, de 25 de abril de 2012
Instrução CVM n.º 530/2012	Instrução CVM n.º 530, de 22 de novembro de 2012
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (oferta pública inicial)
Lei Anti-Corrupção	Lei n.º 12.846, de 1 de agosto de 2013
Lei das S/A	Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada
Lei de Improbidade Administrativa	Lei n.º 8.429, de 2 de junho de 1992, conforme alterada
Lei da Reforma Bancária	Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, conforme alterada
Lei de Responsabilidade Fiscal	Lei Complementar n.º 101, de 04 de maio de 2000, conforme alterada
Lei do Mercado de Capitais	Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterada
Lei do Mercado de Valores Mobiliários	Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada
Lei Orgânica do Ministério Público	Lei n.º 8.625, de 12 de fevereiro de 1993, conforme alterada
MAR (EU)	Market Abuse Regulation (European Union) ou Regulation (EU) n.º 596/2014 of the European Parliament and of the Council
MP784/2017	Medida Provisória n.º 784, de 07 de junho de 2017
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OICV	Organização Internacional de Comissões de Valores
OPA	Oferta pública de aquisição de ações
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STOCK Act	<i>Stop Trading on Congressional Knowledge Act</i>
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito

ANEXO II - QUADRO SINÓTICO

Norma	Sujeito	Ação	Informação	Acesso ou Ciência	Elemento volitivo
LSA, art. 155, §1º	<i>insiders</i> primários	valer-se da informação na compra ou venda de valores mobiliários.	informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, e capaz de influir de modo ponderável	obtida em razão do cargo	para obter, para si ou para outrem, vantagem
LSA, art. 155, §4º	qualquer pessoa	utilizar a informação no mercado de valores mobiliários	informação relevante ainda não divulgada	que a ela tenha tido acesso	finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem
ICVM 358, art. 13	<i>insiders</i> primários	negociar com valores mobiliários	informação relativa ao ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia ainda não divulgada	tenha conhecimento	
ICVM 358, art. 13, §1º	quem quer que tenha conhecimento, em especial <i>insiders</i> temporários	negociar com valores mobiliários	informação referente a ato ou fato relevante	tenha conhecimento	saber se tratar de informação ainda não divulgada
LMVM, art. 27-D	qualquer pessoa	utilizar a informação para negociar, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários	informação relevante ainda não divulgada ao mercado	tenha conhecimento	seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida,
LMVM, art. 27-D, §1º	<i>insiders</i> primários e temporários	repassar a informação	informação sigilosa relativa a fato relevante	a que tenha tido acesso em razão de cargo	

Obs: A comparação acima extrai trechos de cada disposição para comparar os textos legais e normativos