



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO - FD
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

MARCUS VINÍCIUS PINHEIRO DE FARIA

INSIDER TRADING: Proibir é a melhor opção?

BRASÍLIA-DF

2019

Marcus Vinícius Pinheiro de Faria

Insider Trading: Proibir é a melhor opção?

Trabalho de conclusão de curso apresentado como exigência parcial para obtenção do grau de Bacharelado em Direito na Universidade de Brasília, sob orientação do Professor Doutor Fabiano Hartmann Peixoto.

Brasília-DF

Marcus Vinícius Pinheiro de Faria

Insider Trading: Proibir é a melhor opção?

Trabalho de conclusão de curso apresentado como exigência parcial para obtenção do grau de Bacharelado em Direito na Universidade de Brasília, sob orientação do Professor Doutor Fabiano Hartmann Peixoto.

Data: ___/___/___

Professor Doutor Fabiano Hartmann Peixoto
Orientador – UnB

Doutora Débora Bonat
Avaliadora – UNB

Mestra Fernanda Lage
Avaliadora – UNB

Agradecimentos

Primeiramente a Deus por todo o zelo comigo ao longo da minha caminhada e pelo constante incentivo à superação dos obstáculos da vida.

À minha mãe por ter lutado para me garantir um futuro cheio de possibilidades, apesar de toda a dificuldade da condição de mãe solteira ao vir para Brasília comigo.

Ao meu tio Edivaldo que nos últimos tempos tem sido um verdadeiro pai para mim.

À minha tia Denise e meus primos Lucas, Leonardo e Amanda nos quais encontrei amigos fraternos.

À minha avó Josefa e demais familiares.

Aos meus melhores amigos durante a graduação: Marina Cordeiro, Matheus George, Caio Paixão, Débora Caroline, Malu Viegas e, especialmente, à Luiza Kifer e à Maria Carolina Vera, que tanto me ajudaram a concretizar esse trabalho.

Ao meu orientar, professor Doutor Fabiano Peixoto Hartmann, que tão generosamente aceitou esse encargo.

À Debora Bonat e à Fernanda Lage por terem aceitado gentilmente o convite para comporem minha banca avaliadora.

Por fim, aos professores amigos que tanto acreditaram em mim, mesmo nos momentos em que nem mesmo eu acreditei.

Resumo

O presente trabalho tem por escopo, em um primeiro momento, apresentar a evolução do tratamento dado ao insider trading, além de analisar alguns dos elementos de ordem prática mais explorados em sede doutrinária e mesmo jurisprudencial. Estes, o bem jurídico tutelado, os requisitos para caracterização do tipo e a questão probatória. Num segundo momento, serão propostos questionamentos a respeito da efetividade da política proibitiva do insider trading. Isso, por meio da apresentação dos perigos da assimetria informacional, dos argumentos utilizados pelos favoráveis à proibição da prática e dos favoráveis à sua descriminalização.

Palavras chave: Insider Trading – Law and Economics – descriminalização – insider – Mercado de Valores Mobiliários – CVM – Missappropriation – Unfair Advantage – Market stability – informação relevante – informação privilegiada – insider – eficiência.

Sumário

1. Introdução	08
1.1 Evolução histórica	08
1.2 Caso Sadia-Perdigão	12
2. Estudo do tipo	
2.1 Bem jurídico tutelado	13
2.2 Requisitos para a caracterização	16
2.2.1 Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado	16
2.2.2 Acesso à informação	17
2.2.3 Negociação com interesse de tirar proveito da informação	20
2.3 Crime material ou formal	21
3. A prova indiciária	23
3.1 O momento da negociação	25
3.2 As relações pessoais do acusado	26
3.3 Padrão de comportamento do investidor	27
2ª parte	
4. A assimetria de informação	29
4.1 Proibir é a melhor solução?	30
4.2 Misappropriation Theory	30
4.3 Unfair advantage Theory	32
4.4 Market Stability Theory	32
4.5 Outras razões para proibir	33
4.6 Críticas e apontamentos a respeito da unfair advantage theory	37

4.7 Críticas a Market Stability Theory	40
4.8 Crítica às outras razões para proibir	41
5. Os benefícios do insider trading	45
5.1 INSIDER TRADING E O GANHO DE EFICIÊNCIA	45
5.2 INSIDER TRADING COMO MECANISMO DE REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES	47

Considerações finais

Bibliografia

Introdução

Antes de ingressarmos em conceituações jurídicas mais bem delineadas, podemos tomar por insider trading, a grosso modo e para fins didáticos apenas nesse momento inicial, a utilização de informações privilegiadas para auferir vantagem econômica na negociação de valores mobiliários.

O leigo poderia imaginar que se trata apenas de um fenômeno econômico. Sob essa perspectiva ingênua, a seguinte linha de pensamento poderia se desenrolar: “No mercado de valores mobiliários é melhor sucedido o melhor investidor, o mais capacitado intelectualmente, o que melhor consegue perceber as mudanças conjunturais que possam influenciar o investimento, o mais bem relacionado. Portanto, aquele que tem acesso a tais informações, as adquiriu com base no fato de ser um melhor e mais bem relacionado investidor. Tal visão tem sua justificativa na figura idealizada de executivo bem-sucedido, mas nem por isso é menos equivocada. Para o nosso atual sistema jurídico o insider trading não é apenas um fenômeno econômico, mas uma infração administrativa e ilícito penal.

Evolução Histórica

Práticas abusivas no mercado são tão antigas quanto o próprio mercado. Com o insider trading não poderia ser diferente. Protestos contra grupos limitados que negociavam títulos com base em informações privilegiadas datam desde o surgimento das primeiras sociedades anônimas.

Todavia, tal prática apenas passou a ser combatida de maneira direcionada e efetiva a partir da década de 1930, pioneiramente pelos Estados Unidos. No contexto da quebra da bolsa de Nova York de 1929 e crise do liberalismo econômico, os Norte Americanos se viram na necessidade de adotarem uma postura de maior intervenção na economia, o que se materializou pela política do *New Deal* de Franklin Delano Roosevelt.

O 'New Deal' (em português, novo acordo ou novo trato) foi o nome dado à série de programas implementados nos Estados Unidos entre 1933 e 1937, sob o governo do presidente Franklin Delano Roosevelt, com o objetivo de recuperar e reformar a economia norte-americana, e assistir os prejudicados pela Grande Depressão. Wikipédia. New Deal. Disponível em <https://pt.wikipedia.org/wiki/New_Deal>. Acesso em 21/07/2019.

Por meio do *security act* de 1933, proibiu-se a fraude na venda de títulos e pelo *security exchange act* foi criada a *SEC (security exchange commission)*, órgão responsável por fiscalizar e disciplinar o Mercado, similar à CVM (comissão de valores mobiliários) brasileira. Assim, deu-se início ao tratamento legal do insider trading, algo que não se restringiu às fronteiras Norte Americanas.

No Brasil, todavia, o tratamento legal do tema surgiu apenas muito posteriormente, com o art. 3º, x, da lei 4.728 em 1965.

Art. 3º Compete ao Banco Central:

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

A deficiência para o combate a essa prática é evidente no texto legal acima. Nesse sentido a crítica de Francisco Mussnich se revela extremamente acertada:

“Essa regra, até então ainda isolada no sistema jurídico brasileiro, não tornava crime, nem ato ilícito, o uso indevido de informação privilegiada [...] Nesse sentido, justifica-se a crítica de Fábio Konder Comparato, ao afirmar que uma norma que atribui competência fiscalizatória requer a existência de outras regras que disciplinem o tema, bem como de um sistema adequado de sanções para garantir a repressão da prática” (Mussnich, Francisco. 2015. Pág 14)

Um tratamento mais adequado a essa questão só surgiu com o advento da lei das Sociedades Anônimas (lei 6.404/76).

Lei 6.404/76 Art. 155:

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

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

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do

infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

O parágrafo 1º institui um dever de sigilo por parte do administrador, cabendo-lhe proteger e calar sobre qualquer informação da qual teve conhecimento em virtude do seu cargo e que possa causar interferências nos valores mobiliários. Portanto, são requisitos indispensáveis para a subsunção do caso concreto ao dispositivo legal que o acesso a tal informação se dê em função do exercício do cargo e que a informação seja relevante. Além do dever de sigilo, é vedado ao administrador se valer dessa mesma informação para obter vantagem, seja para si, seja para terceiro.

Enquanto o parágrafo 1º cria um dever de abstenção ao administrador, o parágrafo 2º impõe a necessidade de que medidas acautelatórias sejam adotadas para impedir que outros venham a ter acesso a tal informação. Nas palavras de Francisco Mussnich:

“Trata-se de clara hipótese de responsabilidade por omissão, cabendo a ele evitar o vazamento de informações sigilosas (*leakage*).” (Mussnich, Francisco. 2015. Pág 15)

Já o parágrafo 3º refere-se à responsabilidade civil do insider (aquele quem pratica o insider trading). Apesar de ser um crime de amplas proporções, que não afeta apenas os diretamente envolvidos, mas a confiança e o mercado como um todo, os diretamente prejudicados não poderiam ficar à margem da lei, sem a possibilidade de terem as perdas sofridas indenizadas. Nessa esteira, facultam-se-lhes reparação civil pelas perdas e danos advindos da negociação maculada pela prática de insider trading.

Há, todavia, que se fazer uma ressalva, o que o próprio parágrafo 3º faz. A negociação entre insiders não é amparada pelo benefício da possibilidade de reparação civil. Como se verá mais adiante, um dos objetivos da vedação a essa prática é estabelecer condições mais igualitárias e simétricas de informação para que se dê a compra e venda de valores mobiliários. Ora, numa negociação entre insiders não há assimetria de informações, posto que ambos estão na posse da informação privilegiada, assim, não há o que se falar em reparação civil.

RECURSO ESPECIAL. DIREITO EMPRESARIAL. BANCO REAL. CONTROLE ACIONÁRIO. ALIENAÇÃO. AÇÃO INDENIZATÓRIA. PÚBLICO INVESTIDOR. DEVER DE INFORMAÇÃO. PREJUÍZO. DEMONSTRAÇÃO. NECESSIDADE. 1. Recurso especial interposto contra acórdão publicado na vigência do Código de Processo Civil de 1973 (Enunciados Administrativos nºs 2 e 3/STJ). 2. Ação visando à reparação de possíveis prejuízos decorrentes da aquisição, pelo réu, de ações por um preço supostamente abaixo do valor de mercado, valendo-se, segundo afirmado pelos autores, de informações privilegiadas e irregularmente ocultadas do público investidor. 3. Para a reparação civil de danos resultantes da prática de insider

trading, a legislação exige, além da presença dos elementos genéricos (conduta ilícita, dano e nexa de causalidade), o desconhecimento, por parte dos possíveis prejudicados, das informações supostamente omitidas ao tempo da negociação envolvendo valores mobiliários (art. 155, § 3º, da LSA). 4. Se os investidores têm ciência da informação por outros meios oficiais diversos da publicação de fato relevante, não se pode afirmar que tenham eles negociado seus títulos sem o conhecimento de fato capaz de influir na cotação das ações e na decisão de vendê-las ou comprá-las. (STJ - REsp: 1540428 SP 2015/0153779-2, Relator: Ministro MARCO AURÉLIO BELLIZZE, Data de Julgamento: 06/02/2018, T3 - TERCEIRA TURMA, Data de Publicação: DJe 16/03/2018)

A lei 10.303/2001 acrescentou ao artigo 155 da LSA um quarto parágrafo, ampliando o aspecto subjetivo (quem pode ser responsabilizado) da vedação ao insider trading. Desse modo, já não é mais um pré-requisito para a prática do insider trading que o autor seja o administrador da companhia aberta, podendo praticá-lo qualquer pessoa que teve acesso à informação relevante e ainda não divulgada.

§ 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.

Além disso, também a Lei 10.303/2001 acrescentou à Lei 6.385/76 o artigo 27-D, dando tratamento penal ao insider trading.

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: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

REVOGADO

A lei 10.303, portanto, realizou uma dupla contribuição em sede de insider trading. A primeira, pela adição do parágrafo 4º ao art. 155 da lei 6.404/76, conforme já mencionado. E a segunda pela criação do art. 27-D na Lei 6.385/76. Dessas inovações, pode-se depreender a intenção do legislador de ampliar a abrangência daqueles responsabilizáveis pela prática de insider trading (parágrafo 4º), mas restringindo a tutela penal apenas àqueles que possuam um dever legal de sigilo (redação original do art. 27-D).

Recentemente, contudo, o art. 27-D foi alterado pela Lei 13.506/2017.

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001\)](#)

Tal alteração teve o condão de afastar a necessidade do dever legal de manter sigilo sobre a informação para se caracterizar o crime. Esse dever de sigilo passou a ser causa de aumento de pena, figurando no parágrafo segundo do referido artigo.

§ 2º : 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.

Caso Sadia-Perdigão:

O exemplo clássico utilizado para ilustrar um caso de insider trading é o Sadia-Perdigão por ser a primeira condenação criminal por insider trading no Brasil.

No dia 7 de abril de 2006, realizou-se na sede em São Paulo do Banco ABN AMRO REAL S.A uma reunião cujo objetivo era apresentar a proposta de oferta pública de aquisição de ações (OPA) da Perdigão S.A. pela Sadia S.A. Nessa reunião, dentre os presentes estavam Romano Ancelmo Fontana Filho (à época Presidente do Conselho de Administração da SADIA S.A.) e Luiz Gonzaga Murat Junior (à época Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A.).

Nesse mesmo dia, Luiz Murat efetuou a compra de 5.100 ADR's de emissão da "Perdigão S/A" em Nova York. Posteriormente, no dia 29 de junho de 2006 realizou a compra de outras 30.600 ADR's de emissão da "Perdigão S/A".

Já Romano Ancelmo realizou a compra nos dias 05/07/2006, 07/07/2006 e 12/07/2006 de, respectivamente, 10.000; 5.000 e 3.000 ADR's, num total de 18.000 ADR's adquiridas.

ADR é uma sigla para American Depositary Receipt, são recibos de ações emitidos nos EUA para negociar ações de empresas de fora do país na Bolsa de Nova York. Uma empresa brasileira, por exemplo, para ter suas ações negociadas na NYSE precisa ser emitida em forma de títulos, com o nome de **ADRS**. (Tororadar. ADR: descubra seu significado. Disponível em <<https://www.tororadar.com.br/investimento/bovespa/adr-o-que-e>>. Acesso em 23/07/2019).

A divulgação da OPA (oferta pública de aquisição de ações) pela Sadia se deu apenas em 16/07/2006. Portanto, a compra das referidas ações se deu por ambos os envolvidos antes dessa informação estar disponível ao mercado.

Em virtude da recusa dos acionistas da Perdigão em vender suas ações, foi publicada a revogação da OPA pela “Sadia” em 21/07/2006, de modo que a união das duas sociedades não se efetuou à época. Tendo acesso prévio à informação de que a OPA seria revogada, Romano Ancelmo vendeu, antes da sua publicização, as 18.000 ADR’s adquiridas, obtendo um lucro aproximado de US\$ 140.000,00 (cento e quarenta mil dólares).

Em primeira instância Luiz Murat foi condenado à pena de 1 ano e 9 meses de reclusão em regime aberto e multa de R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil setecentos e onze e cinquenta e três centavos). Romano Ancelmo foi condenado à pena de 1 ano 5 meses e 15 dias de reclusão em regime aberto e multa de R\$ 374.940,52 (trezentos e setenta e quatro novecentos e quarenta e cinquenta e dois centavos). As penas restritivas de liberdade foram substituídas por duas restritivas de direito. Estas: prestação de serviço à comunidade ou entidades públicas e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena.

Interposto recurso ao TRF da 3ª região pelo Ministério Público e negado provimento ao recurso defensivo, as condenações foram majoradas. Passando a 2 anos, 6 meses e 10 dias de Reclusão para Luiz Murat e 2 anos e 1 mês para Romano Ancelmo, ambos em regime aberto. Além disso, reconheceu-se o dever dos réus de indenizarem os prejuízos sofridos a título de dano moral coletivo, sendo R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) devidos pelo primeiro réu, e R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos) pelo o segundo.

Interpostos ainda agravos e convertidos estes em Recurso Especial, coube à 5ª turma do STJ a decisão final. Com relação a Romano Ancelmo, foi reconhecida a prescrição da pretensão punitiva. Já com relação a Luiz Murat, houve parcial provimento do seu recurso com o afastamento da indenização por danos morais coletivos.

Bem jurídico tutelado?

O insider trading se enquadra no rol dos tipos abarcados pelo direito penal econômico. Não há, entretanto, uma clara definição do que viria a ser o direito penal

econômico nem de determinados elementos dos tipos integrantes desse sub-ramo do direito penal.

Tal dificuldade está fortemente atrelada a dinamicidade da evolução desse sub-ramo. Conforme a economia de determinado país se desenvolve e se torna mais complexa, novas situações surgem merecedoras da tutela penal. Assim, se, em determinado período, certa definição dos elementos caracterizadores do delito econômico era suficiente para abranger todas as situações e diferenciá-los dos outros delitos, é bem provável que no futuro tal definição se torne defasada.

Na primeira metade do século XX, por exemplo, o crime econômico era, sob a ótica da criminologia, caracterizado pela perspectiva do sujeito ativo do delito, seu perfil social. Tal perfil seria o da pessoa bem-sucedida, detentora de prestígio social. Algo próximo ao observado quando dá análise do perfil dos agentes dos crimes de colarinho branco atuais.

O crime do colarinho branco (ou crime corporativo, mais corretamente) refere-se ao crime não-violento, financeiramente motivado, cometido por profissionais de negócios e do governo. Dentro da criminologia, foi primeiramente definido pelo sociologista Edwin Sutherland em 1939 como "um crime cometido por uma pessoa de respeitável e de alta posição (status) social, no curso de sua ocupação". Crimes típicos de colarinho branco podem incluir fraude, suborno, esquema Ponzi, informação privilegiada, extorsão, apropriação indébita" (Wikipedia. Crime d colarinho branco. Disponível em <https://pt.wikipedia.org/wiki/Crime_do_colarinho_branco>. Acesso em 11/10/2019)

Tal conceito, contudo, logo se esvaziou. Por meio dele não era possível por exemplo, distinguir um crime econômico propriamente dito de um homicídio praticado por um agente típico dos crimes econômicos, afinal o perfil dos sujeitos ativos seria o mesmo.

Outra corrente defende a caracterização do crime econômico com base no sujeito passivo, isto é, aquele crime praticado contra sujeitos específicos: O estado, bancos, sociedades empresárias. Todavia, aqui também estão presentes as mesmas dificuldades de diferenciação do crime econômico para com os outros delitos praticados contra essas mesmas pessoas.

Ainda outra doutrina, a mais relevante para o trabalho em questão, busca definir o crime econômico com base no bem jurídico tutelado. Nessa definição, enquanto nas outras modalidades de delito o bem jurídico protegido é de caráter individual, nos delitos econômicos o caráter é supraindividual. Certamente, tal definição ainda é insuficiente e possui suas deficiências, não apresentando uma resposta para a ausência de um conceito claro do que viria a ser o delito econômico. Entretanto é inegável a sua contribuição, pois trouxe a foco uma característica juridicamente relevante e bastante comum aos crimes econômicos; o caráter supraindividual dos bens jurídicos tutelados.

Os bens jurídicos supraindividuais dizem respeito à coletividade, sendo a sua titularidade definida de maneira ampla e imprecisa. Abarcam tanto os bens de titularidade

difusa como os de coletiva. Essas duas categorias de bens jurídicos compartilham a característica de serem indivisíveis, contudo, diferenciam-se na medida em que os difusos são de titularidade de pessoas indeterminadas ligadas por circunstâncias de fato, enquanto os coletivos são de titularidade de determinado grupo ou categoria.

Por estar incluído na categoria de crimes econômicos, o insider trading partilha dessa natureza.

Não há um consenso, entretanto, sobre qual seria o bem jurídico tutelado pela vedação ao insider trading, de modo que o mais acertado é apresentar os posicionamentos mais relevantes. As correntes doutrinárias dividem-se em 1) Patrimônio dos investidores 2) igualdade de condições entre os investidores 3) Confiança dos investidores 4) correto funcionamento do mercado de capitais 5) Interesses da sociedade emissora de valores mobiliários.

Com relação a doutrina que entende ser o patrimônio do investidor o objeto da proteção, é um bem jurídico de caráter pessoal (o patrimônio) quem ganha destaque. Inegáveis são os interesses dos investidores prejudicados pela prática do insider trading, como também é inegável o interesse do direito em protegê-los, conforme se observa pela possibilidade de reparação civil oferecida pelo 155 § 3º da Lei 6.404/76. Contudo, conforme já mencionado, a tendência do direito penal econômico tem se voltado à proteção aos bens supraindividuais, de modo que não parece coerente ter na proteção a um bem jurídico de natureza pessoal o fim último da proibição ao insider trading, devendo o interesse dos prejudicados ser tratado como bem jurídico mediato.

Com relação à igualdade de condições, é certo que a norma busca garanti-la, principalmente no que se refere a igualdade de acesso às informações. Apesar disso, parece mais correto o entendimento de que essa igualdade almejada não é o bem jurídico tutelado, pois não se justifica por si só. Trata-se de uma das condições para o regular funcionamento do mercado, ou seja, a garantia dessa igualdade é meio para a proteção do bem jurídico e não o fim da norma incriminadora.

O mesmo pensamento vale para a confiança dos investidores. Como mais à frente será analisado, esta é condição para o regular funcionamento do mercado, se relacionando muito intimamente com a igualdade de acesso a informações. Garantindo ao pequeno investidor o acesso às mesmas informações disponíveis ao grande investidor ou aos sócios, esse se sente mais confiante a alocar seus recursos no mercado de capitais.

Desse modo, mais apropriada se revela a doutrina que entende por bem jurídico tutelado pela vedação ao insider trading o regular funcionamento do mercado, por ser este sim o fim último da norma e um bem de caráter supraindividual. De conformidade com esse entendimento é o voto do Desembargador Federal Luiz Stefanini, responsável por relator no caso Sadia-Perdigão em sede de apelação ao TRF da 3ª região. Suscitada incompetência absoluta da justiça federal em virtude da falta de previsão expressa na Lei de Mercado de Capitais, eis o posicionamento do M.M desembargador:

“Deveras, o interesse da União não repousa tão-somente em bens da União (art. 20 CF) conforme aventado pela defesa, mas também em coisas imateriais, intangíveis que é a credibilidade, a higidez, a lisura entre os investidores no Mercado de Capitais. Pois, no caso vertente, os acusados ao utilizaram informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tiveram conhecimento e da qual deveriam manter em segredo, propiciando para si, vantagem indevida, ocasionou o desequilíbrio de informações entre os demais acionistas ou investidores no mercado de valores mobiliários, bem como propiciou o uso de práticas "não equitativas" no Mercado de Capitais (Instrução CVM nº 8, de 08.10.79). Neste sentido, confira-se excerto do voto proferido pelo eminente Relator Ministro Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, no CC 200700810965, DJE 22/06/2009:

"observa-se que a criação de situações capazes de gerar melhores resultados a determinado investidor ocasiona um abalo ao sistema financeiro, na medida em que põe em risco a higidez, a confiabilidade e o equilíbrio desse sistema. Assim, tem-se a incidência da hipótese prevista no artigo 109, inciso IV, da Carta da República"

(TRF-3 – ApCrim 0005123-26.2009.4.03.6181/SP, Rel. Des. Fed. Luiz Stefanini, DJe 14.2.2013)

À última doutrina, que entende por bem jurídico o interesse da sociedade emissora de valores mobiliários, cabe a mesma crítica realizada à primeira. Apesar de o patrimônio ou dos interesses, seja do investidor, seja de uma sociedade, terem relevância, a proibição ao crime em questão parece ter por finalidade a proteção a um bem jurídico mais amplo, o mercado de valores mobiliários como um todo.

Requisitos para caracterização

Da análise dos parágrafos do art. 155 da Lei 6.404/76 e do art. 27-D da lei 6.385/76, podemos discernir 3 requisitos básicos para a configuração do crime de insider: 1) Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado 2) Acesso a tal informação 3) negociação com intenção de tirar proveito dela.

Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado

A vedação não se estende a toda e qualquer informação, mas apenas à informação privilegiada. Esta é aquela com potencial para influenciar na tomada de decisões. A própria CVM, em instrução normativa de número 358/2002, definiu o seu conceito.

IN 358/2002

Art. 2º – Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de

caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”

Além disso, tal informação não deve estar disponível no mercado. Deve se revestir de um caráter sigiloso, não acessível ao público, mas apenas a um seletivo grupo.

Aqui, contudo, deve-se fazer uma distinção entre a informação não acessível ao público (sigilosa) e a informação diferenciada, como bem apontado por Mussnich. No mercado de capitais, como em qualquer outro setor da vida, há os mais e os menos capacitados. Certamente, um investidor mais preparado terá acesso a informações menos evidentes ao vulgo ou mesmo, a partir das mesmas informações disponíveis ao investidor médio, poderá prever consequências e adotar posturas muito diferentes e, por vezes, mais bem-sucedidas do que as de alguém menos experiente. Nem por isso se caracterizaria um ilícito. Desde que tal informação esteja disponível ao público com certo grau de robustez, não se verifica a prática do insider trading. Certamente, nessa situação de posse de informação diferenciada há também uma assimetria, entretanto ela advém de uma maior qualificação do investidor.

Enquanto no uso da informação sigilosa o mercado é prejudicado pela interposição de uma barreira via de regra intransponível (o acesso à informação sigilosa, restrita a um grupo muitíssimo restrito), no uso da informação diferenciada, premia-se o esforço e é criado um ambiente em que o sucesso se torna resultado da dedicação, realidade extremamente atrativa para novos investimentos.

2) Acesso à informação

O acesso à informação é o segundo requisito para se configurar o insider trading e nos remeta à ideia de insiders primários e secundários.

O insider, como o próprio nome sugere é aquele que está por dentro dos negócios da empresa, tendo, portanto, acesso a informações antes que elas cheguem ao mercado e se utilizando delas para obter vantagem. Se divide em duas categorias: Primários e secundários.

Nas palavras de Mussnich:

Os insiders primários, também conhecidos como institucionais, são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia.

Já os secundários, não têm acesso direto a informação, isso se dá por meio de um insider primário, razão pela qual também são conhecidos como outsiders.

A importância de tal distinção não é meramente doutrinária. Antes da inclusão do parágrafo 4º ao art. 155 à Lei 6.404, da leitura e interpretação literal do parágrafo 1º, podia-se depreender que apenas o administrador poderia ser responsabilizado pela prática de insider trading.

Ocorre, contudo, que havia a possibilidade de responsabilização de outras pessoas, esta alicerçada na interpretação sistemática das normas relativas ao direito societário. Isso se aplicava, por exemplo, aos conselheiros e diretores da companhia e aos membros do conselho fiscal, com base nos arts 145 e 165, respectivamente, que impunham a eles os mesmos deveres de responsabilidade aos quais eram submetidos os administradores. O mesmo valendo, por força do art. 160, para os órgãos com funções técnicas ou de aconselhamento aos administradores criados pelo estatuto.

Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.

Art. 165. Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto.

Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.

Todavia, apesar dessa interpretação extensiva, era impossível responsabilizar certas pessoas, como insiders de menor posição hierárquica na companhia ou insiders secundários.

Nesse sentido, a inclusão do parágrafo 4º ao 155 pela Lei 10.303 foi extremamente pertinente, ampliando o rol dos que poderiam ser responsabilizados para qualquer pessoa.

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

A abrangência da expressão “qualquer pessoa”, contudo, foi tema de embates entre doutrinadores, de modo a se desenvolverem correntes filosóficas que defendiam a interpretação mais ampla possível e outras defendendo um conceito mais restritivo.

Integrante da primeira corrente pode ser citado Martins Proença, para quem o termo qualquer pessoa tem por objetivo vedar a absolutamente qualquer um, independentemente da existência ou não de nexo profissional por meio do qual se obteve acesso à informação privilegiada, a prática de insider trading.

O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática do insider trading, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal. (PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais).

Defensores da segunda corrente, podem ser citados Modesto Carvalhosa e Eizirik, para quem o nexos profissional para obtenção da informação é requisito indispensável. Razão esta que justificaria a não responsabilização do terceiro que teve acesso fortuito à informação.

Ambos os posicionamentos apresentam sua lógica e são balizados por nomes veneráveis, contudo, como bem apontado por Francisco Mussnich, a reforma legislativa aparenta ter por escopo ampliar o conceito de insider, o que pode ser observado pela ausência de qualquer qualificação limitadora dos sujeitos ativos da prática de insider. Não há qualquer imposição de limite ao termo “qualquer pessoa”, como por exemplo: “Qualquer pessoa integrante da companhia” ou mesmo “qualquer pessoa com vínculo profissional com a companhia”. Desse modo, parece mais acertada a posição de que não é necessário vínculo profissional para se configurar a prática de insider trading.

O insider Temporário:

Além disso, há também uma outra espécie de insider, externa a categorização clássica em primário e secundário; é o insider temporário. Trata-se da pessoa externa ao quadro de funcionários da companhia, mas que, em razão da prestação de uma atividade profissional, acaba tendo acesso a informações privilegiadas da companhia por curto período de tempo. Poderiam se enquadrar nessa categoria advogados, auditores, contadores, executivos de bancos de investimentos, etc. Há quem os considere uma categoria especial de insiders primários, enquanto outros preferem alocá-los em categoria

própria; o mais importante, contudo, são as consequências práticas dessa distinção. No direito brasileiro, há uma equiparação entre o insider primário e o temporário, o que fica evidente pela leitura do art. 13 caput e parágrafo 1º da Instrução CVM 358/2002.

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

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

A distinção reside na questão probatória. Nos primários, a princípio, a possibilidade de acesso direto às informações sigilosas é constante. Já nos temporários, esse acesso direto é apenas por curto período, isto é, se dá apenas pelo tempo da prestação do serviço que enseja o contato com tais dados. Assim, é necessário se delimitar muito bem quando o insider temporário tomou posse da informação, haja vista isso definir seu enquadramento em primário, se a posse se deu no período da prestação da atividade profissional e em virtude dela, ou em secundário, se a posse se deu antes ou após a prestação da atividade profissional.

3) Negociação com interesse de tirar proveito da informação

É o último requisito para se caracterizar o insider trading e se traduz na valorização do elemento subjetivo do tipo, isto é, perquire-se sobre o ânimo e a vontade do agente na realização da conduta vedada.

Para a configuração do tipo penal (e mesmo para a responsabilização administrativa com base na lei 6.404/76) é necessária a presença de um elemento subjetivo especial. Isto é, apenas o dolo genérico, ou seja, apenas a vontade de praticar a conduta vedada sem a presença de uma finalidade específica, não é suficiente para a caracterização do crime, é preciso uma especial finalidade, no caso, finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem baseada na informação privilegiada. Nas palavras de Fernando Pedroso:

“Surge o dolo específico quando exija o tipo, como condição da própria tipicidade, que o agente realize a ação visando a uma determinada finalidade”
(Fernando de Almeida Pedroso (Direito Penal, 2ª ed., Ed. Leud, 1997, p. 214)

Tanto o art 155 da Lei 6.404/76 como o 27-D da lei 6.385/76 exigem expressamente a presença do fim de auferir vantagem indevida para se dar a responsabilização, seja administrativa, seja penal. Em outras palavras, há que se provar a relação entre a posse da informação e a realização do negócio, a relação de causa e consequência.

Tal exigência, contudo, não é expressa no art. 13 da Instrução Normativa 358/2002 da CVM. Diante de tal situação, há que se questionar o que deve prevalecer. Evidentemente, não foi o objetivo da referida Instrução Normativa contradizer as disposições legais, e diferente não poderia ser, afinal as leis estão em patamares superiores relativamente aos atos administrativos (dos quais a IN é espécie), de modo que essas prevalecem a estes. Assim sendo, o entendimento consolidado é de que o parágrafo 1º do art. 13 da IN 358/2002 não afasta a exigência do elemento subjetivo, mas simplesmente o presume.

Tal circunstância somente denota o fato de que o parágrafo 1º do art. 13 presume que quem detenha a informação privilegiada e realize operações, o faça com base nessa informação.(Mussnich, Francisco. 2015. Pág 36)

Essa presunção, contudo, não é absoluta, admitindo prova em contrário. A impossibilidade de afastar tal presunção corresponderia a uma responsabilidade objetiva, algo inadmissível em sede de direito punitivo, tanto na esfera administrativa como na penal.

Crime material ou formal?

Apresentados os requisitos necessários para a configuração do insider trading surge uma questão; a necessidade da obtenção da vantagem para a caracterização do insider trading. Não há consenso sobre a matéria, de modo que há aqueles que consideram um crime material e outros formal.

A diretora da CVM Norma Jonssen Parente, por exemplo, se apoia na corrente que entende o insider trading um crime formal, conforme esclarecido no seu voto no processo administrativo sancionador RJ 06/2003. Não seria necessário, portanto, produção de resultado naturalístico (no caso, a vantagem econômica) para a configuração do ilícito. Apesar do resultado ser possível, tratar-se-ia apenas de um exaurimento.

Por fim, um último aspecto sobre o qual muito já se disse em doutrina, mas que ainda sim merece ser comentado, é que a configuração do insider trading independe da existência de lucro na negociação. Este, no entanto, é um fator que pode vir a ser levado em consideração como indício do uso indevido da informação, uma vez que, supõe-se, o comitente com uma vantagem excepcional sobre os demais tende a auferir um lucro não menos excepcional.

Em virtude de o crime formal se consumir independentemente da existência do resultado, classificar o insider trading no mesmo rol desses crimes seria admitir a impossibilidade da sua modalidade tentada.

Há, entretanto, autores de renome, como Nelson Eizirik e João Carlos Castellar, que defendem um entendimento de que se trataria de um crime material, ou seja, o resultado seria condição para a consumação. Desse modo, quando não consumado o crime por circunstâncias alheias à vontade do agente, ter-se-ia a tentativa.

Ambos os entendimentos são defendidos por nomes veneráveis, entretanto, uma análise mais detida do tipo aponta no sentido de uma classificação como crime material ser a mais acertada.

Lei 6.385/76 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 (grifo)

O núcleo do tipo penal é **utilizar** (a informação). Caso fosse o objetivo do legislador tratá-lo como crime material, também comporia o núcleo do tipo o resultado naturalístico, qual seja: **auferir** vantagem. Desse modo, a própria estrutura do texto do tipo penal em análise deveria ser diversa da atual: Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, e auferir, para si ou para outrem, vantagem indevida...

Tendo em mente que não há lacunas no texto do artigo em questão e buscando-se evitar a interpretação extensiva em sede de direito penal, o mais apropriado é compreender o artigo em estudo pela sua literalidade, utilizando-se a interpretação gramatical. Desse modo, a conclusão é de que a não obtenção da vantagem não descaracterizaria o crime de insider trading.

À título de curiosidade, está em trâmite o PLS (projeto de lei do senado) 236/2012 com um projeto de novo código penal. Nesse projeto, o insider trading passaria a ser tratado como crime material. Com relação ao assunto, eis a opinião da Comissão temporária de estudo da reforma do código penal em seu parecer de 2013:

Na redação proposta pela Comissão de Juristas, o crime deixaria de ser formal e de perigo abstrato e passaria a ser material, exigindo, portanto, o efetivo lucro ou resultado para a sua configuração. Não se pode transformar o crime de insider trading em ilícito de cunho material. É ignorar as razões que fundamentam a própria existência do tipo específico. Como colocado, a simples negociação de valores mobiliários com base em informações relevantes ainda não divulgadas é capaz de transgredir os mais caros valores fundamentais à própria existência do mercado de capitais, que para funcionar adequadamente e se desenvolver de maneira eficaz precisa ser justo, confiável e transparente. Como já dito alhures, o sistema de mercado só funciona se houver confiança nas regras do jogo e na conduta dos jogadores (COMISSÃO TEMPORÁRIA DE ESTUDO DA REFORMA DO CÓDIGO PENAL. Do parecer sobre o Projeto de Lei do Senado nº 236, de 2012, que reforma o Código Penal Brasileiro, e proposições anexadas. Parecer nº , de 2013. RELATOR: Senador PEDRO TAQUES)

A prova indiciária

Presentes os três requisitos já delineados, estaria, em tese, constatada a prática de insider trading. Inclusive, em um primeiro momento, pode parecer simples a tarefa da CVM e do judiciário de constatar a caracterização do crime, contudo não o é. O baixo número de condenações por essa prática já demonstra isso. A dificuldade principal reside na prova da posse da informação privilegiada, principalmente quando o insider trading se dá por alguém externo aos quadros da companhia, de modo que o acesso a ela é mais difícil de ser constatado. Entra aí o papel diferencial da prova indiciária.

Conforme estudado na teoria geral do processo, a prova tem por finalidade fornecer ao julgador elementos suficientes para demonstrar a ocorrência ou a não ocorrência de determinados fatos e, assim, construir seu convencimento.

Há também diversos critérios sob os quais as provas podem ser classificadas, não havendo, contudo, uma unanimidade sobre a questão. Assim, a classificação adotada se relaciona com a doutrina usada por base. Há autores que preferem esmiuçar o assunto de maneira mais específica e, portanto, desenvolvem classificações com base em uma infinidade de critérios, enquanto há doutrinadores que se atêm a critérios mais abrangentes, não encontrando uma utilidade prática em digressões filosóficas mais aprofundadas. Há, contudo, alguns elementos comuns encontrados em grande parte dessas classificações, senão em todas. Um deles é a diferenciação entre provas diretas e indiretas.

De acordo com Fredie Didier, quanto ao objeto, as provas se classificam em diretas e indiretas. As primeiras se referem ao próprio fato probando, por exemplo: a testemunha que narra o acidente que presenciou ou o contrato de trabalho nas disputas trabalhistas. Já as segundas não se referem ao próprio fato probando, mas a outro, sendo necessário um trabalho de raciocínio para se chegar a ele, por exemplo: a descrição do

perito sobre a posição dos carros após um acidente automobilístico permite se inferir quem foi o causador. A prova indiciária seria um exemplo de prova indireta (Curso de direito processual civil 11 edição pág 48-49).

Conforme o art. 239 do Código de Processo Penal, 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.

Daí podemos tirar algumas conclusões. A primeira delas é a de que o indício deve ser certo, comprovado, não se confundindo com o fato que se busca comprovar por meio dele. A segunda é de que a prova indiciária, ou seja, a prova baseada em indícios é permitida.

A prova indiciária, portanto, é constituída com base em um conjunto de indícios, todos devidamente comprovados, que convergem para um ponto, de modo que, por meio de um raciocínio indutivo-dedutivo, atesta-se a prática de determinada conduta. A relação entre o indício e o fato que se pretende provar se dá por meio da presunção. Conforme aduz Norma Jonssen Parente:

o indício é um fato provado e conhecido, que se destina a revelar, a despontar e a tornar visível outro fato dolosamente camuflado, escondido e disfarçado, sendo que a presunção é o raciocínio que se faz a partir do fato certo e provado para comprovar fato incerto e provável

PARENTE, Norma Jonssen. *Tratado de Direito Empresarial – Volume VI – Mercado de Capitais*. p. 23.

Certamente, a posse de uma prova mais concreta como uma gravação em vídeo, um corpo de delito ou depoimentos de testemunhas pode garantir maior certeza sobre o fato probando; não por isso, contudo, deve ser olvidada a relevância da prova indiciária, principalmente por ser, por vezes, o único meio de prova disponível em determinados crimes como os contra o sistema financeiro nacional, por exemplo.

Portanto, sendo a narrativa acusatória suficiente para que o réu compreenda aquilo de que está sendo acusado, não se haverá de falar em inépcia denunciária, ainda que, em tese, se possa cogitar de detalhes

específicos da conduta que não tenham sido expostos quando da inicial acusatória.

Esta constatação é de grande importância em sede de Direito Penal Econômico, em que a prova

indiciária (art. 239 do CPP) tem grande relevância e as investigações, normalmente, logram descortinar os

fatos apenas em suas linhas-mestras, pois que, via de regra, as ocorrências se dão em quadrantes de

clandestinidade.

Brasil. Tribunal Regional Federal da 2ª região. Ação penal n. 0142459-31.2015.4.02.5101. 21/09/2016)

Além disso, tanto em sede de processo civil como no processo penal, não há hierarquia entre os diferentes meios de prova, cabendo a cada qual o valor que racionalmente lhe atribuir o juiz. Trata-se do princípio do livre convencimento motivado do juiz.

CPP Art. 155. O juiz formará sua convicção pela livre apreciação da prova produzida em contraditório judicial, não podendo fundamentar sua decisão exclusivamente nos elementos informativos colhidos na investigação, ressalvadas as provas cautelares, não repetíveis e antecipadas.

A validade da prova indiciária é algo bem consolidado na jurisprudência da CVM e mesmo nos casos submetidos ao crivo do judiciário. Contudo, aqui é importante fazer a ressalva quanto a diferença entre o indício e a prova indiciária. Esta pode estabelecer o convencimento do julgador, já esse, por si só, não. Um mero indício não tem o condão de ensejar uma condenação ou seria criada uma esfera de insegurança jurídica muito grande, mitigando princípios basilares do nosso Estado democrático de direito como o contraditório e a presunção de inocência. Uma condenação com base em apenas um indício desincumbiria a acusação do ônus de provar devidamente a prática do crime, redundando possivelmente em decisões injustas.

Assim sendo, há que se encontrar o meio termo entre a necessidade de provar a prática do crime e a possibilidade de se fazê-lo, em virtude de se tratar de crime por vezes oculto pelos artifícios da fraude, da simulação e que deixa vestígios escassos.

Nesse sentido, consolidou-se no âmbito das decisões da CVM uma jurisprudência que exige para a condenação com base na prova indiciária que os indícios sejam múltiplos, veementes, convergentes e graves.

A jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de insider trading podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios

(PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/5039)

Assim sendo, várias circunstâncias são analisadas de modo a fornecerem indícios e, sendo o caso, constituírem prova indiciária. Dentre elas podemos citar as principais:

A) O momento da negociação

Negociações maculadas pela posse de informação privilegiada geralmente se dão em um momento muito conveniente para o insider.

Quando se trata de uma informação privilegiada que valorizaria o valor das ações de determinada companhia, via de regra, o insider adquire diversos desses títulos pouco antes da sua divulgação, podendo vendê-los logo após a abertura dessa informação ao mercado, auferindo, assim, uma grande margem de lucro.

Já quando se trata de uma informação privilegiada que afetaria negativamente a cotação do valor mobiliário, o mais hodierno nos casos de insider trading é a venda dessas ações logo antes de tal informação se tornar acessível ao público, de modo a se evitar um prejuízo decorrente da desvalorização.

B) As relações pessoais do acusado

Essa maior ingerência do direito sobre a vida privada dos acusados se justifica na medida em que busca esclarecer a maior ou menor possibilidade do acesso a tal informação. Isso é principalmente relevante nos casos de insiders secundários.

No caso dos insiders primários, ou seja, nos casos em que o acusado supostamente teve acesso à informação em virtude da sua atividade profissional, existe uma presunção relativa em desfavor dele, isto é, o acesso a ela é presumido. Em circunstâncias outras, seria da acusação o ônus de provar ter tido o investigado contato com a informação, de modo que a não demonstração disso teria por fim necessário a absolvição, em obediência ao princípio da presunção de inocência. Quando, porém, subsiste essa presunção relativa, inverte-se o ônus probatório, não tendo a acusação que demonstrar a posse da informação privilegiada, esta é presumida. Caberia ao acusado provar o seu desconhecimento para evitar uma condenação.

Já quando se trata de insiders secundários, não existe essa presunção. Assim sendo, uma análise das relações pessoais pode revelar uma possível fonte primária, alguém que teria acesso direto à companhia e repassou a informação ao investigado. Ou mesmo poderia revelar operações suspeitas ao descortinar um padrão de comportamento compartilhado por um grupo de pessoas inter-relacionadas de compra/venda de valor mobiliário de uma companhia específica

Num primeiro momento, essa análise pode parecer desarrazoada por buscar comprovar o possível comportamento de alguém com base no seu círculo social, o que poderia se aproximar do direito penal do autor.

O Direito Penal do Autor proposto pelos penalistas nazistas fundamentava a aplicação da pena em razão do "ser" daquele que o pratica e não em razão do ato praticado.

No Direito Penal do Autor surge o denominado tipo de autor, pelo qual o criminalizado é a personalidade, e não a conduta.

(MUZZI, Veridiane Santos. Teorias Antigarantistas - Aspectos do Direito Penal do Autor e do Direito Penal do Inimigo. Disponível em <http://www.lex.com.br/doutrina_24043823_TEORIAS_ANTIGARANTISTAS__ASPECTOS_DO_DIREITO_PENAL_DO_AUTOR_E_DO_DIREITO_PENAL_DO_INIMIGO.aspx>. Acesso em 26\09\2019.)

Todavia, trata-se apenas de um indício e, conforme já mencionado, não pode ser compreendido isoladamente. Além disso, tal análise não é infundada ou possui características segregadoras, mas tem por escopo demonstrar a plausibilidade ou não do acesso à informação privilegiada.

C) Padrão de comportamento do investidor

Por fim, outro aspecto essencial analisado no julgamento dos casos de insider trading são os hábitos de investimento do acusado e a sua compatibilidade com a negociação suspeita. Assim são estudados os investimentos realizados em determinado intervalo de tempo de modo a criar padrão de investimentos, de modo que um comportamento muito discrepante pode sugerir a ocultação de um ilícito.

Por exemplo, alguém que tenha mantido um padrão menos arriscado de investimentos pulverizados em valores mobiliários de várias companhias por longo período e repentinamente se desfaz de todos eles em favor de ações de uma única companhia, cujos valores aumentam drasticamente logo após a operação.

Ou alguém que não seja um investidor habitual e realize uma operação vultosa e aufera assim grande margem de lucro.

2ª Parte

Realizada esse delineamento dos aspectos essenciais do insider trading, chegamos a 2ª parte desse trabalho, destinada a questionar a atual política de criminalização dessa prática.

A assimetria de informações

Dentro da economia, se tornou um clássico a célebre obra de George Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* (o mercado de “limões”: incerteza da qualidade e o mecanismo de mercado) de 1970. A relevância desse *paper* advém da ruptura com a teoria econômica tradicional ao admitir a assimetria de informações. Antes o acesso à informação era tido como perfeito e simétrico, não por sua coerência com a realidade, mas sim pela dificuldade em adotar a assimetria como mais uma variável nos modelos para explicar a realidade.

Primeiramente, resta esclarecer o que são os “limões” aos quais o autor faz referência. “lemons” é uma gíria americana que se refere a carros usados de baixa qualidade (o que se descobre apenas depois da compra após algum defeito). Algo próximo à gíria brasileira “um abacaxi” (um problema, uma questão complexa, em referência a dificuldade de se descascar um abacaxi)

O exemplo citado por Akerlof é o de compra e venda de carros usados. Nesse modelo de negócio existe uma assimetria de informações. Geralmente o vendedor detém muito mais informações que o comprador, afinal o carro era seu. Em virtude disso, os compradores se tornam receosos diante da possibilidade de comprarem um carro defeituoso (um “limão”) e realizam ofertas mais baixas. Em contrapartida, os vendedores honestos, ou seja, aqueles que prestam todas as informações relevantes e de maneira verídica sobre os carros que queiram vender, observam uma redução nos valores ofertados pelos seus carros incompatível com a qualidade destes, de modo que a venda deixa de ser vantajosa. Assim, esses carros de melhor qualidade são tirados do mercado pelos seus vendedores e, conseqüentemente, o risco de se comprar um “limão” aumenta, o que se reflete no preço, que cai ainda mais. Essa nova queda no quanto o comprador está disposto a pagar enseja a mais saída de carros de melhor qualidade do mercado, o que eleva ainda mais o risco de se comprar um “limão”. Assim, esse ciclo se retroalimenta numa espiral descendente.

Se, desde o princípio, os compradores tivessem acesso às reais informações sobre o produto que iriam adquirir, estariam mais propensos a oferecer valores mais condizentes com o quanto efetivamente esses produtos valem.

A solução encontrada para evitar que esse tipo de situação se materialize é a regulamentação, seja compelindo os vendedores a fornecerem todas as informações relevantes sobre o produto, impondo condições mínimas a serem atendidas, determinando a necessidade de restituir quando o bem não corresponda as promessas do momento da compra etc. No caso do mercado de capitais, uma das soluções encontradas para evitar os malefícios advindos da assimetria de informações é a vedação ao insider trading.

Proibir é a melhor solução?

Não é nosso objetivo aqui questionar se a assimetria de informações é maléfica ou não. Tais indagações adentrariam sobremaneira nas ciências econômicas, missão para a qual este trabalho careceria de tecnicidade. Desse modo, a perniciosidade da assimetria de informação é o pressuposto do qual partimos. No entanto, cabe sim questionar se a vedação ao insider trading é a melhor alternativa para contornar os malefícios advindos da assimetria informacional.

Necessária, contudo, se faz uma ressalva talvez desestimulante para alguns, dependendo do posicionamento adotado. Discussões mais profundas a respeito do insider trading ainda não fazem parte da realidade brasileira. São mais comuns em países cuja economia seja mais desenvolvida, como, por exemplo, os Estados Unidos. Mas mesmo nesses países, em sua maioria e apesar dos intensos debates e de louváveis contribuições em sede doutrinária, a prática ainda continua sendo proibida. Realizado esse esclarecimento, podemos ingressar no assunto propriamente dito.

Os argumentos pro-proibição dividem-se em três correntes filosóficas distintas. A primeira trata-se da missappropriation theory, a segunda unfair advantage theory e a terceira market stability theory.

Misappropriation Theory

O mais recorrente é admitir que a Misappropriation Theory surgiu nos Estados Unidos no leading case *Chiarella v. United States*.

Guido Fernando Silva Soares em sua obra *Common Law: Introdução ao Direito dos EUA* (1ª ed., 2ª tir., RT, 1999, 40-42p.) ensina que o leading case é "uma decisão que tenha constituído em regra importante, em torno da qual outras gravitam" que "cria o precedente, com força obrigatória para casos futuros".

(Jus Brasil. Disponível em
<<https://www.jusbrasil.com.br/topicos/371143/leading-case/definicoes>>.
Acesso em 15/10/2019).

O caso tem por pano de fundo o uso de informações privilegiadas por Vincent Chiarella. Há época, Chiarella trabalhava na Pandick Press, uma financial printer. Trata-se de uma companhia especializada em imprimir documentos (em geral financeiros) que exigem certo grau de segurança por conterem dados pessoais ou outras informações relevantes que não devam ser acessadas por terceiros.

Em virtude das atividades desenvolvidas perante a empresa na qual trabalhava, Chiarella teve acesso a documentos que anunciavam uma oferta pública de aquisição de ações de outra companhia. Apesar de não haver menção direta ao nome da companhia em

questão nos documentos aos quais o empregado teve acesso, foi possível deduzir de quem se tratava com base nas outras informações disponíveis. Na posse desse conhecimento, Chirella adquiriu várias ações da empresa alvo da aquisição antes da divulgação do negócio, vindo a vendê-las logo após a abertura dessa informação ao público, adquirindo, assim, um lucro aproximado de trinta mil dólares.

Segundo o Chief Justice (o juiz presidente do tribunal) Warren Earl Burger, responsável pelo caso, apesar de Chirella não possuir uma relação fiduciária direta com a empresa que realizaria o negócio de vulto, relação essa necessária para que se exija uma postura de abstenção de se divulgar ou negociar com base na informação privilegiada, ele possuía uma relação fiduciária com a empresa na qual trabalhava e, tendo sido ela contratada pela empresa que realizaria oferta pública de aquisição de ações para imprimir seus documentos confidenciais, estaria estabelecido um dever de confidencialidade/abstenção.

Apesar disso, não foi esse o entendimento majoritário da corte, de modo que, por 6 votos a 3, Chirella foi absolvido no caso em análise, restando-lhe apenas mais 17 acusações das quais deveria se defender.

Independentemente do resultado, contudo, estava firmada a Misappropriation Theory em sua primeira vertente, na qual um dever fiduciário, dever de confiança, vedaria a possibilidade de se obter ganhos pessoais em detrimento da companhia.

A segunda vertente da Misappropriation Theory se revelou mais tarde, no julgamento do caso *O'Hagan v. United States*. O'Hagan era sócio do escritório de advocacia *Dorsey & Whitney* em Minneapolis. Em 1988, a companhia *Grand Metropolitan PLC* contactou esse escritório de advocacia para esclarecimentos a respeito de uma possível oferta hostil de aquisição da *Pillsbury Company* que cogitava realizar. Apesar de O'Hagan não fazer parte do grupo de advogados designados para a operação, teve acesso a essa informação ouvindo conversas dos seus colegas durante o almoço. Assim, passou a adquirir valores mobiliários da *Pillsbury Company* até a divulgação da informação ao mercado, vendendo-os subsequentemente com um lucro de 4,3 milhões de dólares. Posteriormente, foi acusado de violação de uma série de regras da *Securities and Exchange Commission*.

Nesse caso não haveria a existência de um dever fiduciário, afinal, ele não foi um dos advogados designados para a operação junto a *Grand Metropolitan*, contudo o entendimento da corte não lhe foi favorável, que decidiu pela sua condenação. A decisão abriu o caminho para o desenvolvimento da Misappropriation Theory em sua segunda vertente. Nesta o fundamento para a condenação não se baseia num dever fiduciário preexistente, mas sim na existência ou não de uma apropriação de informações da empresa em detrimento desta. Ou seja, o pensamento desenvolvido é o de que as informações geradas no seio de determinada companhia a ela pertenceriam, de modo que o seu uso, independentemente de dever de lealdade, já configuraria ilegalidade.

Unfair advantage Theory

A unfair advantage theory tem por foco da sua repúbia ao insider trading a existência de uma disparidade na relação negocial entre investidores quando apenas um dos polos está na posse da informação privilegiada. Não se trata de maior sapiência a respeito do mercado de valores mobiliários, ou da disponibilidade de maior aporte financeiro, mas sim de um privilégio reservado a poucos, a posse de uma informação relevante não disponível ao público. Diferentemente dos dois primeiros recursos, a posse de uma informação dessa natureza geraria uma assimetria – via de regra – insuperável. Adquirir maior conhecimento sobre a atividade realizada é possível, capitalizar mais recursos também, mas fazer parte de um pequeno círculo de indivíduos que trocam notícias entre si, já é mais difícil. Eis porque tantos se aferroam tão vorazmente a ideia de que proibir o insider trading é o mais apropriado. Olvidam, contudo, que ser o mais apropriado exige uma complementação, determinado meio é o mais apropriado para certo fim. E aqui cabe indagar: vedar o insider trading é o mais apropriado para o que? Tornar o mercado mais eficiente? Moralizar o mercado de valores mobiliários? É importante saber a pergunta correta a se fazer, pois dependendo de qual seja, diferente será a resposta. A questão da pergunta mais adequada a se fazer, entretanto, não cabe a esse momento, caberá ao leitor perquirir-se sobre após o contato com argumentos favoráveis a descriminalização do insider trading.

Retomando a Unfair advantage theory, os defensores dessa teoria se agarram a ideia de profunda injustiça, à primeira vista, que permeia a prática. Num pensamento simplista: Se o outro polo do negócio também tivesse acesso à informação, provavelmente este seria celebrado em outros termos/valores ou não o seria.

Por exemplo, suponha-se que a empresa “A” vá realizar uma fusão com a empresa “B”, algo que aumentaria consideravelmente o valor das ações da empresa “B”. Se, antes, valia R\$ 10,00 a ação desta, após a divulgação da notícia da fusão, o preço se elevará em 50%, passando a R\$ 15,00. O insider, sabendo disso, adquire essas ações antes da abertura da informação por um preço unitário inferior aos 15,00 reais que elas possuem de valor em estado latente. Desse modo, aquele que as vende antes de ter conhecimento do projeto de fusão das empresas, incorreria em prejuízo. Por outro lado, o insider auferiria uma grande margem de lucro enfrentando um risco de prejuízo ínfimo. Há autores partidários desse posicionamento que defendem que, assim, ao realizar a operação, o insider não estaria pagando o valor real da ação.

Market Stability Theory

Conforme o nome já sugere, essa teoria tem como principal razão para o combate ao insider trading garantir a estabilidade e eficiência do mercado. De certa forma, essa corrente doutrinária se relaciona com a teoria da unfair advantage. A legalização do insider trading criaria condições, conforme já mencionado, assimétricas entre os

diferentes investidores. Essa disparidade seria interpretada como injusta e, portanto, os investidores não se sentiriam à vontade para aplicar seus recursos no mercado de valores mobiliários, migrando para investimentos mais seguros. Desse modo, uma ferramenta extremamente eficiente para captação de recursos e impulsionamento de inovações e desenvolvimento sofreria grande descrédito, criando consequências de larga proporção.

Outras razões para proibir

As três correntes doutrinárias apresentadas acima formam a base da proibição ao insider trading; há, contudo, autores que sustentem outras razões para a proibição, além das acima mencionadas. Por vezes tais justificativas relacionam-se a elementos de uma ou mais das teorias elencadas ou mesmo a nenhuma delas. Assim, trago aqui a que considero a mais relevante: A legalização incentivaria os administradores a agirem em contrariedade aos interesses da companhia e dos acionistas

Quando os interesses dos administradores da companhia (quem tem acesso em primeira mão às informações relevantes) se contrapõem aos desta ou mesmo dos seus acionistas temos um fenômeno chamado Moral Hazard.

Por exemplo, no mercado de seguros. Quando alguém contrata um seguro para o seu veículo, existe uma redução dos incentivos para essa pessoa ser cuidadosa, afinal, caso o veículo seja furtado ou sofra avarias, por exemplo, a seguradora se obriga a ressarcir os prejuízos. Ao passo que para a seguradora o ideal é que o indivíduo mantenha uma postura precavida, ou ela quem irá arcar com as eventuais despesas. Assim, temos agentes com interesses diversos: o segurado, agindo de maneira displicente (o que lhe poupa energia e preocupações) e a seguradora, desejando um comportamento adequado para salvaguardar o próprio patrimônio. As consequências dessa situação se refletem num aumento de custos para ambas as partes. O valor dos seguros aumenta, para tornar viável a atividade das seguradoras, e estas perdem clientes, pois, diante de preços muito altos, há os que preferem sustentar eles próprios os riscos que as seguradoras tomariam.

O risco moral está diretamente relacionado à ideia de informação assimétrica - situação na qual uma parte na transação possui mais informações, ou informações mais seguras, que a outra. Um caso especial de risco moral é chamado problema agente-principal, onde uma parte (agente) é contratada para agir no interesse da outra parte (principal). É possível que o agente tenha incentivos, ou uma certa tendência, a agir inapropriadamente - conforme o ponto de vista do principal - se seus interesses não estiverem alinhados (Wikipédia. Risco Moral. Disponível em <https://pt.wikipedia.org/wiki/Risco_moral>. Acesso em 20/10/2019)

Numa hipótese de descriminalização do insider trading, o Moral Hazard poderia se revelar sob a forma de algumas estratégias adotadas pelo administrador para maximizar seus lucros em detrimento dos interesses da companhia.

Não é o objetivo destrinchar todas essas possibilidades, portanto, serão trazidas apenas as principais.

a) ATRASO NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Sendo facultado aos administradores se valerem de informações privilegiadas para auferirem vantagem econômica, estes poderiam propositalmente atrasar o fluxo de informações seja dentro da estrutura da própria corporação, seja num quadro externo.

Para compreender a perspectiva do fluxo de informações interno é necessário relembrar algumas noções básicas de economia, no caso, a lei da oferta e da demanda. De acordo com os ensinamentos desse modelo, o preço de certo bem é determinado com base na correlação entre as variáveis oferta e procura (demanda). Quanto maior a disponibilidade de alguma coisa, menor tende a ser o preço. Enquanto quanto maior for a procura mais altos tendem a ser os valores.

Compreendido isso, algo se torna claro. Quanto mais pessoas tiverem acesso à informação privilegiada e, conseqüentemente, comprarem valores mobiliários de uma companhia específica, a tendência é o preço desse bem subir. Certamente, essa não é a realidade que um insider deseja, afinal a sua margem de lucro seria reduzida. Utilizemos de um exemplo para aclarar a situação: Suponhamos que Anderson, administrador da companhia X, seja o único que tenha tido acesso a uma notícia muito exclusiva e, na posse disso, passou a comprar ações da empresa Y. Isso se manteve por 4 meses, período ao longo do qual o valor das ações da companhia Y subiu gradualmente, em virtude do aumento da demanda gerada por Anderson. Se no primeiro mês Anderson adquiriu-as a um preço unitário de R\$ 10,00, no segundo esse valor já era R\$ 12,00, no terceiro R\$ 13,00 e assim por diante. Naturalmente, à medida que o preço unitário da ação sobe, reduz-se a quantidade desses títulos mobiliários que Anderson consegue comprar, supondo-se que disponha de um valor fixo mensal do qual possa dispor para realizar esses investimentos. Quando essa informação privilegiada da qual dispõe Anderson chegar ao mercado, cada uma das ações da qual ele é titular será valorizada em determinada porcentagem, de modo que o melhor investimento é adquirir o máximo possível delas para se maximizar o lucro. Se nessa situação hipotética o nosso personagem conseguiu adquirir 50.000 ações e perfazer um ganho de R\$ 1.000.000,00 com a posterior venda, diferente seria se não apenas ele, mas várias pessoas tivessem tido acesso à informação privilegiada. Isso teria proporcionado um aumento bem mais relevante na procura por ações da empresa Y, de modo que o valor delas teria subido a uma taxa muito maior ao longo dos meses e, conseqüentemente, Anderson teria conseguido adquirir muito menos ações do que na primeira situação, sofrendo uma grande redução no lucro por ele percebido.

Esse exemplo nos mostra como a descriminalização do insider trading poderia ensejar o administrador a reter informações relevantes para si, com o intuito de maximizar

seus ganhos, dentro do contexto da própria companhia de cujo corpo ele faça parte. Isso criaria uma atmosfera muito nociva para a própria sobrevivência da empresa, instalaria um clima de desconfiança, falta de articulação entre os diferentes setores, comprometeria a tomada de decisões etc.

Já sob a perspectiva do atraso da divulgação de informações externa corporis, isso se daria com o intuito de expandir o tempo entre a obtenção da informação pelo insider e a sua liberação ao mercado. Em outras palavras, aumentar-se-ia o prazo durante o qual o insider poderia adquirir ações que não refletiriam seu valor real no preço. Por exemplo, se determinada companhia traria a público uma informação em agosto, o administrador pode incentivar a postergação dessa abertura para setembro, garantindo-lhe mais um mês para adquirir valores mobiliários a preços inferiores, aumentando seus ganhos. Essa situação também poderia redundar em consequências muito danosas à companhia. O mais corriqueiro nesses casos de conflito de interesses é a busca pela satisfação do interesse pessoal em detrimento do coletivo, o que não se pode admitir. Além desse atraso na divulgação de informações, também, em tese, seria possível o atraso na realização de operações com o mesmo intuito de garantir mais tempo ao administrador para adquirir mais ações. Assim, uma incorporação que seria realizada, por exemplo, pode ser mantida em suspenso para maximização de ganhos pelo administrador, gerando um custo sem retorno e desnecessário a ser suportado pelos acionistas e pela companhia, além de se criar um risco infundado de inviabilização do negócio.

b) INVIABILIZAÇÃO DE NEGÓCIOS DA COMPANHIA

Conforme já mencionado, o comportamento dos insiders pode incentivar o aumento de preço de uma ação de determinada empresa. Isso é claramente perceptível da análise do caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co, ocorrido nos Estados Unidos na década de 60.

No início da década de 60, a empresa Texas Gulf Sulphur realizou uma pesquisa geológica no Canadá por meio de amostras de solo. A partir dos resultados obtidos, descobriu-se uma grande reserva mineral na região, de modo que a empresa passou a adquirir os territórios adjacentes. O presidente da TGS orientou os funcionários envolvidos no estudo a ocultarem a informação, mesmo dos membros da diretoria. A partir de então, os funcionários da companhia, bem como pessoas próximas a eles, passaram a adquirir ações da TGS. Diante disso, começaram a se formar rumores na imprensa a respeito das descobertas e em 12 de abril de 1964 foi trazido a público um comunicado buscando dissuadir a opinião pública das suas suspeitas, o que não logrou êxito. Assim, em 16 de abril de 1964, foram anunciadas as notícias sobre as jazidas adquiridas.

Da análise desse caso, é possível observar a seguinte repercussão na bolsa de valores: Logo após a descoberta das reservas minerais, portanto, em novembro de 1963, os insiders compraram as ações a um valor inicial de U\$ 18,00. Lentamente esses valores foram subindo até atingir U\$ 25,00. Com a intensificação das suspeitas a respeito do achado, o valor unitário chegou a U\$ 30,00 no começo de abril de 1964. No dia 16 de

1964, ou seja, no dia em que a informação se tornou pública, fechou em U\$ 37,00. O pensamento mais corriqueiro seria de que, logo após divulgada a informação relevante, o mercado a absorveria e isso seria imediatamente refletido no valor das ações envolvidas, que, enfim, passariam a expressar o seu valor real. Isso, contudo, não ocorreu. O valor continuou a subir, atingindo em maio de 1964 a casa de U\$ 58,00.

Desse modo, observa-se que, como em outras situações de insider trading, houve um aumento gradual no preço das ações mesmo antes da divulgação da informação relevante. No caso em questão, isso não prejudicou a companhia, afinal, eram as suas próprias ações que estavam sendo valorizadas. Contudo diferente poderia ter sido o resultado se mais de uma empresa estivesse envolvida.

Suponhamos que empresa “A” queira adquirir o controle societário da empresa “B”. Para isso, é necessário que ela adquira um montante de até 50% + 1 (na pior das hipóteses) das ações votantes daquela empresa. A quantia é variável conforme o caso concreto, entretanto, mesmo que sejam 10%, 20% ou 50%, estamos falando de valores bem altos. Desse modo, em virtude do grande número de ações votantes que a empresa “A” terá que adquirir da “B” para se tornar a sócia majoritária, qualquer alteração no preço dessas ações pode elevar sobremaneira os gastos necessários para a operação, ao ponto até de inviabilizar o negócio.

É nesse sentido que a conduta do insider administrador pode ir diretamente de encontro aos interesses da companhia na qual exerça suas atividades. A compra de ações amparada por uma informação privilegiada tende a induzir uma valorização dessas ações, o que poderia tornar muitíssimo mais oneroso ou mesmo impossível uma operação comercial que a companhia queira efetuar.

c) LUCRO COM NOTÍCIAS NEGATIVAS

Por fim, é importante ter em mente que tanto a notícia positiva com relação a companhia como a negativa têm a capacidade de gerarem ganhos financeiros ao insider. No caso das positivas, as ações da companhia sofrem um acréscimo de valor, enquanto nas negativas ocorre o oposto. Diante disso, o insider poderia adquirir esses valores mobiliários afetados pela notícia ruim na baixa, e vendê-los posteriormente em um momento de valorização desses títulos ou mesmo poderia realizar uma venda a descoberto.

A venda a descoberto – também chamada de “short” – é uma estratégia que consiste na venda de uma ação que você não possui em carteira. Para fazer isso você realiza duas operações: aluguel da ação que não tem e venda deste mesmo ativo.

Mas por que vender uma ação que você nem possui? Porque a estratégia é realizada quando há indícios de que o mercado vai entrar em tendência de queda e, dessa forma, você acredita que o preço de determinada ação vai cair.

Assim, se a cotação de fato cair, na hora de devolver a ação alugada você a comprará a um preço mais baixo no mercado à vista e ganhará nessa diferença de preços.

Por exemplo: imagine que as ações ABCD estejam em queda e você acredita que essa tendência vai durar. Você decide então vender 1.000 ações ABCD ao preço de R\$ 10 cada uma, mesmo sem possuir nenhuma delas em carteira.

Para fazer isso, você aluga as ações no mercado e, assim, tem o ativo em mãos para entregar ao comprador das 1.000 ações que você colocou à venda. Pela operação, você vai receber R\$ 10.000 (1.000 ações x R\$ 10).

Ao final do prazo do aluguel, as ações ABCD estão cotadas a R\$ 6. Dessa forma, você vai recomprar as mesmas 1.000 ações que você alugou para vender, e que você precisa devolver ao doador, por R\$ 6.000. Assim, você teve um ganho de R\$ 4.000 nessa operação (sem contar custos operacionais) na diferença entre os R\$ 10.000 que recebeu e os R\$ 6.000 que pagou para entregar as ações ao doador.

Assim, ao fazer um short você também consegue aproveitar momentos em que o mercado está em queda ou “de lado”, tendo outras oportunidades de ganhos além do mercado em alta.

(Itaú. Short ou venda a descoberto, entenda como funciona a venda a descoberto. Itaú Corretora, 2019. Disponível em: <<https://www.itaucorretora.com.br/nossosservicos/short-ou-venda-a-descoberto.aspx>>. Acesso em 02/11/2019)

Os favoráveis a proibição ao insider trading, sustentam que isso incentivaria os administradores a trabalharem em prol da geração de mais notícias negativas ou mesmo para a disseminar falsos rumores com o objetivo de controlar artificialmente os preços no mercado. No primeiro caso a companhia seria a mais afetada. O administrador não teria um real incentivo para trabalhar em prol do crescimento da empresa, pois, independentemente da sua conduta, o seu lucro estaria garantido. Além disso, a companhia sofreria uma desvalorização das suas ações e sua reputação sofreria duros golpes. Já no segundo caso, o próprio mercado seria o mais prejudicado, caindo em descrédito e perdendo a capacidade de captação de recursos.

Críticas e apontamentos a respeito da unfair advantage theory

Antes da apresentação de argumentos que se contraponham a unfair advantage theory, é importante realizar uma elucidação. Outra doutrina mais moderna tem se

desenvolvido tendo por raiz essa teoria. As inovações com relação a doutrina base são poucas e a justificativa apresentada para defender a proibição ao insider trading permanece a mesma (a injustiça da prática), de modo que o mesmo argumento utilizado para desarticular a doutrina base, cabe, também, a essa ramificação.

Enquanto a teoria base afirma que o insider trading promove uma vantagem injusta, pois o investidor lesado vende/compra suas ações a um “preço errado”, essa interpretação mais moderna da teoria afirma que a injustiça reside no fato de que o investidor é incentivado a realizar um mal negócio. As flutuações nos preços das ações, promovidas pela conduta dos insiders, em especial os aumentos de preço, incentivariam o investidor a vender suas ações, de modo que deixaria de obter a valorização que a revelação da informação relevante proporcionaria.

Opiniões a parte, essa justificativa parece ainda mais infundada do que a da teoria da vantagem injusta clássica. Isso, pois adota a visão de um investidor passivo, cujo sucesso ou fracasso é exclusivamente resultado de circunstâncias externas à própria vontade. A valorização de determinado grupo de ações não impõe a obrigatoriedade de vendê-las, tal escolha cabe aos seus titulares. Estes podem vendê-las logo após a valorização, garantindo uma margem de lucro, ou podem não o fazer de imediato, confiando em um aumento de preços ainda mais acentuado, o que pode vir a ocorrer ou não. Tal escolha é inerente ao ambiente do mercado mobiliário, cabendo a cada qual lidar com os riscos que queira tomar e, conseqüentemente, com os seus potenciais lucros/prejuízos. Suponha-se que a causa de aumento de preços não fosse as movimentações promovidas pelos insiders, mas qualquer outra causa externa, como por exemplo uma estiagem prolongada, uma instabilidade política em um país, guerras, etc. A venda imediata das ações pode se revelar o melhor negócio ou não, cabendo a cada um realizar a escolha que melhor lhe aprouver. Caso se revele não tendo sido um bom investimento a alternativa optada, parece sensato depositar a responsabilidade do insucesso a qualquer uma dessas situações externas? Evidentemente não. Tal responsabilidade é pessoal e diretamente relacionada com o risco que se pretenda adotar.

Realizado esse apontamento, cabe apresentar algumas críticas a unfair advantage theory em sua acepção clássica, do “preço errado”. Nesse sentido, as contribuições de Stephen Bainbridge se revelam muito oportunas.

No mercado de valores Mobiliários, em sua grande maioria, as negociações não se dão entre agentes determinados. Isto é, o mercado é composto de pessoas que querem comprar determinadas ações e aqueles que querem vendê-las, assim, os sistemas informáticos realizam a correspondência entre essas pessoas de maneira aleatória. A possibilidade de se estar negociando com um insider ou um investidor ordinário, portanto, depende do acaso, é algo incerto. Contudo o que não é incerto é a vontade do investidor de vender as suas ações. A paridade entre os agentes envolvidos na negociação se dá apenas posteriormente a certeza da decisão de vender suas ações por parte de um e da de adquirir ações de determinada companhia por parte de outro.

Utilizemo-nos, a título de exemplo, de uma relação fictícia de compra e venda de ações entre dois agentes em que nenhum deles esteja na posse de uma informação

privilegiada. Se porventura essas ações vierem a se valorizar no futuro, naturalmente, aquele que se destituiu delas enfrentará um prejuízo, ou melhor, deixará de auferir um lucro. Nesse caso, não se fala em vantagem injusta. Agora, suponhamos que a outra parte da relação negocial seja um insider. O resultado seria o mesmo, a venda das ações e um lucro do qual se abriu mão. O que justificaria o tratamento diferenciado nesse caso? A simples condição pessoal da contraparte? A questão principal é: Se a negociação não tivesse ocorrido com um insider, teria ocorrido de qualquer forma com outro investidor e o resultado dela teria sido o mesmo, pois a decisão de vender já havia sido tomada antes mesmo da criação do vínculo negocial entre as partes. A partir do momento em que se colocam as próprias ações à disposição para venda, é irrelevante o agente com que se negociará, haja vista o resultado ser sempre o mesmo.

O argumento utilizado para sustentar a teoria da unfair advantage é de que se a outra parte tivesse acesso à informação na posse do insider, não teria feito o negócio. O erro, contudo, reside no fato de culpar o insider pelo mal negócio. A culpa por essa situação deveria, na verdade, ser atribuída ao não acesso à informação, e não àqueles que a ela têm acesso. De maneira simplificada, a compra e venda de ações ocorre em 3 passos: 1) O agente analisa todas as informações à sua disposição 2) Com base no resultado da sua análise, toma a decisão de comprar/vender ou não 3) Caso opte por comprar/vender, ou seja, a dar continuidade com o negócio, o sistema da bolsa de valores realiza a combinação entre os investidores que querem comprar com aqueles que querem vender. Dá análise disso, chegamos a duas conclusões: A primeira é de que não há que se falar em vantagem injusta, pois a figura do insider só surge no negócio no último passo, portanto, após a tomada da decisão de comprar/vender. E a segunda é de que para se evitar que uma das partes faça um mal negócio, sob alegação de injustiça, o ideal é tomar atitudes que afetem o momento anterior (e não o posterior) a tomada de decisão de se realizar o negócio, ou seja, tomar atitudes que afetem o item 1, medidas relativas a ampliar o acesso à informação.

To be sure, the investor might not have sold if he had had the same information as the insider, but even so the rules governing insider trading are not the source of his problem. The information asymmetry between insiders and public investors arises out of the federal securities laws' mandatory disclosure rules, which allow firms to keep some information confidential even if it is material to investor decisionmaking (Bainbridge,2019)

Tradução: Certamente, o investidor poderia não ter vendido se ele tivesse a mesma informação que o insider, mas, mesmo assim, as regras que regem o insider trading não são a fonte do problema. A assimetria de informações entre insiders e investidores se origina das regras de disclosure da lei federal de valores mobiliários, que permitem às companhias que mantenham algumas informações confidenciais, mesmo que sejam relevantes para a tomada de decisões do investidor.

Por fim, é necessário compreender esse sentimento de injustiça alegado por aqueles que se declaram lesados ao negociarem com um insider. Diante do demonstrado acima, tal injustiça não é real, ou seja, não se sustenta em bases lógicas visto que o insider trading não cria situações de prejuízo que já não viriam a acontecer naturalmente. Desse

modo, é importante perscrutar esse sentimento, de modo a investigar o ser humano como um complexo de emoções mais intimamente.

O mais provável é que tal sentimento de injustiça não seja originário da criação de uma situação de injustiça pelo insider (o que efetivamente não ocorre), mas sim pelo fato de uns terem acesso a informações relevantes que lhe concedam ganhos rápidos, de vulto e com baixo risco enquanto outros não possuem essa possibilidade. Tal injustiça residiria, portanto, no fato de um estar se beneficiando enquanto o outro se prejudica, mesmo que o benefício daquele não possua relação com o prejuízo deste, como já demonstrado. O sentimento de injustiça, assim, não seria originário da prática do insider trading, mas sim seria um sentimento de injustiça por parte da vida, que concede oportunidades de ganhos fáceis para alguns e exige de outros muito esforço para ganhos por vezes bem menores. Tal sentimento se materializaria sob a forma de animosidade, para com o insider, daquele que se considera injustiçado.

The vast sums that can be (and are) gained with little risk by insider traders cannot be ignored as a possible source of public envy, particularly in dire economic times. [...] The average citizen could do what the insider trader does. It does not take any special skill. This is where the envy comes in - envy at the good fortune of these traders who receive “an easy buck”. (John P. Anderson, 2014)

Tradução: As vastas somas que podem (e são) ganhas com baixo risco pelos insiders não podem ser ignoradas como possíveis fontes de inveja pública, particularmente em tempos de economia difícil. [...] O cidadão comum poderia fazer o que esses insiders fazem. Isso não exige nenhuma habilidade especial. É aí que entra a inveja – inveja da boa sorte desses investidores que recebem “uma graninha fácil”.

Críticas a Market Stability Theory

A teoria da estabilidade do mercado parte da premissa de que o insider trading minaria a confiança dos investidores na integridade do mercado mobiliário, pensamento confrontado por Bainbridge. Segundo o autor, o sentimento dos investidores com relação ao insider trading não é de desconfiança para com o mercado mobiliário, mas sim de inveja dos ganhos do insider. Assim sendo, não possuiria o condão de desestruturar o mercado.

As Bainbridge (1995, 1241-42) observes, any anger investors feel over insider trading appears to arise mainly from envy of the insider’s greater access to information. One can but conclude that insider trading does not seriously threaten the confidence of investors in the securities markets. (Bainbridge, 2019)

Tradução: Como observado por Bainbridge (1995, 1241-42), qualquer animosidade sentida com relação ao insider trading aparenta surgir principalmente da inveja do maior acesso do insider à informação. Pode-se concluir que o insider trading não ameaça seriamente a confiança do investidor no mercado de valores mobiliários.

Além disso, as conclusões da Market stability theory não se sustentam empiricamente. Conforme trazido por Fischel e Carlton, a noção de que o mercado é prejudicado pelo insider trading é difícil de se conciliar com os seguintes fatos: o mercado de capitais norte-americano (1) era bem-sucedido pré-1933 (antes da regulação do insider trading); (2) era bem sucedido pré-1960 (antes da extensão judicial do conceito de insider trading); e (3) é atualmente bem sucedido, não obstante a existência do insider trading legal e, muito possivelmente, o ilegal. (Fischel, Daniel; Carlton, Dennis. 1982. Pg 880 apud Gonçalves Cordeiro, Luiz Felipe. 2013. Pg 176)

Crítica às outras razões para proibir

Conforme já trazido, as outras razões para a proibição ao insider trading se sustentam principalmente numa expectativa de que o administrador haja contra os interesses da companhia ou dos acionistas, diante de um quadro de descriminalização do insider trading. Isso se daria de 3 formas: a) pelo atraso na divulgação das notícias; b) pela inviabilização de negócios da companhia; c) pela possibilidade de lucro com as notícias negativas. A plausibilidade disso ocorrer, contudo, é bastante reduzida. A crítica a cada uma dessas 3 situações será analisada detidamente abaixo.

a) CRÍTICA AO ATRASO NA DIVULGAÇÃO DE NOTÍCIAS

Da mesma forma que as outras justificativas para proibir o insider trading, a possibilidade de atraso na divulgação de notícias é exagerada. Isso vale tanto para a divulgação de informações dentro do próprio corpo da companhia, como para um âmbito externo.

Uma grande razão para a debilidade desse argumento é a rapidez com a qual as transações podem acontecer no mercado mobiliário. O insider primário não precisaria reter a informação por vários dias para poder realizar a operação, bastariam poucos minutos ao telefone com seu corretor para ele poder se beneficiar da informação e assim transmiti-la aos outros integrantes da companhia.

Given the rapidity with which securities transactions can be conducted in modern secondary trading markets, moreover, a manager need at most delay corporate action long enough for a five minute telephone conversation with his stockbroker

Com relação ao atraso na divulgação da informação ao mercado para que o insider pudesse se utilizar dela mais de uma vez, também é hipótese que se mostra pouco provável. Nesses casos, o incentivo é justamente na direção contrária; divulgar as informações relevantes o mais rapidamente possível após efetuada a compra/venda de ações. Isso para que o insider se aproveite rapidamente do impacto da informação na cotação das suas ações e para lhe garantir maior estabilidade.

Segurar uma informação para ter mais tempo de utilizá-la diversas vezes ao longo do tempo não necessariamente é uma boa estratégia, pois aumentaria muito os riscos. Ao longo de várias semanas ou meses podem surgir novas situações que influenciem negativamente um título mobiliário que estava em alta. Além disso, a informação privilegiada pode vir a não se concretizar e, se ela for “revogada” antes mesmo da sua divulgação ao mercado, o preço das ações compradas pelo insider não sofreria a alteração positiva esperada, redundando em um grande prejuízo. Por exemplo, no caso Sadia-Perdigão a oferta pública de aquisição de Ações da Perdigão pela Sadia foi posteriormente revogada. No caso concreto, essa revogação se deu apenas depois que a informação primária (de que a Sadia buscava adquirir o controle da Perdigão) já havia sido divulgada, portanto os insiders puderam se utilizar da informação sem sofrerem prejuízo. Se, contudo, a revogação tivesse ocorrido antes mesmo da divulgação ao mercado da informação revogada, o valor das ações adquiridas pelos insiders não teria sofrido a valorização que esperavam e eles teriam realizado um mal negócio.

Finally, and perhaps most importantly, insider trading may create incentives to release information early just as often as it creates incentives to delay transmission

Once the information is disclosed, the trading managers will be able to reap substantial profits, but until disclosure takes place, they bear a variety of firm-specific and market risks. The deal, the stock market, or both may collapse at any time. Early disclosure enables the managers to minimize those risks by selling out as soon as the price jumps in response to the announcement

(Bainbridge, 2019)

b) CRÍTICA A INVIABILIZAÇÃO DE NEGÓCIOS DA COMPANHIA

O conhecimento de uma informação privilegiada certamente poderia causar situações de incentivos opostos entre a companhia e o insider administrador, em que a busca do lucro pessoal deste poderia interferir nos objetivos dessa. A existência de situações como essas é inegável. O erro reside, contudo, em se presumir que o administrador iria preferir tomar o caminho da satisfação dos próprios interesses em detrimento dos da companhia. Esse erro se justifica por uma análise simplista da situação como algo isolado, fora de um contexto mais abrangente.

Analisada uma dessas situações de conflito de interesses fora de qualquer contexto, certamente a decisão mais lógica, seria a de garantir o próprio lucro, independentemente dos prejuízos que outrem viesse a auferir. Entretanto, fora das abstrações da mente, no mundo concreto, as coisas não podem ser analisadas de maneiras tão isoladas. Uma atitude dessas por parte de um administrador redundaria em diversas consequências negativas, de modo que, sopesando benefícios e malefícios, ela se mostraria extremamente pouco atraente. Dentre diversas outras, 2 consequências negativas podem ser apontadas como principais: 1) muito provavelmente, o administrador perderia o seu emprego e 2) sua reputação profissional ficaria maculada.

Num cenário de permissão ao insider trading, um administrador perder seu emprego na companhia seria algo desastroso. Além de perder os rendimentos mensais que lhe são garantidos, deixaria, principalmente, de estar em contato com a porta de acesso às informações privilegiadas.

À medida que o tempo passa, a companhia gera ou entra em contato com mais informações relevantes. Portanto, quanto mais tempo em uma empresa, maior o número de informações relevantes com as quais se vai deparar. Aqueles que primeiro tem acesso a estas, geralmente, são os administradores, o que lhes confere uma posição muito favorável numa realidade de insider trading sendo permitido. Desse modo, a atitude mais lógica para algum ocupante dessa posição seria uma postura que lhe permitisse se perpetuar nela pelo maior prazo possível, de modo que pudesse continuar tendo acesso e usando as informações que lhe chegam. Usar uma informação para se beneficiar mesmo prejudicando a empresa, certamente, colocaria em xeque seu cargo. Assim, sob a perspectiva econômica, é mais vantajoso se abster de negociar com a informação em questão para se manter no cargo e, assim, continuar tendo acesso a muitas outras dessas informações que não apresentassem os mesmos embaraços. É a valorização do ganho global comparado ao imediato.

Além disso, uma postura dessas por parte do administrador carrega um conteúdo de deslealdade muito grande. Representaria uma marca (negativa) na carreira da pessoa para o resto da vida. Com certeza, seria um desincentivo para uma companhia em contratá-lo (ou mantê-lo) para alguma atividade de destaque, pois poderia ela ser a próxima prejudicada por esse indivíduo aparentemente sem escrúpulos. Desse modo, isso não traria apenas consequências econômicas (dificuldade de se reintegrar no mercado de trabalho na área em questão), mas também poderia ser um empecilho à realização profissional e mesmo pessoal do indivíduo.

Por fim, vedar o insider trading para evitar tais situações parece desarrazoado. A existência de um mercado de capitais, por exemplo, dá margem a novos desafios estranhos a uma sociedade mais primitiva, nem por isso se pensa em abolir o mercado de capitais, mas sim em adotar estratégias para contornar tais problemas. O mesmo princípio deveria ser aplicado ao insider trading. Inclusive, a postura de proibir para evitar esse conflito de interesses é desnecessária, haja vista já existirem na nossa legislação outros

mecanismos destinados a coibir essas condutas negativas por parte do administrador. Os incisos I e III do art. 155 da Lei 6.404/76, por exemplo, expressam bem isso:

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;

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

c) CRÍTICA A POSSIBILIDADE DE LUCRO COM NOTÍCIAS NEGATIVAS

O maior perigo que a descriminalização do insider trading proporcionaria com relação ao lucro com notícias negativas parece residir na possibilidade das vendas a descoberto. Hipoteticamente, o insider poderia praticar uma dessas operações e trabalhar para reduzir o valor de mercado das ações da própria companhia, de modo lucrar a diferença de preços. Assim, o insider administrador aumentaria o seu patrimônio, enquanto o valor de mercado das ações da empresa para a qual trabalha iria apenas cair.

Novamente, isso parece improvável pelas mesmas razões apresentadas no tópico passado “crítica a inviabilização de negócios da companhia”. Condutas sabotadoras por parte dos administradores afetam muito negativamente a sua imagem profissional, irão custar os seus empregos e constituem ilícitos por si só.

Além disso, é importante ter em mente que as companhias não possuem apenas um administrador, mas vários, de modo que eles atuem em conjunto. Assim sendo, um único deles não teria sozinho possibilidade de desarticular a companhia, afinal a condução das atividades da empresa advém da deliberação conjunta entre eles. Desse modo, exerce-se uma espécie de controle sobre as atividades dos administradores. Tampouco é provável uma coalisão entre administradores para burlar esse controle e cada qual buscar seus lucros às custas do valor da companhia. De acordo com Bainbridge, ganhar-se-ia mais expondo essas atividades do que participando também delas (Bainbridge. 2019. pág. 33).

Por fim, aplica-se aqui o mesmo pensamento aplicado ao tópico passado. A proibição do insider trading como um todo é uma solução muito radical para um problema pontual. Em vez de proibir o insider trading o ideal seria proibir apenas as vendas a descoberto pelos insiders. Além de ser uma medida mais branda, conferindo, assim, maior liberdade as práticas negociais, é de fiscalização mais fácil, conferindo, portanto, maior efetividade a norma.

Os benefícios do insider trading

Apresentados os argumentos contrários a descriminalização do insider trading e seus contrapontos, é o momento de se falar dos possíveis benefícios advindos da liberação da prática. Nesse quesito, as contribuições de Henry G. Manne são extremamente relevantes.

Manne foi considerado um dos fundadores da escola law and economics ou análise econômica do direito, conforme conhecida no Brasil. Essa escola tem por fundamento a aplicação do pensamento econômico ao direito, de modo a ampliar o entendimento deste e melhorar sua aplicação no mundo concreto.

A importância desse pensamento interdisciplinar é evidente. O direito por vezes é visto como um mundo à parte e acaba se desconectando, em suas abstrações, do mundo real, de modo que na busca pela distinção entre o certo e o errado/ justo e injusto as consequências de determinadas normas ou decisões podem ser olvidadas, como se o direito fosse um fim em si mesmo. A aplicação do pensamento econômico ao direito pode ser observada no seguinte exemplo: É criada uma nova norma determinando a obrigatoriedade de instalação de filtros de ar nas indústrias para a redução de emissão de gases poluentes. O cumprimento ou não pelas indústrias e, portanto, a eficiência da norma, vai depender de uma análise de custo-benefício dos destinatários da norma. Se por exemplo, o custo de implementar essa medida for R\$ 500.000,00 e o custo de não a cumprir for R\$ 300.000,00, é mais vantajoso o não cumprimento, pois se evitaria um prejuízo de R\$ 200.000,00. Já se a sanção fosse de R\$ 700.000,00, por exemplo, a observância à norma seria a estratégia de menor custo.

Com base nesse pensamento econômico, em 1966 Manne publicou sua célebre obra “insider trading and the stock Market”, sugerindo a desregulamentação do insider trading, chocando toda a comunidade acadêmica da época. Segundo observado por ele, haveria dois principais benefícios advindos da descriminalização do insider trading: a) Resultaria em ganhos de eficiência para o mercado e b) Seria um bom instrumento de recompensa aos administradores por produzirem informação valiosa.

A) INSIDER TRADING E O GANHO DE EFICIÊNCIA

Antes de se falar em aumentar a eficiência do mercado, é necessário entender o significado desse termo. A teoria da eficiência do mercado se desenvolveu a partir da década de 60. Para ela a eficiência está relacionada a qualidade de um mercado de os preços negociados refletirem o valor real do bem de maneira não tendenciosa. Portanto, no mercado de valores mobiliários, equivale à capacidade dos preços de refletir as informações.

Os mercados eficientes, portanto, poderiam ser distinguidos em 3 classificações distintas:

- 1) Eficiência fraca: os preços refletem as informações públicas disponíveis eficientemente.
- 2) Eficiência semiforte: Além de os preços refletirem as informações públicas disponíveis eficientemente, novas informações são absorvidas instantaneamente no preço das ações.
- 3) Eficiência forte: Os preços do mercado refletem eficientemente e de maneira instantânea qualquer informação, seja ela pública ou privilegiada.

Nesse sentido, o insider trading poderia contribuir para um mercado mais eficiente ao incentivar o aumento/diminuição de preços das ações antes mesmo das informações estarem disponíveis ao público, de modo que seus valores de mercado se aproximassem mais do seu valor real. O caso Texas Gulf Sulphur, citado anteriormente, revela isso. Mesmo antes da divulgação da informação relevante sobre as reservas de minério ao mercado, o insider trading incentivou o aumento gradual dos preços das ações da companhia em direção ao seu valor real. Desse modo, mesmo a informação ainda não tendo sido divulgada, os preços das ações estavam se ajustando a ela.

Isso seria muito positivo para o mercado mobiliário, pois evitaria flutuações drásticas nos valores dos ativos, atraindo, assim, os investidores mais avessos aos riscos. Além disso, o mercado e a própria companhia se beneficiariam de uma melhor precificação das ações, pois isso criaria uma atmosfera mais transparente e, portanto, mais propícia aos investimentos.

É importante salientar que existem outros instrumentos disponíveis que buscam promover uma precificação mais justa das ações, o principal deles é a legislação do disclosure (ou divulgação de informações). Parte-se do princípio de que o maior acesso às informações sobre a companhia permitiria uma avaliação mais verdadeira de seus valores mobiliários. Essa lógica não está errada, entretanto é uma ferramenta insuficiente se for aplicada sozinha. Isso, pois a própria legislação permite à companhia guardar sigilo sobre uma série de informações, mesmo que tenham capacidade de influenciar a decisão do investidor. No caso dessas informações revestidas pela confidencialidade, o insider trading se revelaria uma forma muito eficiente de conduzir os preços em direção aos seus valores reais sem desobedecer às imposições de sigilo.

B) INSIDER TRADING COMO MECANISMO DE REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

No seu já mencionado livro “insider trading and the Stock Market”, Manne também sugere o insider trading como a forma mais adequada de remuneração dos administradores. Ele faz uma distinção entre duas espécies de administradores: A primeira teria funções já predeterminadas, específicas e cujos resultados são previsíveis; e a segunda espécie seria aquela encarregada de produzir inovações para a companhia. Conforme Bainbridge (Bainbridge.2019. pág. 16), contudo, Manne se retratou implicitamente dessa distinção entre administradores. Desse modo, o mais apropriado parece ser o entendimento de que esse sistema de recompensas se aplicaria a toda categoria de administradores.

Cargos cujas funções estejam relacionadas a produzir inovações, e, portanto, novas informações, não seriam bem remunerados se o fossem apenas com base no salário. Este trata-se de uma forma ex ante de compensação com valores fixos. O exercício de funções que sejam predeterminadas, que não exijam inovação se adequa bem à figura do salário. Nesse caso, o mais importante é a constância das atividades (de maneira diligente, naturalmente). Já atividades que envolvam criação não se adequam bem a essa figura. Não há como se forçar a ter uma boa ideia ou mesmo estabelecer um número constante de ideias ao longo do tempo e que mantem um padrão de qualidade. A atividade criativa é marcada pelas flutuações, há meses em que a produção é baixa e outros que é muito alta. Desse modo, o modelo de compensação que melhor se adequaria às atividades dessa natureza seria aquele que prestigiasse o resultado. Assim, haveria um real incentivo à busca pelas inovações de melhor qualidade, haja vista garantirem um retorno proporcional. Para tanto, o insider trading mostra-se uma ferramenta extremamente eficaz. Aos administradores que garantissem inovações positivas para a companhia e, portanto, produzissem informações relevantes para o mercado, seria facultado o direito de se utilizarem delas antes da sua divulgação, para, por meio do insider trading, auferirem lucro. Esse lucro seria proporcional a qualidade da inovação. Se muito positiva para a companhia, maior a valorização das ações desta e, conseqüentemente, maior o

ganho do insider no momento da venda após a divulgação da informação que ele produziu.

Conforme mencionado por Bainbridge, há quem sustente a desnecessidade do uso do insider trading como mecanismo de recompensa. Segundo estes, a recompensa pela informação positiva produzida pelo insider já viria sob a forma de valorização das ações da companhia (caso ele possuísse alguma), de modo que o incentivo para o melhor desempenho da atividade laboral com a melhor qualidade possível já estaria presente. Ou seja, o incentivo viria da valorização das ações que o administrador já possuísse antes da criação da informação. O erro desse pensamento reside no fato de colocar em um mesmo patamar o administrador que gerou essa informação positiva e os demais acionistas. Estes, sem terem se dado ao trabalho que seu deu esse administrador, usufruiriam de um lucro igual ao dele. Certamente, aquele que produziu um resultado positivo para a companhia deve ser compensado diferentemente do que aqueles que em nada contribuíram para esse objetivo.

Por fim, existe a vantagem da redução dos custos de renegociação. Por se tratar de uma atividade que o mais importante é o fim (a inovação), o salário se mostra uma ferramenta pouco efetiva para a remuneração e incentivo ao bom desempenho da atividade desempenhada. Desse modo, há a necessidade da constante renegociação das condições, seja para manter o administrador trabalhando na companhia, em vez de migrar para outra, seja para incentivá-lo ao máximo empenho nas suas atribuições. Todavia, esses custos de renegociação são altos, consomem tempo e não são uma garantia tão precisa de bom desempenho como um incentivo pelo resultado como o insider trading. Nesse aspecto o emprego do insider trading se mostraria uma ferramenta mais precisa e com redução desses custos.

Considerações finais

Na primeira parte deste trabalho foi possível compreender melhor certos aspectos do insider trading: A evolução histórica do tratamento dado, os elementos caracterizadores do tipo, o bem jurídico tutelado, a questão probatória. Já na segunda parte, deparamo-nos com questões mais abstratas tendo por objetivo orientar a escolha de um caminho; proibir ou não. Foram apresentados o perigo da assimetria informacional e as principais correntes doutrinárias e argumentos favoráveis à proibição do insider trading, bem como o contraponto de cada um deles. Além disso, foram trazidos os dois

principais benefícios advindos da descriminalização do insider trading. Tudo isso de modo a fornecer arcabouço ao leitor para que pudesse desenvolver a própria opinião sobre qual das alternativas aparenta ser a mais adequada; a descriminalização ou não. Essa escolha deixa a cargo de cada qual.

Algo, contudo, que não posso excluir da minha apreciação como certo ou errado é a necessidade de um tratamento mais técnico e interdisciplinar do insider trading. Esse maior desenvolvimento do tema com o auxílio das ciências econômicas é essencial. É necessário abandonar o hábito de excluir da apreciação temas baseando-se num moralismo injustificado, de modo que se possa constatar efetivamente se o insider trading é prejudicial ao mercado como tantos fazem alarde ou se, ao contrário, pode ser utilizado em prol do desenvolvimento deste. Além disso, à medida que às sociedades tornam-se mais complexas e desenvolve-se o direito penal econômico, é necessário um grau cada vez maior de interação entre as ciências jurídicas e econômicas, em virtude do alto grau de conhecimento técnico necessário para se avaliar as questões relativas aos mercados. Desse modo, questionamentos relevantes por ora ignorados passariam a influir na escolha entre a proibição ou não, por exemplo: “O que é mais benéfico ao mercado, preservar a proibição, mantendo, portanto, o grande dispêndio de recursos na fiscalização de uma prática difícil de se comprovar e tendo por retorno um baixo número de condenações, ou descriminalizá-la e direcionar esses recursos para outros setores do mercado ou para prevenção de crimes econômicos realmente graves?”

Por fim, é importante ter em mente a possibilidade de se adotar um meio termo. Por exemplo, a liberação do insider trading pelos administradores, vedada a venda a descoberto, ou mesmo permitir à própria companhia a opção sobre a permissão ou não da prática com as suas ações, cabendo ao investidor optar por adquirir ações dela ou não.

Referências bibliográficas

Müssnich, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017.

Cordeiro, Luiz Felipe Gonçalves. Insider Trading e o Mercado de capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate. Rio de Janeiro, 2013. Monografia apresentada ao departamento de direito da PUC-Rio para obtenção do título de bacharel em direito.

Badaró, Tatiana Maria. BEM JURÍDICO-PENAL SUPRAINDIVIDUAL: novos e velhos desafios da teoria do bem jurídico. Belo Horizonte, 2016. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do Título de Mestre em Direito.

Richard, Julien de Carvalho. O CRIME DE INSIDER TRADING. Rio de Janeiro, 2017. Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Corrêa, Giovanna Marchetti. A PUNIBILIDADE DO INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO. Rio de Janeiro, 2016. Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do Título de Bacharel em Direito.

De Oliveira, Natália Silva. INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO PENAL. Belo Horizonte 2011.

BAINBRIDGE, STEPHEN. THE LAW AND ECONOMICS OF INSIDER TRADING 2.0. Law & Economics Research Paper Series UCLA. 2019.

Santana, Melina Marques. O tratamento penal do uso indevido de informação privilegiada no Mercado de capitais – Insider Trading. São Paulo, 2012. Dissertação apresentada a banca examinadora da PUC-São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de mestre em direito.

Napoli Figueiredo, Bianca. Prova Indiciária na Responsabilização de *Insider Trading* nos Precedentes da Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Keren, Caroline. Insider trading. Disponível em: <<https://carolinekeren.jusbrasil.com.br/artigos/332593773/insider-trading>>. Acesso em 21/07/2019.

Beauchamp, Maíra e de Lima, Roberta. OPINIÃO Possíveis repercussões penais da Lei 13.506/2017. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2018-ago-10/opinioao-repercussoes-penais-lei-1350617>>. Acesso em 21/07/2019.

Morais, Melina. Aspectos históricos do insider trading. Disponível em : <<https://melinamps.jusbrasil.com.br/artigos/148391458/a-figura-do-insider-trading-no-brasil>>. Acesso em 21/07/2019.

Martins, Thiago. Insider Trading: Análise sobre o caso Sadia-Perdigão. Disponível em: <<https://tico080970.jusbrasil.com.br/artigos/706006035/insider-trading-analise-sobre-o-caso-sadia-perdigao>>. Acesso em 23/07/2019.

Brasil. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial nº 513.907 - SP (2014/0106791-6). 22/09/2015. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=MON&sequencial=51851269&num_registro=201401067916&data=20151006&tipo=0&formato=PDF>. Acesso em 23/07/2019.

Brasil. Tribunal Regional Federal da 3ª região. Acórdão em apelação criminal nº 2009.61.81.005123-4/SP. 31/01/2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em 26/07/2019.

Milanez, Bruno. O que você precisa saber sobre insider trading. Disponível em: <<https://canalcienciascriminais.com.br/o-que-voce-precisa-saber-sobre-insider-trading/>>. Acesso em 26/07/2019.

Anderson, William. “Falhas de mercado”, abacaxis e informações assimétricas. E a solução que já existe. Disponível em: <<https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1150>>. Acesso em 29/07/2019.

Dicionário popular. Disponível em: < <https://www.dicionariopopular.com/abacaxi/> >. Acesso em 29/07/2019

Dana, Samy. A teoria dos mercados com informação assimétrica: uma ruptura no pensamento da microeconomia. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/blog/samy-dana/post/teoria-dos-mercados-com-informacao-assimetrica-uma-ruptura-no-pensamento-da-microeconomia.html>>. Acesso em 29/07/2019.

DE ANDRADE, Pedro Frade. INSIDER TRADING: Antes e depois da reforma na Lei de Sociedades por Ações. Disponível em: <<http://blog.newtonpaiva.br/direito/wp-content/uploads/2012/08/PDF-D6-18.pdf> >. Acesso em 05/08/2019.

Florentino, Bruno. Tipo e tipicidade, tipo objetivo e tipo subjetivo. Dolo e culpa. Disponível em: < <https://brunoflorentinosilva.jusbrasil.com.br/artigos/183249818/tipo-e-tipicidade-tipo-objetivo-e-tipo-subjetivo-dolo-e-culpa> >. Acesso em 07/08/2019.

Romano, Rogério Tadeu. O dolo específico. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/34069/o-dolo-especifico>>. Acesso em 09/08/2019.

Normas legais. DIREITO DO CONSUMIDOR - DIREITOS DIFUSOS, COLETIVOS E INDIVIDUAIS HOMOGÊNEOS (PARTE 2). Disponível em: <<http://www.normaslegais.com.br/guia/clientes/direito-do-consumidor-2.htm>>. Acesso em 04/09/2019.

Lee, Robert Charles. Disponível em: <<https://www.quora.com/What-is-a-financial-printer>>. Acesso em 12/10/2019.

Cabral, Bruno Fontenele. "Misappropriation theory" e "constructive insiders". Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/17063/misappropriation-theory-e-constructive-insiders>>.

Casebriefs. Chiarella v. United States. Disponível em: <<https://www.casebriefs.com/blog/law/corporations/corporations-keyed-to-hamilton/transactions-in-shares-rule-10b-5-insider-trading-and-securities-fraud/chiarella-v-united-states/>>. Acesso em 12/10/2019.

Wikipedia. Chiarella v. United States. Disponível em: <https://en.wikipedia.org/wiki/Chiarella_v._United_States>. Acesso em 13/10/2019.

Wikipedia. United States v. O'Hagan. Disponível em: <https://en.wikipedia.org/wiki/United_States_v._O%27Hagan>. Acesso em 13/10/2019.

Mais Retorno. Moral hazard. Disponível em: <<https://maisretorno.com/blog/termos/m/moral-hazard>>. Acesso em 13/10/2019.

Casebriefs. Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co. Disponível em: <<https://www.casebriefs.com/blog/law/corporations/corporations-keyed-to-klein/the-duties-of-officers-directors-and-other-insiders/securities-and-exchange-commission-v-texas-gulf-sulphur-co/>>. Acesso em 14/10.

Girardelli, Juliana. A importância da Law & Economics. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI78744,41046-A+importancia+da+Law+Economics>>. Acesso em 04/11.

Wikipédia. Análise econômica do direito. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lise_econ%C3%B4mica_do_direito> Acesso em 04/11/2019.

Gecompany. Eficiência de mercado – teste e definições. 2010. Disponível em: <<http://www.gecompany.com.br/educacional/financas/eficiencia-de-mercado-teste-e-definicoes/>>. Acesso em 04/11/2019.

Reis, Tiago. A hipótese do mercado eficiente: como a teoria divide. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/mercado-eficiente/>>. Acesso em 04/11/2019.

Wikipédia. Hipótese do mercado eficiente. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/Hip%C3%B3tese_do_mercado_eficiente>. Acesso em 04/11/2019.