

Economic Analysis of Law Review

A (In)Eficiência da Punição do *Insider Trading* à Luz da Análise Econômica do Direito e da Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários

The (In) Efficiency Of Insider Trading Punishment In Light Of Economic Analysis Of Securities Commission Law And Jurisprudence

Anderson Pereira Charão¹
Pontifícia Universidade Católica do Paraná

Marcia Carla Pereira Ribeiro²
Pontifícia Universidade Católica do Paraná

RESUMO

O artigo aborda a questão do uso de informações privilegiadas em seus aspectos teóricos, analisa a legislação e a jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários à luz da análise econômica da lei. O objetivo é avaliar a estrutura legal e, em comparação, a interpretação da autoridade administrativa. Ele procura identificar se o sistema adotado hoje em relação à prática do insider é eficaz, a fim de evitar comportamentos criminosos por parte dos participantes do mercado financeiro. O uso de informações privilegiadas por agentes que tiveram acesso a elas antes de serem divulgadas ao público em geral - informações privilegiadas - tem efeitos negativos no mercado e cria uma situação de insegurança incompatível com o bom desempenho dos mercados. A assimetria informacional é uma falha de mercado identificada pela análise econômica da lei e, embora inerente à maioria dos negócios, é uma condição de anomalia quando serve como instrumento para obter vantagens indevidas dos infratores, hipótese reconhecida como comportamento oportunista. A análise bibliográfica e de dados é usada para concluir que, apesar da existência de regulamentações no Brasil, os agentes de mercado têm promovido avidamente métodos sofisticados de negociação baseados em informações privilegiadas, com a consequência de encontrar falhas de eficácia no mercado. modelo de repressão à prática indesejada.

Palavras-chave: Poupança; Investimento; Crescimento; Bem-Estar Social.

JEL:

ABSTRACT

The article addresses the issue of insider trading in its theoretical aspects, analyzes the legislation and the jurisprudence of the Securities and Exchange Commission in light of the economic analysis of the law. The purpose is to gauge the legal framework and, by comparison, the interpretation of the administrative authority. It seeks to identify if the system adopted today in relation to the practice of the insider is effective in order to avoid criminal behavior on the part of financial market players. The use of inside information by agents who had access to them before they were made known to the general public - insider trading - has negative effects on the market and creates a situation of insecurity incompatible with the good performance of the markets. Informational asymmetry is a market failure identified by the economic analysis of the law and, although inherent in most businesses, it is a condition of anomaly when it serves as an instrument to obtain undue advantages from violators, a hypothesis recognized as opportunistic behavior. Bibliographical and data analysis is used to conclude that, despite the existence of regulations in Brazil, market agents have been eagerly promoting sophisticated methods of trading based on privileged information, with the consequence of finding efficacy failures in the market. model of repression to unwanted practice.

Keywords: Insider trading; Legal discipline; Efficiency.

R: 25/10/17 **A:** 01/05/19 **P:** 30/04/19

¹ E-mail: charao.anderson@gmail.com

² E-mail: charao.anderson@gmail.com

1. Introdução

O mercado de capitais há muito era um terreno desconhecido para a imensa maioria da população. Porém, a facilitação do acesso às informações, somada à redução da taxa básica de juros experimentada nas últimas décadas, possibilitaram que mesmo o pequeno investidor seja compelido a buscar no mercado melhores formas de aplicação financeira, comparativamente à popular caderneta de poupança.

Todavia, o uso de informações privilegiadas de parte de determinados agentes do mercado que se valem de um comportamento oportunista, pode desequilibrar o jogo característico das operações com valores mobiliários no mercado. O *insider trading* em rápidas palavras é justamente a negociação de ativos financeiros com base em informações privilegiadas (não-públicas).

A denominada prática de *insider trading* é condenada pela legislação, podendo gerar efeitos no plano civil (indenização dos prejudicados pelo uso da informação privilegiada) e no plano criminal, além de punições administrativas de parte do órgão responsável, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O presente artigo trabalha questões relativas ao uso de informação não-divulgada, para analisar seus conceitos, panorama normativo e jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários à luz dos postulados da análise econômica do direito para verificar se a proibição ao *insider trading* tem se mostrado efetiva.

2. O Que Vem A Ser O *Insider Trade* Ou *Insider Trading*

O mercado acionário ganha fôlego e público, segundo dados da B3 (antiga Bovespa) as transações realizadas por pessoas físicas já respondem à 17% do total de transações realizadas no ano de 2016. Apenas no mês de fevereiro do corrente ano as operações realizadas em bolsa, movimentaram R\$ 165,23 bilhões de reais³.

O volume de negociação no mercado de capitais nacional, bem como o aumento da exposição de pequenos investidores aos riscos das práticas abusivas de determinados agente sugerem que o Direito se aprimore no que diz respeito à proteção ao mercado, especialmente de forma a coibir a prática do *insider trading*.

Consoante preleciona José Edwaldo Tavares Borba (2003 p. 153), para que as sociedades anônimas realizem seus objetivos estatutários, “*poderão elas recorrer ao mercado de capitais através da emissão de ações ou debêntures, além de outros papéis de menor relevância*” sendo este o panorama de emissão dos chamados valores mobiliários.

Tais papéis são negociados em mercado de balcão ou em bolsa de valores e têm seu preço fixado pela lei da oferta e da demanda dos investidores. Em que pese os modelos econômicos de investimento disporem de modelos clássicos de avaliação de empresas e de *momentum* para eventual entrada ou saída de determinado papel, as chamadas análises técnica e fundamentalista que se utilizam basicamente de métodos matemáticos, e, portanto, racionais, não há como se ignorar que há um forte elemento irracional nas negociações. Há motivações, nas escolhas, que

3 Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/balanco-de-operacoes-16.htm>. Acesso em 16/06/2017.

podem conduzir o investidor a uma tomada de decisão não condizente com qualquer análise ortodoxa.

Nesse aspecto, a informação desempenha um papel de grandeza indiscutível. Justamente pela importância que a informação possui no mercado de capitais é que a legislação não só a nacional como a de muitos outros países combate os chamados *insiders traders*.

Os primeiros debates no meio acadêmico de que se tem notícia acerca do *insider trading* remontam ao início do século XX, quando H. L. Wilgus publicou, em 1910, o primeiro artigo sobre o tema, intitulado “*Purchase of shares of corporation by a director from a shareholder*”⁴.

Conforme citam Elismar Álvares, Celso Giacometti e Eduardo Gusso (2008, p. XV), foi a partir do trabalho de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means “*The Modern Corporation and Private Property*”, publicado em 1932, que analisou a estrutura do direito corporativo americano e a necessária separação entre propriedade e controle de uma corporação, que a discussão ganhou novos contornos.

O marco normativo da questão se dá no direito norte-americano com o *Securities Exchange Act* de 1934, que foi uma resposta à quebra do mercado ocorrida em 1929. O referido ato tinha dois objetivos básicos conforme Bainbridge (2001, p. 09): proteger os investidores e garantir a integridade do mercado.

Como já mencionado, a prática do *insider trading*, sob o ângulo estritamente jurídico, pode ser entendida como a utilização de informações privilegiadas, informações não-públicas, para a realização de negócios numa situação de vantagem sobre os demais investidores (EIZIRIK, 1983, p. 42).

No mesmo rumo estão Scalzilli e Spinelli (2007, p. 46) que definem o “*insider trading*” como “(...) a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia”.

A própria lei de regência sobre a matéria no que se refere ao ilícito penal, Lei nº. 6.385/1976, em seu artigo 27-D define o crime de uso de informação privilegiada como sendo “*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*”.

Como se afere dos conceitos retratados, há uma grande semelhança entre as definições, as quais podem ser utilizadas para a construção do conceito do *insider trade* como sendo a negociação com informações privilegiadas, objetivando auferir vantagem.

Outrossim, nem toda operação mobiliária realizada por pessoas que laboram em altos postos em sociedades anônimas (chamados usualmente de *insiders*) serão tidas como criminosas. O administrador de uma empresa listada em bolsa pode sem qualquer problema realizar os negócios que deseje para a consecução de seu plano de investimento; a conduta criminosa baseia-se no uso de informações relevantes e ainda não-públicas para isso.

Os *insiders*, se subdividem em duas categorias, a saber: primários e secundários.

4 Disponível em: <<http://repository.law.umich.edu/articles/1100/>>. Acesso em 03/10/2017.

A *International Organization of Securities Commissions*, organização internacional com sede em Madri que reúne os órgãos reguladores de valores mobiliários do mundo e tida como referência em padronização legislativa do setor assevera que os *insiders* “primários” são aqueles que, por conta do cargo desempenhado na administração da empresa, ou ainda, por conta de ofício ou profissão, ainda que de caráter temporário, possuem acesso direto a uma informação privilegiada (IOSCO, 2003, p.24). Por estas razões eles são também chamados de *insiders* “institucionais” ou “tippers” (aqueles que dão as dicas).

A figura dos *insiders* primários vem conceituada na Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades Anônimas) por meio da alteração promovida pela Lei nº. 13.303/2001.

A Instrução da CVM nº 358 de 2002, em seu art. 8º, descreve:

Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

Conforme mencionam Carta Winter e Botelho (2014, p. 2) citando Modesto Carvalhosa e Nilton Latorraca, mesmo antes da Lei das Sociedades Anônimas já havia a previsão do *insider trading* no ordenamento pátrio, especificamente na Lei nº 4.728, de 1965, que, em seu art. 3º, inciso X estipula a incumbência ao Banco Central de controle e fiscalização do uso de informações não-públicas divulgadas a terceiros em benefício próprio ou de outrem.

Conclui-se que todos aqueles que podem ser tipificados como *insiders* primários exercem cargos nas companhias emissoras de títulos mobiliários que lhe possibilitam o acesso incondicional às negociações e decisões da companhia.

Por sua vez, os *insiders* secundários foram introduzidos no ordenamento nacional com a Lei nº. 10.303/2001 que acrescentou o §4º ao art. 155 da Lei nº. 6.404/1976. Diz o referido parágrafo que é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Assim, *insiders* secundários, também chamados de *insiders* “de mercado” são aqueles que recebem a informação, por qualquer meio, dos *insiders* primários, não tendo o dever de sigilo e de saber ou não se a referida informação é um fato relevante (EIZIRIK, 2011, p. 563).

A questão do *insider* está diretamente ligado ao princípio do *full disclosure*, o qual pode ser entendido como o dever de maximização da divulgação de informações relevantes por parte dos atores de mercado.

No direito brasileiro, princípio do *full disclosure* está alicerçado no art. 4º, VI, da Lei 6.385/76 que afirma ser uma das funções precípua da Comissão de Valores Mobiliários “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

A relevância de uma informação guarda relação direta com o seu objeto. Relevante é toda e qualquer informação que ao ser conhecida pelo investidor tenha o poder, real ou potencial, de influenciá-lo em seu julgamento acerca de determinada operação.

Para Martins Proença (2005, p. 230) a relevância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se em razão de ser um meio eficiente de proteção do investidor, já que o habilita a tomar de forma consciente, ao menos em tese, as suas decisões de investimento.

As práticas de governança corporativa alargaram o conceito de fato relevante, na medida em que as boas práticas de mercado determinam a transparência máxima da empresa para com seus investidores e a sociedade em geral.

Outro ponto no qual a regulação é importante, diz respeito à garantia da correta formação de preços de um ativo. A existência de *insiders* em determinado mercado pode levar à deturpação na formação de preço, eis que os investidores, ao considerarem o risco de que *insiders* estejam operando determinado ativo, poderão reavaliá-lo para que esse risco fique refletido também no preço do papel. Essa reavaliação traduzir-se-a inexoravelmente em um desconto no preço e acarretará um aumento do custo de capital nas novas emissões do papel.

3. A Teoria Moderna Financeira E A Importância Da Informação

Antes de se iniciar o tópico referente à análise da jurisprudência administrativa, torna-se importante trazer alguns elementos teóricos sobre os mercados de capitais.

A teoria financeira moderna, conforme cita Felipe Augusto Santana de Oliveira (2013, p. 13), foi fortemente influenciada pelos trabalhos de Harry Markowitz, em especial o artigo “*Portfolio selection*”, publicado em 1952 que demonstrava a possibilidade de os investidores organizarem carteiras eficientes de investimentos maximizando os rendimentos e mitigando o risco inerente. Tal estudo de Markowitz ficou conhecido como “teoria da carteira”.

Complementando a teoria da carteira, José C. G. Alcântara (1981, p. 56), menciona que Sharpe e Lintner elaboram um modelo de avaliação de ativos financeiros, chamada de “*capital asset pricing model*” cuja contribuição é precisar o rendimento ao distinguir duas categorias de risco: o risco não sistemático e o risco sistemático. Mackaay e Rousseau (2015, p. 622, 623) conceituam tais categorias de risco como (i) risco não sistemático, que se refere a características e eventos específicos relacionados ao emissor dos títulos e que influenciam sobre seu valor, como, por exemplo, a celebração de novo contrato ou a eclosão de uma greve; o (ii) risco sistêmico, que diz respeito à sensibilidade do título ao movimento geral do mercado financeiro.

Tendo por suporte a teoria da carteira, o modelo de avaliação dos ativos financeiros pôs em evidência o elemento precípuo de todo o regime aplicável ao mercado de valores mobiliários: a informação. Tendo os investidores acesso a informações completas, fidedignas e atualizadas, a organização das carteiras se mostra mais eficiente.

E dada a importância da posse da informação é que os avanços teóricos vêm acompanhados de regulamentos voltados à oferta de informações completas.

A eficiência do mercado financeiros está umbilicalmente ligada à exatidão na alocação de recursos e na formação eficiente dos preços dos títulos, que, a reboque, refletirão o valor intrínseco de uma empresa. E para a formação correta de preços os aspectos operacionais e informacionais são de suma relevância.

4. O *Insider Trading* E O Direito Positivado Brasileiro

A figura do *inside trading* há muito está disciplinada na legislação brasileira; em verdade, da mesma forma com que o mercado de capitais vem se aperfeiçoando, a legislação, a reboque, acompanha este movimento.

EIZIRIK (1983, p. 43) aponta que o combate à vantagem indevida se dá pelo uso de normas preventivas e repressivas; aquelas ligadas intimamente à questão do *full disclosure* já mencionado no tópico anterior, e as repressivas que, por sua vez, estabelecem penalidades de cunho civil, penal e administrativo.

De antemão, pode-se afirmar que as normas que versam sobre a prática do insider trading têm claras intuições ético-econômicas (EIZIRIK, 1983, p. 43). A intuição ética busca manter os agentes investidores em paridade de armas, para se evitar a consecução de lucros por meio de informações privilegiadas. Já o escopo econômico está ligado à busca pela eficiência dos mercados de capitais, e de transparência na formação de preços e *valuation* das empresas listadas.

No Brasil, a primeira norma jurídica a versar sobre a questão foi a Lei nº. 4.728/1965, denominada Lei do Mercado de Capitais, que trouxe no artigo 3º, X a incumbência do Banco Central do Brasil de “*fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso*”. Claramente a referida norma tem um caráter programático, o que certamente contribuiu para que não alcançasse a efetividade desejada. COMPARATO (1971, p. 46) leciona:

As insuficiências desse dispositivo são manifestas.

Em primeiro lugar, a fiscalização supõe a existência de normas particulares de disciplina da matéria, cujo cumprimento possa ser fiscalizado. Ora, tais normas não foram definidas, e é duvidoso que sua formulação compita ao Conselho Monetário, ou ao Banco Central, no estado atual da nossa legislação. A Lei de Mercado de Capitais [Lei nº 4.728/65] está longe de ser clara a esse respeito.

[...]

Além disso, a norma do art. 3º, n. X, da Lei de Mercado de Capitais, falando em fiscalização da *insider trading* pelo Banco Central, supõe também um sistema adequado de sanções para essas manifestações. Ora, neste ponto só encontramos a disposição do art. 4º, §6º, que manda aplicar ‘aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei nº. 4.595, de 31.12.1964’, quando é manifesta a inadequação do sistema punitivo da Lei Bancária ao problema em questão.

No mesmo rumo de Comparato está Leães (1978, p. 183):

A lei, no entanto, não fornece os parâmetros ou as condições para o exercício dessa fiscalização de polícia, dificuldade essa que se soma a definição de contornos pouco precisos do fato delituoso, sem detalhar sequer quais os atos que podem configurar o privilegiamento de informações. Ademais, de nada adianta incriminar e sancionar condutas genéricas, com sanções de polícia diversas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosas, conforme a remissão feita pelo art. 4º, §6º, da Lei 4.728 ao capítulo V da Lei 4.595, de 31.12.1964.

Porém, conforme Castellar (2008, p. 91) unicamente com a promulgação da Lei nº 6.404/76 é que se verifica um preceito normativo sistemático, de modo a estabelecer sanções civis e administrativas aos *insiders*.

A Lei n. 6.404/76 trouxe no art. 155 as primeiras regras específicas sobre o comportamento *insider* estabelecendo sanções. Eis o que dispõe:

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;

(...)

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

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

§3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

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

Luiz Antônio de Sampaio Campos (2009, p. 1.143) bem observa:

A companhia, no desenvolvimento de seus negócios, gera e adquire diversas informações que merecem tratamento confidencial. São informações que lhe pertencem e que, portanto, merecem proteção legal. Decorre daí, como desdobramento lógico do dever de lealdade, que os administradores devem guardar reserva sobre as informações que envolvam a companhia e que tenham sido obtidas durante o exercício do cargo.

De acordo com Eizirik (2008, p. 447), o dever de sigilo comporta dois aspectos, o primeiro relacionado à manutenção de reserva sobre os negócios da companhia e o segundo relativo à vedação ao *insider trading*.

Na mesma norma, o art. 157, especificamente nos seus §1º, alínea 'e' e §6º, que é claramente inspirado no *Securities Exchange Act*, institui o dever de informação para os administradores das companhias abertas:

Art. 157. (...)

§1º (...)

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

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

Por seu turno, o art. 260 é outro marco preventivo da prática da negociação com informação privilegiada; estabelecendo que *“até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar”*.

Sobre o papel deste comando no combate ao uso de informações privilegiadas, confirmam-se os ensinamentos de Comparato (1990, p. 350):

A norma em questão [Art. 260] refere-se, obviamente, à prática do *insider trading*.

Se a oferta pública aí prevista não é a consequência necessária de um fato notório, obrigatoriamente levado ao conhecimento da Comissão de Valores Mobiliários, e se o conteúdo dessa oferta é indeterminado, ao contrário do que sucede nas hipóteses dos arts. 254 e 255, então é de primordial importância que os ‘iniciados’ não se aproveitem de informes reservados, para benefício próprio ou de outrem, adquirindo antecipadamente a bom preço o que pretendem revender muito mais caro no curso da oferta pública. De resto, como se viu acima, a preocupação maior, objetivada pelas regulações estrangeiras nessa matéria, é justamente com as atividades dolosas dos *insiders*.

Já na seara administrativa tem-se duas instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que trazem regras diretas sobre a questão. Tratam-se das Instruções nº. 358/02 e a 400/03.

Assim dispõe o art. 13 da Instrução nº. 358/02:

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.

A Instrução nº. 400/03, traz as regras proibitivas do *insider trading* por ocasião de oferta pública de distribuição de títulos mobiliários, *in verbis*:

Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma,

deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

[...]

II – abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:

(...)

Portanto, não falta ao ordenamento jurídico pátrio normas que vedam a prática da negociação com informações privilegiadas. Ocorre que, conforme se demonstrará em breve, a abundância de normas não resulta em efetividade de proteção ao bem jurídico vinculado.

5. A Análise Econômica Do Direito

A análise econômica do direito é um movimento que propõe uma releitura do direito com base e premissas econômicas.

Já no século XVIII, Adam Smith já estudava os efeitos econômicos decorrentes da formulação das normas jurídicas e Jeremy Bentham, ao coligar legislação e utilitarismo, comprovava a relevância de uma análise multidisciplinar de fatos sociais.

A análise econômica do direito ganha projeção no século XX com a publicação de três grandes obras: *The Problem of Social Cost* de Ronald H. Coase, professor da Universidade de Chicago, *Economic Analysis of Law* de Richard Posner, também professor da Universidade de Chicago; e *The Cost of Accidents* de Guido Calabresi professor da Universidade e Yale.

Todos os estudos acima mencionados convergem para a percepção da necessidade de se recorrer a alguma espécie de avaliação ou análise econômica na formulação de leis, com vistas a torná-las cada vez mais eficientes

A economia é uma ferramenta poderosa para a análise do direito. Se os seres humanos são maximizadores racionais das utilidades, riqueza ou bem-estar, responderão racionalmente a mudanças em restrições exógenas, como aquelas prescritas nas leis. Essa suposição de racionalidade fornece o fundamento básico de muitas leis e de parte da literatura econômica. Com base na suposição econômica padrão de que os indivíduos são maximizadores racionais, as ferramentas sofisticadas da teoria dos preços se tornam uma ajuda útil no estudo e na escolha das regras legais (COOTER, 1984).

O método econômico se baseia em alguns postulados. Primeiro, os recursos da sociedade são escassos. Se os recursos não fossem escassos, não haveria problema econômico, pois todos poderiam satisfazer suas necessidades – fossem elas quais fossem. Curiosamente, a mesma ideia, com outra roupagem, motiva o Direito: se os recursos não fossem escassos, não haveria conflito, sem conflitos, não haveria necessidade do Direito, pois todos cooperariam *ex moto proprio*. A escassez dos bens impõe à sociedade que escolha entre alternativas possíveis e excludentes.

Conforme prescrevem Mackaay e Rousseau (2015, p. 28), a escassez é subjetiva, fruto da sabedoria ou não, com base nos usos que se possa dar para um objeto ou coisa e, o comércio de trocas de uma sociedade se baseia na ideia de que para o adquirente a coisa é mais rara do que para o vendedor, caso contrário não haveria a troca.

O segundo postulado é o da racionalidade: as escolhas efetuadas por qualquer pessoa implicam custos, também chamados de *trade off*, ou custo de oportunidade que é exatamente a segunda alocação factível mais interessante para o recurso, mas que foi preterida. A esse custo costuma-se chamar de custo de oportunidade. Em outras palavras, quando se toma uma decisão para alocar recursos, são deixadas de lado outras possibilidades, em razão da mencionada escassez de recursos e da infinidade das necessidades humanas.

Portanto, ao realizar as suas escolhas, os agentes econômicos tendem a mensurar os prós e contras de cada alternativa (custos x benefícios), adotando aquela conduta que lhes traga mais utilidade ou bem-estar. Para tanto, a análise econômica parte do conceito de que todos os agentes agem de forma racional e respondem a incentivos visando à maximização de seus benefícios.

Esse modelo de escolha racional, explica Alsones Balestrin (2002, p.4-8), enfrentou críticos, como Herbert Simon, ganhador do prêmio Nobel, que entendia ser esse modelo irrealista uma vez que os seres humanos, ao decidirem, raramente dispõem de informação suficiente para valorar todas as opções existentes.

Mas, independentemente das críticas, o modelo da escolha racional subsiste como parâmetro de uma aproximação aceitável à determinada situação. Como mencionam Mackaay e Rousseau (2015, p. 38) *“aquilo que se descobre empiricamente ilumina o papel essencial das normas para simplificar os problemas de forma que o espírito humano possa resolvê-los”*.

A análise econômica do direito utiliza-se desses e de outros postulados na busca pela eficiência normativa, por meio de estudos sobre como o comportamento humano reage à determinada norma ou se a eventual alteração da estrutura de incentivos da norma pode acarretar maior ou menor eficiência no alcance do bem jurídico almejado.

George Stigler (1992, p. 455) sintetiza a aparente dicotomia que por muito tempo se entendeu existente entre Economia e Direito:

Enquanto a eficiência se constitui no problema fundamental dos economistas, a justiça é o tema que norteia os professores de Direito (...) é profunda a diferença entre uma disciplina que procura explicar a vida econômica (e, de fato, toda ação racional) e outra que pretende alcançar a justiça como elemento regulador de todos os aspectos da conduta humana. Essa diferença significa, basicamente, que o economista e o advogado vivem em mundos diferentes e falam diferentes línguas.

A contrário senso, a análise econômica do direito volta-se ao estudo das interações entre o Direito e as demais instituições tendo por base a racionalidade individual.

Nesta senda, conclui-se que a análise econômica do direito pode ser entendida como a aplicação da teoria econômica e dos métodos econômicos de métrica no exame da formação, da estrutura, dos processos e dos impactos do direito e das instituições legais.

Richard Posner (2009, p. 121) deixa evidenciado o avanço e a inovação que a análise econômica trouxe para o direito: *“Economic analysis of law has outlasted legal realism, legal process, and every other field of the legal scholarship. It is probably the major breakthrough of the last two hundred years in legal scholarship”*.

6. Análise da Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários

Uma forma de utilização das ferramentas teóricas e metodológicas da análise econômica do direito se opera mediante o estabelecimento de uma análise comparativa entre a legislação nacional que versa sobre o *insider trading* e as decisões prolatadas pela Comissão de Valores Mobiliários, a fim de se verificar se a legislação protetiva fornece incentivos adequados para que os agentes adotem níveis ótimos de precaução no exercício de suas atividades.

Para a demonstração da ineficiência legislativa acerca da prática do *insider trading* serão utilizados como base de dados os julgamentos realizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) obtidos mediante pesquisa no banco de dados público do próprio sítio da autarquia⁵. O espectro de análise compreenderá os anos de 2002 a 2016 para que se possa garantir maior robustez ao problema levantado no presente artigo.

Após a análise dos julgados foi contabilizado um total de 262 pessoas indiciadas pelo uso de informações privilegiadas, seja para realização de proveito próprio, seja para proveito da empresa à qual são ligadas.

Os indiciados dividem-se em *insiders* primários, *insiders* secundários e agentes de mercado. A conceituação de *insiders* primários e secundários já foi apresentada em item anterior do artigo, assim apenas conceitua-se agora os agentes de mercado. São eles um grupo residual de pessoas que não estão ligadas às empresas titulares da informação não divulgada, mas que de alguma forma obtém tal informação para realização de negócios. São exemplos os investidores, sejam pessoas físicas, sejam fundos de investimentos, sejam corretoras de valores.

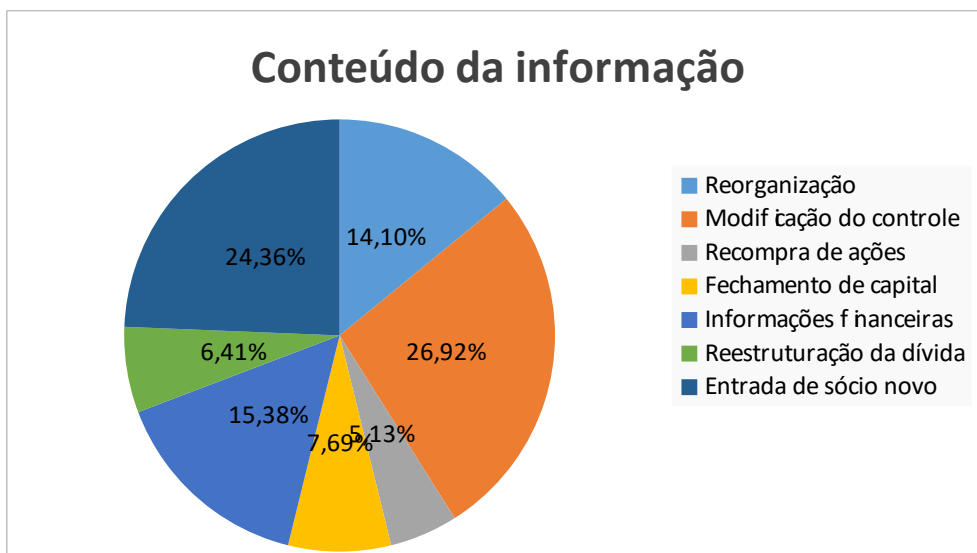
Frise-se que do total de indiciados levantados, mais de 67% enquadram-se na classificação de agentes de mercado e muitos já reincidentes nas acusações, o que *per se* demonstra que o efeito pedagógico das normas não está surtindo o desejado efeito.

O mercado de capitais sujeita-se a uma máxima amplamente conhecida, de autoria desconhecida, que a “*ação sobe no boato e cai no fato*”, motivo pelo qual qualquer informação que diga respeito a uma alteração na estrutura do capital, resultados além ou aquém do esperado, fusões ou aquisições, causa impacto direto no preço do referido papel. Logo, aquele que detém tal conhecimento antes dos demais, em clara assimetria de informações, pode posicionar-se melhor quanto às operações com o referido papel.

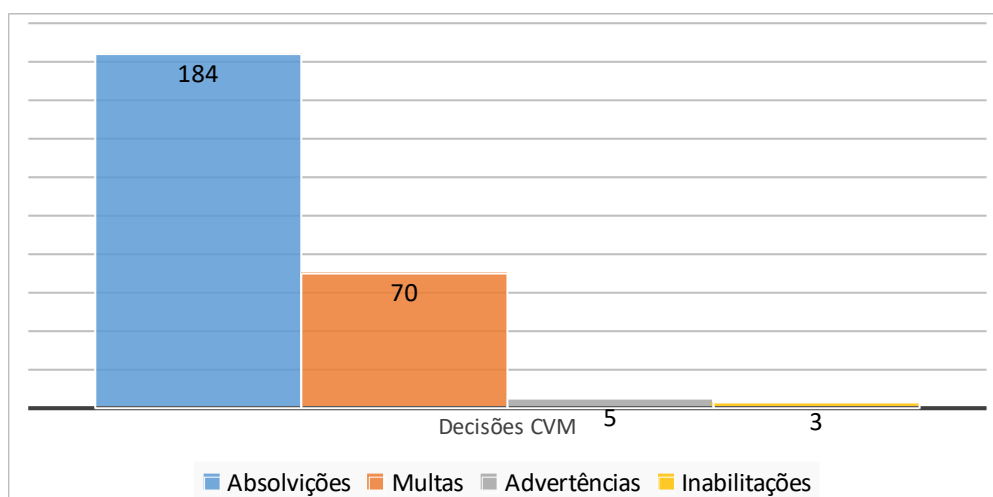
Não por outro motivo que do total da base de dados analisada, 77% dos casos dizem respeito a modificações do controle acionário, sejam reorganizações, recompras de ações ou fechamento de capital. Assim são distribuídas as matérias objeto da informação utilizada indevidamente:⁶

5 Dados de julgamento disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html>>. Acesso em 02/10/2017.

6 Tabelas efetuadas pelos autores a partir da compilação dos dados disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários.



Em relação à análise das punições estabelecidas pela autarquia aos indiciados, observa-se a seguinte distribuição das decisões:



Do gráfico depreende-se que de 262 indiciados pela utilização de informações não-públicas, 184 foram absolvidos e 78 foram punidos. Das punições aplicadas, a de maior incidência é a multa com 70 ocorrências, seguida pela advertência com 5, inabilitações com 3.

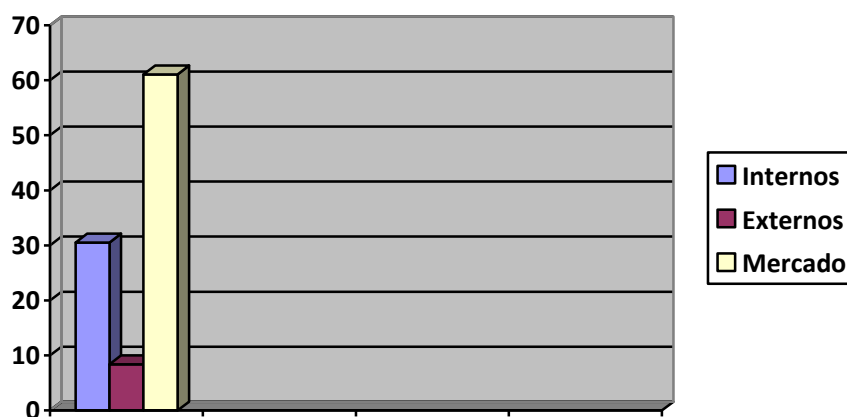
O valor médio de ganho dos indiciados pelo uso de informações privilegiadas monta em quinhentos mil reais, existindo extremos de até 11,6 milhões de reais, caso esse em que o indiciado foi absolvido.

Há um considerável índice de reincidência entre os indiciados. Conforme levantamento feito pelo Jornal Estado de São Paulo⁷, de 1998 a 31/01/2013, um grupo de dez empresas

⁷ Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,dez-grupos-concentram-12-dos-acordos-feitos-com-a-cvm-desde-1998,144861e>>. Acesso em 17/09/2017.

concentrava mais de 12% dos termos de compromisso entabulados na autarquia – uma das modalidades de extinção dos procedimentos sem condenação formal. São elas: Opportunity (10), BTG-Pactual (8), Itaú/Unibanco (6), Grupo Fator (5), BNP Paribas (4), Votorantim (4), Ambev (3), Credit Suisse (3), Unipar (3), Deloitte (3).

Abaixo está retratado o perfil dos indiciados:⁸



De todos os indiciados, mais de 61% são agentes de mercado, desvinculados da empresa objeto da informação e que possuem como único intuito auferir lucro maiores, e, por consequência, utilizam-se de uma posição vantajosa frente aos demais investidores em razão da assimetria informacional.

7. Conclusão

O artigo esclarece como a doutrina nacional caracteriza o *insider trading* e demonstra quais são os indícios que a CVM considera para corroborar as condenações em virtude da prática ilegal. A referida prática se concretiza quando aquele que negocia valores mobiliários o faz mediante o uso de uma informação que ainda não está disponível no mercado. Assim, se aproveita de uma assimetria informacional para obter vantagem desarrazada em face daquele que, se soubesse da real situação fática que influencia o valor do título, modificaria os termos de negociação em relação ao mesmo negócio.

A informação relevante, segundo entendimento pela CVM, evidencia que a informação, para ser considerada como tecnicamente relevante, precisa ter a potencialidade de influenciar a tomada de decisão de um investidor médio, caso seja veiculada no mercado.

A jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários sobre a temática atinente ao presente artigo (no período analisado) foi conjugada com premissas da *Law and Economics*, especialmente no que se refere à ideia de que os indivíduos agem racionalmente com o intuito de maximizar sua satisfação, e que para isto respondem a incentivos e desincentivos externos. Conclui-se que tanto a lei, em razão de sua redação aberta no que concerne à forma de prova do *insider trading*, bem como aos requisitos probantes necessários à caracterização do tipo, além da forma como os fatos são interpretados e aplicados pela Comissão de Valores Mobiliários podem

⁸ Tabelas efetuadas pelo autor a partir da compilação dos dados disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários.

conduzir à conclusão de que corroboram com o descumprimento da legislação, eis que somente 3 em cada 10 indiciados são punidos – embora haja fortes indícios da prática delituosa- e diante da não incidência de agravantes para com a reincidência delitiva.

Não obstante a regulamentação no Brasil, verifica-se que agentes de mercado têm se dedicado avidamente a promover sofisticados métodos para negociação baseados em informações privilegiadas. Nesse sentido, é importante que a temática trazida por este artigo seja reproduzida e estudada, a fim de se buscar um modelo que de fato legitime e torne eficaz a repressão à prática indesejada.

8. Referências Bibliográficas

- ALCÂNTARA, José C. G.. O modelo de avaliação de ativos (capital asset pricing model) - aplicações. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, [S.l.], v. 21, n. 1, p. 55-65, jan. 1981. ISSN 2178-938X. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/39498/38242>>. Acesso em: 11 Out. 2017.
- ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança Corporativa: um modelo brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Servier, 2008. 259 p.
- BAINBRIDGE, Stephen M. **The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer**. (February 2001). Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em 11 de julho de 2017.
- BALESTRIN, Alsones. Uma análise da contribuição de Herbert Simon para as teorias organizacionais. *Revista Eletrônica de Administração*, Porto Alegre, v. 8, n. 4, p. 02-17, jul./ago. 2002.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8 ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2003.
- BRASIL. Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.
- BRASIL. Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- BRASIL. Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.
- BRASIL. Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Instrução n. 358, de 03 de janeiro de 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Instrução n. 400, de 23 de dezembro de 2003.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de Administração e Diretoria. Deveres e Responsabilidades. In FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos**. Rio de Janeiro: Ed. Lumen Juris, 2008.

COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 2, ano X, jan.-mar. 1971. p 41 – 51.

COMPARATO, Fábio Konder. A regra de sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. In **Direito Empresarial: Estudos e Pareceres**. Rio de Janeiro: Saraiva, 1990. p331 – 353.

COOTER, Robert. Prices and Sanctions. In **Columbia Law Review**. nº. 7, vol. 84. Novembro de 1984. p. 1.523-1.560.

EIZIRIK, Nelson Laks. Insider Trading e a Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: nº 50, ano XXII, abr.-jun. 1983. p. 42 – 57.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Insider Trading - How Jurisdictions Regulate It**. Disponível em <<http://www.iosco.org>>. Acessado em 03 de julho de 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. 1ª ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1978.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

OLIVEIRA, Felipe Augusto Santana De. Desempenho da otimização robusta de carteiras no mercado acionário brasileiro. Belo Horizonte, 27/05/2013. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/buos9f4gn8/disserta_o_felipe_augusto.pdf?sequence=1>. Acesso em: 11 out. 2017.

POSNER, Richard. **Para além do Direito**. Tradução: Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **O que falta à criminalização do insider trader no Brasil**. Disponível em <http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_Hemeroteca/ArtigoJos%C3%A9%20Marcelo%20Martins%20Proen%C3%A7a.pdf> Acessado em 25 de junho de 2017.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito**

Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 147, ano XLVI, jul.-set. 2007. p. 42 – 55.

STIGLER, George, J., Law or Economics?, **The Journal of Law and Economics**, Outubro de 1992, Vol. 35, Nº. 2. p. 455-468.

WINTER, Luís Alexandre Carta; BOTELHO, Martinho Martins. A lei de informação privilegiada: uma análise jurídico-econômica. **Direito e Economia I: XXIII Congresso Nacional do CONPEDI**, João Pessoa, p. 133-147, 2014.