

Insider Trading

*Marco Antônio Martins de Araújo Filho
Conselheiro Titular do CRSFN
Representante da ANBID
set/2008*

SUMÁRIO

- ***Insider Trading*: necessidade de regulamentar?**
- **Experiência nos E.U.A.**
- ***Insider Trading* no Brasil**
 - **Elementos**
 - **Sujeito Ativo**
 - **Provas e evidências**
 - ***Chinese Wall***
- **Reflexão**
- **Posicionamento no Processo Administrativo**

INSIDER TRADING

Por que é necessário coibir?

RAZÕES DA VEDAÇÃO AO *INSIDER*

- **Equidade / justiça:** negociação com desigualdade de informação
[Goodwin v. Agassiz, 186, NE 659 (Mass 1933)]
- **Integridade do mercado:** necessidade da existência de um mercado transparente e justo para investimentos e captação;
confiabilidade
- **Melhor custo:** a existência de normas preventivas e punitivas diminui o custo do capital; risco / compensação
- **Propriedade da informação:** a informação pertence à empresa; aquele que se beneficia dela está utilizando informação alheia

ADOÇÃO DE REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA

- Década 80  35 países

- Década 90  90 países

E.U.A. – EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL

– *Securities Act 34 (anti-fraud provisions)*

– *Rule 10 (b) (5)*

– Congresso e SEC

* Regulação feita largamente pelo *Federal Common Law*

E.U.A. – CASES

- Dever de se abster de negociar ou divulgar
 - Paridade de informação (*Equal Access*)
 - *SEC v. Texas Gulf Sulphur (1969)*
 - Dever de confidencialidade
 - *Chiarella v. US (1980)*
 - *Dirks v. SEC (1983)*
 - *US v. O'Hagan (1997)*
- * Teorias clássica e *misappropriation*

INSIDER TRADING - BRASIL

- Lei 6.385/76 – art. 27 D 
- Instrução CVM nº 358/02 – art. 13 
- Instrução CVM nº 358/02 – art. 2º 
- Lei 6.404/76 – art. 155, I 
- Lei 6.404/76 – art. 155, § 4º 
- Instrução CVM nº 8/79 

INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - ELEMENTOS

- Precisa
- Não pública
- *Price Sensitive*
- Relativa a valor mobiliário

INSIDER TRADING – SUJEITO ATIVO

- *Insider primário:*

Pessoa obrigada a guardar sigilo (administradores, profissional com dever de confidencialidade)

Criminal: 

Lei 6385/76 – art. 27 D

Administrativo: 

Instrução CVM 358/02, art. 8º

INSIDER TRADING – SUJEITO ATIVO

- Insider secundário:

É aquele que recebe a informação privilegiada dentro de uma relação de confidencialidade, mas que não está obrigado ao dever do sigilo.

Administrativo: 

Instrução CVM 358/02 – art. 13 – §1º

REFLEXÃO

- O ônus da prova é do *insider*?
- O *insider* que somente passa a informação privilegiada a terceiros deve ser punido?
- É necessário o dolo específico (visar a uma vantagem indevida)?
- Trata-se de ilícito material (a consumação ocorre com a obtenção da vantagem indevida) ou de perigo abstrato (basta a negociação mediante utilização de informação privilegiada)?

DEFESA E PROVAS (STANDARD)

Modelos de Constatação (Prof. Antonio do Passo Cabral)

- *more probable than not*
- *clear and convincing evidence*
- *beyond the reasonable doubt*

DEFESA E PROVAS – PRESUNÇÃO *JURIS TANTUM*

- Direito Civil/Consumidor: pode haver presunção *juris tantum* de culpabilidade
 - Direito Penal: pode haver presunção *juris tantum* de elementos do tipo (ex. violência, art. 224 CP), mas não de culpabilidade (presunção de inocência)
 - Processo Administrativo Sancionador – princípios aplicáveis – Direito Penal
- * Aplicação da teoria da preponderância das provas

DEFESA E PROVAS

- *Insider Trading Sanctions Act (E.U.A / 1984): “it is important to recognize that under both existing law and the bill, a multiserve firm with effective Chinese wall would not be liable for trades effected on one side of the wall, notwithstanding inside information possessed by firm employees on the other side”.*

DEFESA E PROVAS

Chinese Wall

- (iii) Existência de políticas e manuais;
- (ii) uma supervisão efetiva das comunicações entre áreas “públicas” e “privadas” (sensíveis);
- (iii) o efetivo monitoramento de operações dos empregados e clientes;
- (iv) a utilização de listas restritivas (*watch and restricted lists*) e
- (v) treinamento.

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS

- **Chinese Wall**

PAS 06/2003 - julgado pela CVM em 14/09/2005

PAS 18/01 - julgado pela CVM em 04/11/2004

- **Materialidade da infração - (des)necessidade de prejuízo**

PAS 22/04 - julgado pela CVM em 20/06/2007

PAS 04/04 - julgado pela CVM em 28/06/2006

PAS 017/2002 - julgado pela CVM em 25/10/2005

PAS RJ2003/05627 - julgado em CVM 28/01/2005

- **Presunção de culpa (presunção *juris tantum*)**

PAS RJ2003/5669 - julgado pela CVM em 11/07/2006

PAS 04/04 - julgado pela CVM em 28/06/2006

PAS SP 2005/0155 - julgado pela CVM em 21/08/2007

PAS 12/2000 - julgado pela CVM em 17/04/2002

REFERÊNCIAS

- CHOT, Stephen J.; PRITCHARD, A.C. **Securities Regulation: Cases and Analysis**. New York: Foundation Press, 2005.
- EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 1 ed. São Paulo: Renovar, 2008.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais e Insider Trading**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.
- MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas - Insider Trading - no Brasil e nos Estados Unidos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979. (Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº. 34)
- PALMITER, Alan R. **Securities Regulation: Examples & Explanations**. 3 ed. New York: Aspen Publishers, 2005.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

DÚVIDAS



Muito obrigado!

Marco Antônio Martins de Araújo Filho
Banco Real S.A.
marco.araujo@bancoreal.com.br

LEI 6.385/76 – ART. 27 D



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

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

INSTRUÇÃO CVM 358/02 – ART. 13 – CAPUT



- 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.

(...)

INSTRUÇÃO CVM 358/02 – ART. 13 – §1º



(...)

- §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 aqueles 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.

INSTRUÇÃO CVM 358/02 – ART. 2º CAPUT



Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

- I. na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- II. na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- III. na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.



LEI 6.404/76 – ART. 155 - I

- 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;

LEI 6.404/76 – ART. 155 - §4º



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

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

§ 4º acrescentado pela Lei 10.303, de 31.10.2001.

INSTRUÇÃO CVM 8/79 – ITEM I



- I – É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas;
- (...)

INSTRUÇÃO CVM 8/79 – ITEM II – ALÍNEA D



- (...)
- II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:
- (...)
- d) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

INSTRUÇÃO CVM 358/02 – ART. 13 – §1º



- (...)
- §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 aqueles 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.

INSTRUÇÃO CVM 358/02 – ART. 13 – CAPUT



- 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.
- (...)

LEI 6.385/76 – ART. 27D



- Art. 27-D – Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:
- Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.