

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

RAFAEL DOS SANTOS SILVA

MERCADO DE CAPITAIS: ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS, ASPECTOS
REGULATÓRIOS E PRÁTICAS FRAUDULENTAS DE MERCADO

São Paulo

2022

RAFAEL DOS SANTOS SILVA

MERCADO DE CAPITAIS: ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS, ASPECTOS
REGULATÓRIOS E PRÁTICAS FRAUDULENTAS DE MERCADO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial
à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Giovani Agostini Saavedra

São Paulo
2022

RAFAEL DOS SANTOS SILVA

MERCADO DE CAPITAIS: ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS, ASPECTOS
REGULATÓRIOS E PRÁTICAS FRAUDULENTAS DE MERCADO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial
à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Aprovada em

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Giovani Agostini Saavedra
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Examinador

Examinador

AGRADECIMENTOS

Inicio meus agradecimentos prestando solenidade à Universidade Presbiteriana Mackenzie que ao longo desses últimos 5 anos, infelizmente interrompidos pela pandemia causada pela Covid-19, me acolheu como minha segunda casa, local este que pude fazer grandes amizades, ter contato com grandes professores (que não apenas me ensinaram a arte jurídica, como também conseguiram transpor o amor em seguir tão nobre profissão) e, onde certamente, vivi os anos mais incríveis de minha vida.

Estou nesse momento, por meio deste trabalho, finalizando com imenso orgulho, minha trajetória no curso de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

É nesse sentimento de gratidão que eu gostaria de dedicar este trabalho aos meus familiares que sempre me apoiaram e incentivaram a minha escolha em seguir no ramo das ciências jurídicas, aos meus amigos que fizeram dessa experiência algo único em minha trajetória e a todos professores por sempre nos inspirarem a sermos adoradores e destacados operadores do direito.

Por fim, dedico este trabalho ao meu querido orientador, Giovani Agostini Saavedra, ao qual devo imenso agradecimento pela oportunidade que me deu, em poder realizar a presente pesquisa sob sua excelente orientação, não tivemos a oportunidade de termos nos cruzados durante o período da graduação, mas foi enriquecedor poder contar com suas excelentes ponderações ao longo deste trabalho, agregando infindável conhecimento.

RESUMO

Com este trabalho busco destacar a relevância de um arcabouço jurídico robusto dentro do mercado de capitais, presentes no ecossistema do mercado financeiro, tendo como finalidade reduzir as falhas de mercado (com foco nas assimetrias informacionais) inerentes a presente atividade. Esses mecanismos são essenciais ao objetivo de redução das assimetrias informacionais e combate as práticas fraudulentas do mercado.

O legislador ao estabelecer as normas referentes ao mercado financeiro e ao mercado de capitais levou em consideração dois principais pontos, a proteção do investidor e contribuição para a existência de um mercado estável. Nesse sentido, nosso trabalho busca entender como a assimetria informacional pode ser vista como uma patologia do mercado, mas que pode ser mitigada através da regulação e da autorregulação, mitigando a ocorrência de danos à reputação da própria instituição, bem como protege o investidor e contribui para a preservação de um mercado estável, fomentando um mercado de capitais forte e competitivo, em termos econômicos.

E ainda, analisar a importância do *compliance* no intuito de se fazer as normas que os reguladores e autorreguladores impõe e observar os principais ilícitos da bolsa de valores.

Palavras-chave: mercado de capitais; assimetria informacional; regulação; ilícito da bolsa de valores

ABSTRACT

With this work, I seek to highlight the relevance of a robust legal framework within the capital market, present in the financial market ecosystem, with the purpose of reducing market failures (focusing on informational asymmetries) inherent to this activity. These mechanisms are essential to the objective of reducing information asymmetries and combating fraudulent market practices.

The legislator, when establishing the rules referring to the financial market and the capital market, took into account two main points, investor protection and contribution to the existence of a stable market. In this sense, our work seeks to understand how information asymmetry can be seen as a market pathology, but which can be mitigated through regulation and self-regulation, mitigating the occurrence of damage to the reputation of the institution itself, as well as protecting the investor and contributing for the preservation of a stable market, fostering a strong and competitive capital market, in economic terms.

And yet, analyze the importance of compliance in order to make the rules that regulators and self-regulators impose and observe the main illicit of the stock exchange.

Keywords: capital market; informational asymmetry; regulation; illicit stock exchange

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	08
1. MERCADO DE CAPITAIS	10
1.1. A ASSIMETRIA INFORMACIONAL	13
1.2. A REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	16
2. COMPLIANCE	18
3. PRÁTICAS FRAUDULENTAS NO MERCADO DE CAPITAIS	19
2.1. INSIDER TRADING	22
CONCLUSÃO.....	25
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	26

INTRODUÇÃO

Para que possamos entender a dinâmica do mercado de capitais é fundamental que iniciemos o presente trabalho tratando, brevemente, sobre intermediação financeira, para que possamos entender algumas características principiológicas do mercado financeiro e, assim, termos base de compreensão ao tema alvo desse trabalho, qual seja, como a regulação e os departamentos de *compliance* exercem papel fundamental para reduzir as falhas de mercado como a assimetria informacional e os ilícitos em bolsas de valores.

A ciência econômica, pode-se dizer, preocupa-se com o estudo da alocação de recursos da economia. Esse assunto torna-se relevante uma vez que indivíduos têm a necessidade e desejos ilimitados, enquanto os recursos disponíveis para atendê-los são escassos¹.

A intermediação financeira pode ser compreendida a partir de dois conceitos essenciais da teoria econômica: poupança e investimento². Determinado agente pode decidir consumir apenas parte de sua renda atual, e poupar a outra parte, seja para segurança financeira, para aposentadoria ou para a compra futura de bens, formando assim, poupança. Por outro lado, pode haver aqueles que optam por consumir, de modo excessivo ao comparado com sua renda em determinado momento, seja para adquirir itens de valor mais expressivo ou motivadas por situações inesperadas. Extrapolando a margem da análise do indivíduo, o mesmo raciocínio aplica-se a empresas e governos. As empresas, para realizar sua produção, precisam investir em máquinas e equipamentos, tecnologias e capital humano, para isso precisam de dinheiro, que pode vir, daqueles que realizam poupança. Os governos, por sua vez, podem, em determinado momento, ter gastos maiores que as suas despesas, tomando recursos no mercado³.

Quando os agentes econômicos formam poupança, ou seja, realizam gastos inferiores ao que ganham, são chamados de agentes superavitários. Quando, por outro lado, consomem mais que sua renda e precisam recorrer à poupança de terceiros, são conhecidos como agentes deficitários.

¹ Comissão de Valores Mobiliários / Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 380p. : il.

² EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 27.

³ Comissão de Valores Mobiliários / Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 380p. : il.

Ou seja, resumindo a dinâmica da intermediação financeira, conforme ensina Nelson Eizirik, temos que:

A intermediação financeira objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que tem recurso disponíveis – os superavitários – possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes que deles necessitam, os deficitários. As instituições financeiras, assim, captam recursos dos agentes econômicos superavitários para emprestá-los aos agentes deficitários, atuando como autênticos “intermediadores do crédito”, de forma habitual e profissional.⁴

No entanto, nós temos esses movimentos ocorrendo diariamente em um fluxo grande e com múltiplos anseios. Para facilitar essa intermediação entre os agentes deficitários com os superavitários, e vice-versa, surgiram as instituições especializadas em intermediar essas operações, suprindo, assim, uma demanda de mercado. Com o passar do tempo, essas instituições foram se especializando e oferecendo outros serviços que viabilizam o acesso dos agentes deficitários, que buscam recursos, e dos agentes superavitários, que buscam, principalmente, rentabilizar os seus recursos excedentes, de maneiras diversas.

Esse sistema como um todo, recebe o nome de Sistema Financeiro, que nada mais é do que o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia.

Porém, esse modelo tradicional de intermediação financeira, com o passar do tempo, a sofisticação das formas de se tomar e fornecer dinheiro, o desenvolvimento das sociedades e das novas tecnologias, nós tivemos que esse modelo não foi capaz de suprir todas as demandas existentes no mercado. Desenvolveram-se novos ativos financeiros e características operacionais específicas para cada tipo de demanda.

Dessa forma, o sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas: o mercado de crédito; o mercado monetário; o mercado cambial; e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)⁵.

⁴ EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 27.

⁵ EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 161

O mercado de crédito é o segmento do mercado financeiro em que as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam às famílias ou empresas, sendo remuneradas pela diferença entre seu custo de captação e o que cobram dos tomadores. Essa diferença é conhecida como spread. Assim, as instituições financeiras nesse mercado têm como atividade principal a intermediação financeira propriamente dita.

O mercado monetário possui como características o fato de as transferências de recursos serem de curtíssimo prazo, em geral com prazo de um dia, como aquelas realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central, são realizadas no chamado mercado monetário. Trata-se de um mercado utilizado basicamente para controle da liquidez da economia, no qual o Banco Central intervém para condução da Política Monetária. Resumidamente, se o volume de dinheiro estiver maior do que o desejado pela política governamental, o Banco Central intervém vendendo títulos e retirando moeda do mercado, reduzindo, assim, liquidez da economia. Ao contrário, caso observe que a quantidade de recursos está à desejada, o Banco Central intervém comprando títulos e injetando moeda no mercado, restaurando a liquidez desejada.

O mercado de câmbio é aquele em que são negociadas as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional. Participam desse mercado todos os agentes econômicos que realizam transações com o exterior, ou seja, têm recebimentos ou pagamentos a realizar em moeda estrangeira. Esse mercado é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, que dele também participa para execução de sua Política Cambial.

Por fim, o estudo do mercado de capitais será mais bem tratado nos capítulos que se seguem, investigando como os aspectos regulatórios e de *compliance* são fundamentais na solução das assimetrias informacionais e no combate aos principais ilícitos em bolsa de valores.

1. MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais tem por função básica permitir com que as sociedades empresárias realizem a captação de recursos, para finalidade diversa da obtenção de recursos para financiamento de projetos ou estender o prazo de dívidas, através da emissão pública de

seus valores mobiliários. Os investidores, no mercado de capitais, eles são remunerados na forma de dividendos, ou seja, a empresa não possui a obrigação de devolver os recursos aos investidores, como aconteceria em um empréstimo, a título de exemplo.

Dessa breve exposição, já podemos extrair uma das principais características do mercado de capitais, sendo ele um mercado de risco, pois os investidores não têm garantias quanto ao retorno de seus recursos aportados em ativos diversos. Os investimentos voltarão ao investidor de forma rentabilizada se o empreendimento econômico ao qual ele aportou recursos apresentar bons resultados econômicos.

Quanto a dinâmica entre agente deficitário e agente superavitário, nós temos uma relação direta entre a entidade emissora que busca captar recursos e o investidor que tem como objetivo rentabilizar os seus recursos em excesso, não existindo intermediação financeira, mas isso não quer dizer que não exista qualquer tipo de intermediação, pois o investidor, atualmente, para que consiga investir, principalmente em ambiente de bolsa, ele contará com a intermediação de uma corretora, na qual terá um “home broker” (plataforma de operações para a compra, venda e operações diversas em ambiente de bolsa de valores), para realizar seus investimentos.

O mercado de capitais, possui ainda outras funções importantes:

- 1) maior celeridade no processo de transferência de recursos, uma vez que há certa padronização dos valores mobiliários, de modo a poderem circular em massa;
- 2) grande quantidade de informações homogêneas sobre oferta e demanda de recursos, facilitando ao investidor no processo decisório;
- 3) modificação da natureza dos riscos, pois investimentos de alto risco individual que até então poderiam não ter liquidez⁶ e ter características de longo prazo, passam a ser investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) alinhamento dos interesses do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de certa liquidez) com a necessidade das

⁶ “Liquidez é a capacidade de conversão de um bem em dinheiro. Ou seja, é a rapidez com a qual você consegue se desfazer de algo que você possui para receber dinheiro em mãos. A seguir, temos algumas perguntas e respostas que podem te ajudar a entender como este é um conceito importante na hora de investir”. Disponível em: <https://comoinvestir.anbima.com.br/escolha/compreensao-de-conceitos/o-que-e-liquidez-2/#:~:text=Liquidez%20%C3%A9%20a%20capacidade%20de,importante%20na%20hora%20de%20investir.> Acesso em: 16/05/2022.

instituições emissoras de levantar recursos para seus objetivos de médio e longo prazo; e

- 5) junção de montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, na junção podem se tornar grandes montantes para a entidade emissora.

No mercado de capitais ainda, apesar de não ter grande relevância jurídica, mas do ponto dos efeitos econômicos, temos a distinção entre mercado primário e mercado secundário.

Temos no mercado primário as novas emissões públicas de valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. Nesse mercado os recursos captados vão diretamente para as empresas, aqui se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos dos investidores em geral.

Já no mercado secundário, nós não teremos o ingresso de recursos diretamente nas companhias emissoras, pois não há a emissão de novos títulos. As negociações ocorrem entre os possuidores de determinado ativo e novos compradores que o desejem obter, sendo assim o investidor ou adquire esse ativo de outro investidor ou ele adquire no que chamamos de “*free float*”⁷, que em breves palavras, são os ativos disponíveis a mercado.

O mercado secundário busca promover a liquidez aos valores mobiliários, a partir da rápida possibilidade de venda que esse mercado confere aos ativos. As operações com valores mobiliários podem ocorrer em Bolsa de Valores ou de Futuros e Mercadorias, ou no chamado “mercado de balcão”.

As Bolsas, de modo em geral, no caso do Brasil temos apenas uma bolsa de valores a Brasil, Bolsa e Balcão (B3), são instituições que permitem a centralização das operações no mercado secundário, dotado de sistemas cada vez mais eletrônicos (evoluindo do modelo primário de pregão por “viva-voz”), no qual temos a continuidade das operações e a negociação

⁷ “*Free float é uma expressão cujo significado está atrelado à circulação de ações. Logo, esse é um indicador que aponta qual é a abertura de uma determinada empresa ao mercado. Em termos práticos, ações em free float são aquelas que estão disponíveis para a venda e, portanto, que podem ser adquiridas pelos investidores*”. Disponível em: <https://renovainvest.com.br/blog/free-float-por-que-voce-precisa-entender-esse-indicador>. Acesso em: 16/05/2022.

instantânea dos preços dos ativos negociados. Possuem ainda as funções de custódia e transferência de valores mobiliários e, exercem importante papel como entidades autorreguladoras, na medida que regulam a conduta das instituições que nelas operam, visando padrões éticos.

Por sua vez, o mercado de balcão é aquele em que as operações de mercado secundário são realizadas fora das Bolsas de Valores, mas com a presença da intermediação de instituições financeiras. Por fim, a Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 2º, § 3º, inciso IV⁸, distingue o mercado de “balcão organizado” do “não organizado”: o primeiro é institucionalizado, ou seja, existe uma entidade onde são centralizadas as operações, enquanto no “não organizado”, tal centralização não ocorre, gerando uma menor transparência.

1.1. A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Como já mencionamos anteriormente, é inerente à atividade econômica lidar com riscos, sendo inegável os efeitos da incerteza na conformação dos sistemas de mercado⁹. Neste sentido, a análise técnica fez surgir uma importante matéria, a administração de risco. Agora, se analisa as formas de quantificação de riscos, o que resulta na possibilidade de se verificar os efeitos da incerteza na tomada de decisões dos diversos agentes econômicos. Os agentes econômicos, por sua vez, sendo inegável mencionar, possuem aversão ao risco, pois o risco passa a ser determinante no valor de determinado bem.

Sendo assim, podemos dividir a análise das incertezas e dos riscos da seguinte forma:

- (i) custos de transação; e
- (ii) falhas de mercado, com foco para o estudo da assimetria informacional.

Neste sentido, as instituições exercem importante papel para a redução do grau de incerteza, bem como a intervenção estatal na economia que visa a minimizar as falhas de mercado. Para a atividade empresarial minimizar o grau de incerteza é algo que se busca a todo momento, e esse objetivo se alcança através da alocação de riscos via mercado, negociando

⁸ IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acessado em: 18/05/2022

⁹ YAZBEK, O. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p.23

riscos com terceiros, ou extramercado, como exemplo, podemos destacar os contratos de seguros, o próprio mercado acionário e os derivativos.

Para tratar a respeito de custos de transação, necessitamos mencionar o estudo clássico de Ronald Coase, “*The Nature of The Firm*”, ao qual busca explicar a escolha do agente econômico com fundamento na teoria dos custos de transação. Para não fugirmos muito ao tema, cabe apenas mencionar que a ideia principal de Ronald Coase é a de explicar a origem e a gênese das firmas, tendo em contrapartida a análise dos mecanismos de preço do mercado. A configuração do sistema econômico poderia se realizar internamente, na firma quanto externamente, no mercado. Ambas as opções coexistem e são levadas em consideração dependendo dos custos embutidos na transação.

Entre tantas outras formas de falhas do mercado¹⁰, interessa-nos, no momento, a análise das assimetrias informacionais.

O fundamento para a regulação complexa e minuciosa de um mercado pautado por agentes sofisticados e pela precificação do risco, tem como ponto central a assimetria de informações. Essas questões estão intrinsecamente relacionadas a temática do risco e da incerteza por parte dos agentes econômicos no momento da tomada de decisões, bem como com a regulação de determinados mercados como o mercado de capitais.

Destrinchando o conceito de assimetria informacional trazido por George Akerlof, no artigo “*The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”¹¹ que, em breves palavras, trata do mercado de carros usados nos Estados Unidos. Esse mercado nos Estados Unidos era visto com um olhar duvidoso, pois os vendedores possuíam a fama de serem charlatões.

No caso em comento, a questão da assimetria informacional fica evidente, pois o vendedor a todo momento tinha informações a respeito do histórico dos veículos que pretendia vender aos seus compradores, independentemente de suas condições físico-motores. Em contrapartida, os compradores não tinham em mãos as informações a respeito do estado de

¹⁰ Concentração de poder nos mercados, monopólio, bens coletivos e externalidade.

¹¹ GEORGE, Akerloff et al. *The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism*. 1970.

cuidado dos veículos, eles apenas faziam uma avaliação preliminar, ou seja, eles poderiam adquirir um veículo aparentemente bom e depois ver que ele não era aquilo que se imaginava.

O mercado, por sua vez, acaba precificando pela média, ou seja, se um carro em condições ruins vale um valor hipotético de R\$ 6.000,00 (seis mil reais), e um carro em boas condições possui o valor hipotético de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), o mercado acaba precificando ambos pela média, resultando em um valor de R\$ 8.000,00 (oito mil reais).

Porém, tal prática gera um desincentivo ao vendedor do carro em bom estado, pois seu veículo estaria sendo precificado em um valor abaixo do que ele realmente vale, desestimulando a sua revenda, mas por outro lado, seria um atrativo para o antigo proprietário do carro em condições ruins, pois este estaria vendendo o seu veículo a um valor maior do que ele realmente valia.

Nesse cenário os carros em condições médias também sairiam do mercado. Ou seja, no limite o mercado iria implodir, pois ele se tornaria tão ineficiente que as pessoas usariam os veículos até virarem sucata, o mercado pune quem trás os melhores ativos para o mercado e, premia os que trazem os piores, dessa forma há uma disfunção de precificação tão grande que o mercado como um todo colapsa.

Trazendo a realidade do mercado de capitais, observamos que as assimetrias informacionais criam impedimentos ao equilíbrio econômico. Como no caso acima destacado, a assimetria de informações está ligada a uma desigualdade de acesso de diferentes indivíduos a uma mesma informação.

Para melhor esclarecer, nas palavras de Otavio Yazbek:

A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presume que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade.¹²

¹² YAZBEK, O. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p.42

Trazendo para a realidade do mercado de capitais, nas palavras de Maria Eugênia Finkelstein temos que:

As situações de acesso limitado ou indiscriminado à informação geram assimetrias informacionais especialmente no mercado de capitais, já que informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presume que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade.¹³

Tal menção é importante de ser feita, pois as companhias abertas ou sociedades anônimas de capital aberto necessitam de autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei nº 6.385/76, que juntamente com o Banco Central do Brasil (BCB), possui como uma de suas funções a fiscalização do mercado de capitais. Esse interesse estatal na fiscalização dos mercados, tem como pano de fundo e aspecto, quase que principal, a proteção dos investidores populares.

O mercado de capitais reflete as expectativas econômicas de certo país, sendo capaz de influenciar o desempenho da economia. Por essa razão, o papel das políticas de estímulos a esse mercado precisa ser sério e contínuas, na medida em que seus prejuízos podem atingir a toda sociedade daquele país.

Bem estruturado, os benefícios gerados por um mercado de capitais forte, representam uma ótima opção para impulsionar a economia nacional, uma vez que, quando temos a união das oportunidades de investimentos com o capital, há o incremento da poupança privada. Como corolário, há uma maior quantidade de capital disponível para ser investido e a atividade econômica pode se fortalecer com a participação imediata da sociedade.

No capítulo a seguir, nós começaremos a analisar a principal forma de solução da assimetria informacional, qual seja a regulação do mercado de capitais.

1.2. A REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

¹³ FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. Revista Jurídica Luso Brasileira, v. 1, n. 5, p. 1035, 2015.

A regulação no mercado de capitais, pode ser definida como aparato dos instrumentos legais essenciais à implementação de objetivos de política econômica ou social.

Essa primeira noção sobre regulação é importante, pois ela determina o estabelecimento de limites de atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre.

As normas serão reguladoras quando tiverem a função de limitar a liberdade dos participantes do mercado. Essa regulação ela pode acontecer de algumas formas, voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada “autorregulação”, quando ela for exercida e praticada pelos próprios agentes do mercado, sem a presença de uma terceira entidade que o faça; ou de modo jurídico, quando estabelecida em normas regulatórias ou legais, sendo aqui fundamental a presença de uma terceira entidade que detenha esse poder, ou seja, aqui há a intervenção do Estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador¹⁴.

Quando tratamos da regulação de determinado mercado, tal abordagem deve compreender as atividades de elaboração de normas regulatórias e legais, de registro e de fiscalização das entidades que estão inseridas no escopo de atuação daquele setor, aplicando tais normas e promovendo sanções administrativas após a realização dos processos sancionadores.

A regulação realizada a partir da restrição da conduta dos participantes econômicos, se estabelece na medida que ao regular determinada atividade econômica, o Estado que é o responsável por esse controle, precisa ao mesmo tempo não eliminar o mercado, com uma regulação excessiva e, por outro lado, não o deixar funcionar de forma totalmente livre, sem quaisquer restrições. Nesse sentido, a razão que faz com que a regulação exerça papel fundamental na correção das falhas de mercado.

No exemplo fornecido no capítulo anterior, a respeito da indústria de carros usados nos Estados Unidos, tratava-se a época de um mercado sem regulação, permitindo com que práticas ilegais fossem aceitas, por uma simples noção de falta de informação. A regulação e autorregulação no mercado de capitais atualmente é tão rigorosa e com tantas obrigações, para

¹⁴ EIZIRIK, Nelson. O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1977, pp. 19 et seq.

se atingir justamente esse objetivo da proteção e prestação de informações aos investidores, corrigindo as falhas informacionais. O dever de informação é assunto tão relevante que há reconhecimento jurídico na Lei Brasileira de Sociedade Anônimas (Lei nº 6.404/76).

Partindo, neste momento, aos objetivos que a regulação busca alcançar, guiados pelo interesse público temos: promover a eficiência do mercado; proteger os investidores; criar e manter instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; e impedir situações de conflito de interesse.

Notadamente, o principal objetivo é o da proteção do investidor, no escopo da regulação do mercado de capitais. Com efeito, boa parte da legislação de mercado de capitais visa a proteção dos investidores ou estabelece mecanismos que possuem como objetivo final a consagração da prestação de informações aos investidores.

Nesse sentido, conforme explica Nelson Eizirik:

Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociação, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que os seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.¹⁵

Desse modo, a regulação pode mitigar os possíveis riscos que os investidores estão sujeitos, na medida em que obriga os emissores de valores mobiliários a realizarem, de forma clara e verídica, todas as informações relevantes, e veda a utilização das informações privilegiadas quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação de mercado, que passaremos a analisar brevemente no capítulo seguinte.

2. COMPLIANCE

¹⁵ EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 51.

Outro importante mitigador dos riscos que os investidores estão sujeitos são os departamentos de *compliance* interno das empresas. A ideia central do *compliance* é a de estar em conformidade, estar de acordo com as normas vigentes, sendo o conjunto de disciplinas com o objetivo de se fazer cumprir as normas dos reguladores e autorreguladores em se tratando de mercado financeiro. Em termos práticos, a atuação do *compliance* ela se manifestará nas políticas e nas diretrizes que a empresa vai utilizar para os negócios e atividades, e, possui relevância para coibir, detectar e tratar dos desvios e condutas reprováveis que possam acontecer.

Nesse sentido, será o departamento de *compliance* o organismo dentro de uma instituição responsável por garantir o devido cumprimento de todas as regras impostas pelos agentes de regulação do mercado de capitais, tendo diversas funções (monitoramento de atividades, prevenção de conflitos de interesses etc.). O que se observa na prática, é que muitas vezes os departamentos de *compliance* dentro de uma empresa não são a unidade mais popular, uma vez que sua atuação está baseada em ser a política interna de uma empresa.

No entanto, as empresas que não contam com departamentos de *compliance* estruturados, acabam sofrendo com problemas que o *compliance* a todo tempo procura evitar, estamos falando da área que se preocupa com a manutenção da integridade e reputação de uma empresa. Como mencionado, o mercado financeiro é um ramo altamente competitivo e de excelência, uma vez que determinada instituição tem sua imagem manchada, ela encontrará dificuldades em se posicionar novamente entre os grandes líderes do segmento.

Embora reconheça-se os custos altos em se manter uma estrutura de *compliance* adequada, os custos por não conformidade, mesmo que accidental, podem ser muito maiores para uma instituição. A não observância das leis e regulamentos pode levar a multas monetárias grandiosas, sanções legais e regulamentares, além do risco de imagem que muitas vezes pode resultar na efetiva continuidade da atividade da empresa.

Portanto, fica evidente que para um mercado de capitais saudável e estável, no qual os investidores possam ter a ciência de que não estão sendo lesados, é que se faz tão importante a presença do *compliance* quando falamos em mercado financeiro.

3. PRÁTICAS FRAUDULENTAS NO MERCADO DE CAPITAIS

A manipulação de mercado possui como elementos: utilização de processo ou artifício fraudulento; intenção de elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário e a indução de terceiros à compra e venda de valores mobiliários. Conceito esse extraído da Instrução CVM nº 08/1979, inciso II, alínea “b”.

O foco do nosso trabalho será tratar do *insider trading*, mas antes cabe expor brevemente, algumas das modalidades de práticas fraudulentas no mercado de capitais.

Começando pelo *spoofing* temos que essa é uma prática abusiva de criação artificial de liquidez com uso de oferta de tamanho fora do padrão do *book* com o objetivo de influenciar os investidores a superar a oferta artificial e gerar negócios do lado oposto do *book*. De acordo com as regras de negociação da B3, as ofertas no *book* ficam ordenadas em ordem de prioridade, considerando que: ofertas de compra de maior preço tem maior prioridade e quando existir mais de uma no mesmo nível de preço, a enviada primeiro tem prioridade; ofertas de venda de menor preço tem maior prioridade e quando existir mais de uma com o mesmo nível de preço, a oferta enviada primeiro terá prioridade.

Imagine que um investidor deseja vender um ativo, a operação se dará em uma oferta de venda, porém, ao enviar sua ordem, esta fica posicionada atrás de outras ofertas consideradas prioritárias por terem sido inseridas antes. Para que atinja seu objetivo, ele enviará uma ordem falsa no lado positivo (compra) do título. Envia também uma oferta de venda com preço próximo para fechar o negócio que deseja na posição inversa em tamanho superior ao da oferta de compra e isso cria a falsa liquidez no lado da compra, assim, demonstra ao mercado que haveria 500 (quinhentas) mais oferta de compra próxima ao preço de execução. A falsa liquidez induzirá outros investidores a incluir ou modificar suas ofertas para antecipar mudanças possíveis de preço/spread, logo, a oferta real de compra passará a ter mais chances de ser executada.

Com novas ofertas de venda de outros investidores em reação à oferta falsa, a oferta de compra originalmente inserida é fechada, saindo o negócio no preço que desejava compra.

Conclusa a operação que era o real objetivo, o investidor cancela a oferta expressiva inserida por ele para gerar a falsa liquidez. A informação divulgada ao mercado com as ofertas

do *book* é relevante para a decisão de negociação e não poderá conter sinais dedicados a enganar investidores; operações realizadas na B3 são monitoradas.

As características especiais da oferta que cria a falsa liquidez, sendo elementos do ciclo de *spoofing* são: oferta 6x maior que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecedem o negócio efetuado no ciclo; oferta de tamanho pelo menos 1,8x maior que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do *book*, até o terceiro nível de preço; oferta que tenha permanecido menos de 10 segundos no *book*, com base no acompanhamento verificou-se que tendo base os critérios acima, o cancelamento ocorria em até 10 segundos.

Spoofing é prática abusiva, violando integridade do mercado e vedada pela ICVM nº 8/79, podendo acarretar punição do investidor e do participante por onde fora realizado o negócio.

A prova da irregularidade decorre do fato de que as operações não acontecem por acaso, são sim partes de estratégias efetuadas de propósito. Existe um ciclo, assim a oferta artificial existirá para auxiliar negócios do lado oposto do *book* e a intenção decorrerá da repetição dos ciclos. A conduta irregular é induzir a reação do livro (existentes e novas) por meio de ofertas artificiais e fora do padrão para executar negócios no lado oposto, com cancelamento ou alterações da oferta artificial.

Outra prática fraudulenta no mercado de capitais é o *layering*, sendo uma prática abusiva de criação artificial de liquidez por uso de camadas de ofertas em níveis sucessivos de preço com o objetivo de influenciar investidores a superar a barreira criada pela camada e assim, gerar negócios no lado oposto do *book*, após o negócio, a liquidez artificial é cancelada.

É mais comum e frequente em casos de *books* mais abertos, quando existe diferença entre a melhor oferta de compra e melhor oferta de venda é maior.

Suponha um investidor vendedor que deseja comprar determinado ativo a determinado preço, sendo esta a operação pretendida. O preço de compra desejado está distante do preço das ofertas de venda existentes e estão em posição de prioridade para fechamento do negócio. O manipulador irá criar camadas de ofertas de venda, pois deseja comprar o ativo. Insere uma série de ofertas de venda para criar uma falsa liquidez, reduzindo o preço do ativo e seu spread.

A tática consiste em criar camadas de falsa liquidez para induzir outros investidores a ultrapassá-la, mediante ofertas a melhores preços, que acarretem inserção de novas ofertas ou modificação de existentes a preços inferiores. Quando o manipulador entende que o preço é adequado e favorável ao pretendido, ele insere uma oferta de compra, fechando o *book*, sem deixar o tamanho do preço entre a melhor oferta de venda que é mais recente e a última do lado da venda.

Haverá reação do mercado e outros investidores deverão inserir ofertas de venda no exato preço que o manipulador deseja comprar, o mercado agride a oferta de compra e fecha o negócio ao preço desejado. O manipulador consegue comprar o ativo ao preço desejado, por meio da prática irregular e faz com que o preço caia, até o patamar desejado de compra. Com o negócio fechado, o manipulador começa a cancelar as ofertas que criaram a falsa liquidez.

Para detecção de *layering*, temos as características que seguem: camada contendo no mínimo 4 ofertas do mesmo lado do *book* a preços diferentes; realização de negócio ao lado oposto às quatro ofertas; cancelamento das ofertas manipuladoras após o negócio, usualmente até 10 minutos subsequentes ao negócio fechado; no monitoramento e supervisão das operações de mercado, as operações são filtradas.

2.1 INSIDER TRADING

O insider trading, trazendo a uma exposição prática, pode ser entendido como a utilização de um ato ou fato relevante da companhia, ainda não divulgado ao mercado, por quem, em razão de cargo ou função, tenha tido acesso à informação, a fim de auferir, para si ou para outrem, vantagem econômica indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valor mobiliário no mercado de capitais¹⁶.

Neste sentido, aquele responsável pela prática do *insider trading*, possui informações privilegiadas, informações essas que os investidores em geral ainda não tiveram a oportunidade

¹⁶ O alicerce deste conceito está presente no texto do art. 27-D da Lei nº 6.385/76 a seguir exposto: 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. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 17/05/2022.

de terem conhecimento, por razões diversas, como o fato da companhia ainda não ter emitido tal informação ou por ele ter adquirido a informação por intermédio de “contatos” dentro da companhia.

Todavia, essas negociações são realizadas com base em preços que não refletem a realidade por trás daqueles ativos, sendo que, tal informação, se divulgada antes da negociação, poderia influir, de maneira ponderável, no valor das ações ou na decisão do investidor de comprar ou vender, impactando, também, a realidade da empresa.

Contudo, podemos destacar quatro mecanismos que podem ser ótimas ferramentas ao enfrentamento *insider trading*: a) a proibição do uso de informação privilegiada; b) o dever de informar fatos relevantes; c) o controle de operações de mercado; e d) a produção constante de relatórios contendo a posição acionária daqueles que têm maior e mais fácil acesso às informações de negócios e resultados da companhia¹⁷.

O conceito de informação privilegiada é acoplado ao conceito de fatos relevantes. Em geral, informação privilegiada é definida como ato ou fato que não seja de conhecimento público e que é dotada de confidencialidade e materialidade.

De certa forma, todas as informações são confidenciais até que sejam tornadas públicas. O que o diferencia é a qualidade de seu conteúdo e como isso pode influenciar quem será afetado pelo seu uso ou divulgação. A confidencialidade das informações é principalmente uma proteção concedida apenas em benefício de se tornar de conhecimento geral em momentos oportunos.

Pensando nisso, o art. 5º da instrução CVM nº 358/02 coloca qual o prazo de vedação à divulgação de fatos relevantes, antes ou após do encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades nas quais os valores mobiliários da companhia aberta tenham sido admitidos à negociação¹⁸.

¹⁷ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”. CVM, 1978, p. 5. Disponível em: Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf (cvm.gov.br). Acesso em 17/05/2022.

¹⁸ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading). 1ª ed. CVM, 2016. p. 10.

Quando as informações devem ser divulgadas regularmente no horário de negociação, por exemplo, deixando a informação vazar ou ir além do controle de quem tinha acesso à divulgação, o responsável por tal informação precisa realizar um pedido à bolsa de valores para que suspenda a negociação daquele determinado ativo, no intuito de veicular a informação e evitar maiores prejuízos.

Tratando da materialidade da informação privilegiada o ponto central é a relevância daquela informação, pois a depender de sua importância, haverá reflexos na cotação do valor do ativo, o que pode fazer com que um investidor decida ou não realizar uma operação¹⁹.

Sendo assim, o conceito de fato relevante segundo art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, relevante é o fato que é capaz de influir, de maneira ponderável, na cotação do preço do valor mobiliário; na decisão do investidor de comprar, vender ou manter o ativo; e na decisão dos investidores de exercerem direitos de titularidade sobre o ativo.

¹⁹ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 12.

CONCLUSÃO

Por todo o exposto ao longo deste trabalho, verificamos que o mercado de capitais é um mecanismo importante como fomentador da economia de um país. Ele tem por função básica permitir com que as sociedades empresárias realizem a captação de recursos, para finalidade diversa da obtenção de recursos para financiamento de projetos ou estender o prazo de dívidas, através da emissão pública de seus valores mobiliários.

O desenvolvimento do presente estudo fez com que fosse possível compreender melhor o tema do mercado de capitais, em uma ótica jurídica, mas passando por temas que ocorrem de maneira diária no mercado financeiro e que por vezes não são estudados na graduação, principalmente pela exaustiva fiscalização e monitoramento, não apresenta muitos exemplos práticos.

Para que haja um ambiente saudável de competição e buscando sempre a proteção do investidor, as assimetrias informacionais precisam ser mitigadas, nesse sentido a regulação exerce um papel essencial, na medida em impõe restrições e obrigações as entidades emissoras, visando a proteção do investidor por intermédio da informação que lhe é prestada.

Analisamos os principais ilícitos dentro do mercado de capitais, para evidenciar algumas práticas que podem ocorrer no dia a dia dos agentes econômicos, e mais uma vez, estabelecemos a relação de como é importante nós termos um arcabouço jurídico que viabilize com que os ilícitos em bolsas de valores não sejam cometidos.

O presente trabalho, portanto, se caracteriza como uma importante ferramenta de consulta no meio acadêmico, visto ter abordado o tema de maneira ampla, no sentido de constar todos os aspectos e, ao mesmo tempo, específica, por chegar à discussão de cada um de seus conceitos, baseando-se numa intersecção da regulamentação da que a CVM exerce, explicando por que o próprio mercado não pode se autorregular, devido as assimetrias informacionais que poderiam resultar em grandes injustiças e a importância do *compliance* nesse sentido de preservação do mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading). 1ª ed. CVM, 2016. p. 10.

Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading). 1ª ed. CVM, 2016. p. 12.

Comissão de Valores Mobiliários / Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 380p. : il.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 17/05/2022.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acessado em: 18/05/2022

EIZIRIK, Nelson. O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Ibmec, 1977, pp. 19 et seg.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 27.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 27.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. Revista Jurídica Luso Brasileira, v. 1, n. 5, p. 1035, 2015.

FRANCO, Isabel. Guia Prático de Compliance. [Digite o Local da Editora]: Grupo GEN, 2019. E-book. ISBN 9788530988692. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530988692/>. Acesso em: 11 nov. 2022.

GEORGE, Akerloff et al. The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. 1970.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”. CVM, 1978, p. 5. Disponível em: [Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](#) (cvm.gov.br). Acesso em 17/05/2022.

YAZBEK, O. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p.23

YAZBEK, O. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p.42



TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Rafael dos Santos Silva

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31769731, período noturno, turma 10R11, tendo realizado o TCC com o título: **Mercado de capitais: assimetrias informacionais, aspectos regulatórios e práticas fraudulentas de mercado**, sob a orientação do Professor Dr. Giovani Agostini Saavedra declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 11 de novembro de 2022.

Rafael dos Santos Silva

Assinatura do discente