

Inspere
LLC Em Direito Empresarial

Giovana Trauzola Carvalhaes

O Chinese Wall e medidas complementares para aprimorar sua eficácia na prevenção e combate de conflitos de interesse e *insider trading* em instituições financeiras

São Paulo
2021

Giovana Trauzola Carvalhaes

O Chinese Wall e medidas complementares para aprimorar sua eficácia na prevenção e combate de conflitos de interesse e *insider trading* em instituições financeiras

Monografia apresentada ao programa de LLC em Direito Empresarial como requisito parcial para a obtenção do título de pós-graduado em Direito Empresarial.

Orientador: Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

São Paulo

2021

Trauzola Carvalhaes, Giovana

O Chinese Wall e medidas complementares para aprimorar sua eficácia na prevenção e combate de conflitos de interesse e *insider trading* em instituições financeiras

Giovana Trauzola Carvalhaes – São Paulo, 2021. 31f.

Monografia (pós-graduação) – Insper, 2021 Orientador:
Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Chinese Wall. 2. Conflito de Interesses. 3. Insider Trading. 4. Compliance. 5. Instituições Financeiras. I. Giovana Trauzola Carvalhaes. II. O Chinese Wall e medidas complementares para aprimorar sua eficácia na prevenção e combate de conflitos de interesse e *insider trading* em instituições financeiras

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo explorar o mecanismo de Chinese Wall como é aplicado na atualidade, e trazer uma análise sobre a suficiência de seus métodos de barreira como estrutura de compliance exigida a instituições financeiras para combate e prevenção de práticas de *insider trading* e conflito de interesses num cenário no qual toda e qualquer informação pode ser compartilhada através de meios privados, e em uma realidade em que cada vez mais profissionais passam a trabalhar em suas próprias residências. A monografia procurará elucidar de que modo o Chinese Wall é aplicado e exigido hoje por Reguladores do mercado financeiro, trazendo algumas definições da autoridade reguladora e presentes lacunas. Deste modo, por meio de uma pesquisa realizada em bases de dados tais como doutrina relevante acerca do assunto, bem como resoluções e decisões da autoridade reguladora, buscará provar-se que a eficácia do Chinese Wall nas circunstâncias de trabalho contemporâneas de uma instituição financeira pode ser aprimorada e melhor desenvolvida através da aplicação de soluções complementares, capazes ajudar a prevenir práticas de *insider trading* e conflito de interesses por meio de medidas educacionais, procedimentos que permitam a fiscalização, monitoramento e sanções eficientes e a estruturação de uma área de compliance robusta.

Palavras-chave: 1. *Chinese Wall*. 2. Conflito de Interesses. 3. *Insider Trading*. 4. Compliance. 5. Instituições Financeiras.

Abstract

The following paper aims to explore the Chinese Wall mechanism and how it is applied in contemporary times, while analyzing the sufficiency of its barrier methods as a compliance structure required in financial institutions as a mean of combat and prevention of practices of insider trading and conflict of interests in a outlook which each and every information can be shared through private channels, and in a reality which has its professionals more and more acclimated with a home office regime. This monograph pursuits to elucidate the manner in which the Chinese Wall is applied and required by the financial market Regulators, encompassing some definitions from the regulation authority and present gaps. Thus, through the research of data base such as relevant doctrine regarding the theme, as well as resolutions and decisions from the regulatory authority, this research seeks to prove that the efficiency of the Chinese Wall mechanism in the contemporary working circumstances of a financial institution can be improved and best developed through the foundation of complementary solutions, capable of assisting in the prevention of practices of insider trading and conflicts of interest throughout educational measures, proceedings that allow the oversight, monitoring and applicability of efficient penalties and constitution of a robust compliance department.

Keywords: 1. Chinese Wall. 2. Conflict of Interests. 3. Insider Trading. 4. Compliance. 5. Financial Institutions.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	7
2. CONDUTAS ILÍCITAS EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.....	10
2.1. Conflito de Interesses	10
2.2. Insider Trading.....	11
3. CHINESE WALL	14
3.1. Definição, Regulação e Aplicabilidade.....	14
3.2. Posicionamento da CVM	15
3.3. Lacunas do Mecanismo	19
3.4. Medidas Complementares ao Chinese Wall.....	21
4. CONCLUSÃO.....	25
BIBLIOGRAFIA	27
LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA.....	29

1. INTRODUÇÃO

Diante do crescimento do número de investidores pessoas físicas que passaram a negociar na Bolsa brasileira, é inegável que a necessidade de mecanismos que garantam um ambiente de investimentos seguro, igualitário e justo está mais em alta do que nunca.

Em 2019, a B3 alcançou o marco do primeiro milhão de investidores que, menos de um ano depois, subiu para dois milhões.¹ Já no primeiro semestre de 2021, o número de investidores pessoas físicas cadastrados na Bolsa chegou a 3,8 milhões, o que significa um crescimento de 43% em relação ao primeiro semestre do ano passado.²

Referido crescimento tem uma relação direta com o aumento da oferta de serviços relacionados a investimentos, isto é, o surgimento de corretoras, gestoras de fundos, casas de análise e instituições financeiras reguladas que disponibilizam seus serviços aos investidores tanto para que possuam um meio pelo qual possam realizar suas operações quanto para disponibilizar profissionais capazes de efetuar referidas operações, gerindo e administrando a carteira de investimentos de seus clientes.

Reguladas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as instituições financeiras precisam adotar práticas de compliance de modo a assegurar que sua atividade esteja em conformidade com uma série de normas e regulamentos que pretendem assegurar uma atividade regular e segura dentro do ambiente de mercado. Dentre eles, podemos destacar o método de Chinese Wall, que tem como objetivo monitorar potenciais situações de conflito de interesse e *insider trading*, isto é, o mau uso de informações privilegiadas, segregando responsabilidades e atividades pertinentes a instituições financeiras de forma a evitá-los.

No Brasil, os instrumentos normativos que trazem o Chinese Wall como uma exigência às instituições financeiras são a Resolução nº 2.451/1997, do Banco Central, que dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros

¹ B3. **B3 divulga estudo sobre o perfil dos investidores pessoa física na bolsa**. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/pessoa-fisica.htm. Acesso em: 09 out. 2021.

² B3. **Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3**. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm#:~:text=N%C3%BAmero%20de%20investidores%20bate%203,meses%20de%202021%20e%202020. Acesso em: 09 out. 2021.

das demais atividades de instituições financeiras³, a Resolução nº 2.486/1998, do Banco Central, que traz diretrizes e disposições acerca da “segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição”⁴, a Resolução nº 21/21 da CVM, que regula o “exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários”⁵, além da Resolução nº 20/21 da CVM, cujo objeto é a regulação da atividade de analistas de valores mobiliários⁶.

O mecanismo de Chinese Wall é constituído através de barreiras de acesso à informação, tanto físicas quanto elaboradas por meio de uma forma que impossibilite o seu compartilhamento através de qualquer elemento, de modo a resguardar informações relevantes e o seu uso indevido e prevenir conflitos de interesse e a prática de *insider trading* em instituições financeiras.

Contudo, nem sempre o Chinese Wall se mostra eficaz para prevenir e combater atos ilícitos dentro de instituições financeiras, o que comprova que ele não é uma garantia de um processo completamente seguro e infalível.

Muito embora o mecanismo tenha sim um bom alcance de controle dos atos que pretende coibir, existem outras práticas de compliance que podem, em conjunto com a implementação do Chinese Wall, aumentar consideravelmente a eficácia da prevenção aos atos dotados de conflito de interesses e *insider trading*.

Este estudo averiguará bases de dados tais como artigos publicados por jornais científicos, acadêmicos e outras publicações relevantes sobre o tema, resoluções, relatórios e decisões de órgãos governamentais como CVM, especificamente voltados

³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2451, de 27 de novembro de 1997**. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Brasília, DF, Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1997/pdf/res_2451_v1_o.pdf. Acesso em: 09 out. 2021.)

⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2486, de 30 de abril de 1998**. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Brasília, DF, Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2486_v1_o.pdf. Acesso em: 09 out. 2021.)

⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução nº 21, de 25 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 426, de 28 de dezembro de 2005, a Instrução CVM nº 557, de 27 de janeiro de 2015, a Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, a Instrução CVM nº 597, de 26 de abril de 2018, a Deliberação CVM nº 51, de 25 de junho de 1987, a Deliberação CVM nº 740, de 11 de novembro de 2015 e a Deliberação CVM nº 764, de 4 de abril de 2017. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Acesso em: 09 out. 2021.

⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução nº 20, de 25 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 09 out. 2021.

para a problemática constante do uso inadequado, ou mesmo a falta do uso, do Chinese Wall em instituições financeiras.

A estrutura do trabalho, por sua vez, pretende abordar o tema em quatro partes diferentes, (i) introdução; (ii) uma breve explanação acerca das condutas ilícitas comuns em instituições financeiras, cuja prática o Chinese Wall pretende combater e prevenir; (iii) a contextualização do Chinese Wall na atualidade; e, por fim (iv) a conclusão à qual se chega por meio da pesquisa. O terceiro capítulo é o momento no qual o cerne desta pesquisa será mais profundamente explorado, sendo dividido, também, em quatro partes.

Na primeira parte, procura-se trazer a definição do mecanismo em si, bem como a sua regulação atual no Brasil e sua aplicabilidade por instituições financeiras na atualidade. Durante a segunda parte, busca-se analisar como a CVM tem enfrentado o tema, quais são seus posicionamentos ante a implementação do mecanismo por instituições financeiras, como a Comissão realiza a fiscalização de sua implantação pelas instituições, e qual seria a aplicabilidade correta e diligente deste mecanismo, de acordo com a autoridade reguladora. A terceira parte, por sua vez, incluirá quais são as principais lacunas encontradas no Chinese Wall na atualidade e, em seguida, a quarta parte do capítulo trará medidas sugeridas para cobrir tais lacunas e prevenir vazamentos dentro do mecanismo, com a finalidade de torná-lo mais eficaz.

Diante do exposto, este trabalho intenciona explorar o mecanismo de Chinese Wall, propondo a implementação de algumas práticas que podem vir a aprimorá-lo, explorando os pontos acima elencados com maior profundidade.

De modo a apoiar a argumentação aqui compreendida, como mencionado acima, serão abordadas algumas decisões proferidas pela autoridade reguladora de valores mobiliários no Brasil, a CVM. Ressalta-se que o propósito de tal abordagem é realizar uma análise sobre como o regulador brasileiro lida com a necessidade de implementação de medidas de proteção e de compliance, tanto no âmbito de fiscalização da devida implementação e cumprimento do Chinese Wall, quanto na preposição de soluções de falhas, e não realizar um juízo de valor de tais decisões.

Não é a intenção desta monografia discorrer pura e simplesmente sobre o mecanismo de Chinese Wall e sua aplicação, mas sim explorar sua eficácia nos tempos atuais e que medidas podem ser tomadas, efetivamente, para aprimorá-lo.

2. CONDUTAS ILÍCITAS EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

2.1. Conflito de Interesses

Ainda que não exista uma definição de conflito de interesses regulamentada por lei quando falamos da sua ocorrência no setor privado, há uma concordância acerca de seu conceito generalizado: trata-se de uma situação diante da qual o interesse pessoal de um agente interfere diretamente em seu julgamento e tomada de ação em um ambiente profissional.⁷ A conclusão a qual chegamos por meio dessa definição é no sentido de que o processo decisório fica, assim, manchado pelo interesse do agente que atua no lugar de ou em nome dos interesses de outrem.

O ponto crucial do conflito de interesses em instituições financeiras está na relação da tomada de decisão do agente, detentor de informações consideradas como privilegiadas em relação ao investidor comum, que atua na instituição em prol de um cliente, um terceiro. A questão crítica está na necessidade de assegurar que este agente respeitará os interesses de seu cliente, e implementar modos de ativamente salvaguardá-los.⁸

Contudo, alguns desses conflitos são inerentes da atividade prestada pela instituição financeira. Em uma corretora na qual um analista presta serviços de consultoria ou administração de carteira a um cliente, por exemplo, a própria atividade já é dotada de conflito, caracterizado pela comissão a ser recebida pelo analista sobre o retorno obtido pelo investidor. A comissão pode influenciar diversos fatores, desde a recomendação do período do investimento alongado, até sugestão de investimentos mais arrojados. A busca pela compensação mais robusta induz o risco de um conflito de interesses, por conta do qual o analista poderá eventualmente realizar recomendações que não são do melhor interesse para o seu cliente.⁹

Além do conflito de interesses surgido dessa dinâmica, também existe um problema relacionado a diversidade das funções e serviços oferecidos por instituições

⁷ PETERS, Anne; HANDSCHIN, Lukas; HÖGGER, Daniel. **Conflict of Interest in Global, Public and Corporate Governance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012. 470 p. Disponível em: https://www.google.com.br/books/edition/Conflict_of_Interest_in_Global_Public_an/NMKClYpzyMkC?hl=pt-BR&gbpv=1. Acesso em: 10 out. 2021.

⁸ Ibidem.

⁹ GORMAN, Christopher M.. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? **Fordham Journal Of Corporate & Financial Law. Fordham University School Of Law**, p. 475-499. 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1169&context=jcfl>. Acesso em: 15 out. 2021.

financeiras, tais como corretagem de varejo, incluindo a disposição de papéis para venda e serviços de análise, administração de carteiras, gestão de fundos, assessoria na operação de ofertas públicas iniciais, dentre outros. Essa heterogeneidade de serviços prestados por instituições financeiras e o acesso à informação dos profissionais que nelas atuam, aumentam consideravelmente o risco da ocorrência de conflitos de interesses.¹⁰

O risco de conflito de interesses se dá majoritariamente na atividade praticada por analistas, dada a dificuldade de acessar e separar os interesses da instituição financeira, de seus profissionais e de seus clientes. Esses profissionais podem ter suas análises influenciadas não só por interesses pessoais, mas também por um incentivo por parte das próprias instituições financeiras para que publiquem um relatório favorável sobre determinado ativo, a fim de estreitar relações com um cliente corporativo da instituição, que ficaria descontente com uma avaliação negativa.¹¹

Dessa forma, fica evidenciado o claro risco contido no impasse entre os interesses do investidor pessoa física, cliente de uma instituição financeira, que busca uma análise e recomendação objetiva e imparcial, e a atividade da instituição que sempre buscará manter um relacionamento que resulte em lucro com seus clientes corporativos.¹²

2.2. Insider Trading

O *insider trading*, prática prevista e punível de acordo com o artigo 27-D, da Lei nº 6.385/1976, só poderá ocorrer a partir do momento em que um agente se encontra em uma posição na qual, seja por sua função profissional, cargo que ocupa ou mesmo por falhas estruturais e institucionais, vê-se numa posição por meio da qual possui acesso a informações mercadológicas não divulgadas ao público geral, ou seja: informações privilegiadas.

¹⁰ GORMAN, Christopher M.. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? **Fordham Journal Of Corporate & Financial Law. Fordham University School Of Law**, p. 475-499. 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1169&context=jcfl>. Acesso em: 15 out. 2021.

¹¹ Ibidem.

¹² Ibidem.

O que torna a conduta de tal agente punível e classificável como *insider trading* é o uso de referida informação para engajar em operações no mercado de capitais objetivando lucro para si mesmo. Conforme bem abalizado pela Lei 6.404/1976, em seu artigo 155, § 4º, o ato é caracterizado pela “utilização de informação relevante ainda não divulgada [...] com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.¹³

Em outras palavras, o agente procura obter – e por muitas vezes alcança sucesso em sua busca – lucro que só se faz possível mediante a informação relevante por ele detida. A sua vantagem em relação ao conhecimento de tal fato relevante é a razão pela qual auferiu o lucro.

Importante ressaltar, contudo, que o alcance da vantagem financeira não é necessário para a caracterização da conduta criminosa. Conforme interpretado pelo já citado artigo 155, § 4º da Lei 6.404/76, o mero uso da informação relevante privilegiada mediante intenção comprovada de obter vantagem, é suficiente para verificação do *insider trading*.¹⁴

Acompanhando a legislação, o regulador também apresenta suas definições e diretrizes sobre a temática em sua Resolução 44/21, através do artigo 13. Como a Lei, Resolução demarca o intuito como o caracterizador da conduta. E vai além: determina ser presumida a intenção de receber vantagem quando houver negociação de valor mobiliário por um detentor de informação privilegiada a ele atinente¹⁵.

As instituições financeiras, enquanto detentoras de informações enquadradas em caráter privilegiado e enquanto empregadora de profissionais capazes de deter acesso a tais informações, têm o dever de implementar medidas de combate a prática, exercendo sua parte na manutenção de um Mercado de Capitais igualitário, moralizado e crível.¹⁶

¹³ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF, Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 out. 2021.

¹⁴ MUNIZ, Pedro Henrique Gomes; KOBUS, Renata Carvalho. NECESSIDADE DA REPRESSÃO AO INSIDER TRADING. **Administração de Empresas em Revista**, Curitiba, v. 4, n. 22, p. 188-213, 28 ago. 2020.

¹⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 21 out. 2021.

¹⁶ BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506,

Instituições financeiras, em conjunto com órgãos normativos, operadores e entidades supervisoras do âmbito do mercado financeiro, compõe o Sistema Financeiro Nacional (SFN), sistema este que, dentre outras funções, tem como objetivo promover o desenvolvimento econômico do país.¹⁷

Enquanto as funções variam entre fiscalização de entidades que integram o setor e regulamentação de normas sobre o escopo mercadológico, as instituições componentes do SFN têm atuado ativamente em medidas que pretendem tornar o mercado financeiro mais eficaz e transparente.¹⁸

É dentro deste contexto que se encaixa o dever das instituições financeiras de combater o uso indevido de informações privilegiadas, por meio de tratativas repressoras de condutas danosas ao sistema financeiro, e incentivo à atuação diligente por parte de agentes financeiros.

de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 135-150, jun. 2019. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/article/view/1008/34>. Acesso em: 17 nov. 2021.

¹⁷ BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 135-150, jun. 2019. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/article/view/1008/34>. Acesso em: 17 nov. 2021.

¹⁸ Ibidem.

3. CHINESE WALL

3.1. Definição, Regulação e Aplicabilidade

Criado com o propósito de combater atos dotados de conflitos de interesses, dentre eles e mais especificamente o *insider trading*, o Chinese Wall tem o papel de evitar tais práticas por meio da segregação de áreas e profissionais que exercem atividades que possam ocasionar conflitos de informações, mediante a proteção de informações relevantes.¹⁹

Prevista na regulação brasileira através de dispositivos como as Resoluções nº 2.451/1997 e nº 2.486/1998, do Banco Central, bem como as Resoluções nº 21/21 e nº 20/21 da CVM, o Chinese Wall procura evitar a prática do uso indevido de informações privilegiadas por meio da (i) segregação física de profissionais cujas atividades estejam voltadas para a administração de carteiras de valores mobiliários das demais atividades em instituições financeiras; (ii) restrição do acesso a informações privilegiadas relevantes e confidenciais, delimitando um sistema que permita restringir, fiscalizar e monitorar quem são as pessoas que tiveram acesso a tais informações e (iii) confecção de um sistema organizacional de governança e compliance adaptado a instituições financeiras que permitam a criação de um sistema cuja base seja segura o suficiente para asseverar seu devido cumprimento.²⁰

A necessidade de um ambiente no qual haja eficiência nas medidas segregativas é uma realidade para qualquer instituição financeira que atue no exercício de diversas atividades que entrem em conflito entre si. Quando devidamente aplicado, o Chinese Wall pode, inclusive, ser uma medida tão eficaz quanto a proibição de negociar.²¹

¹⁹ GORMAN, Christopher M.. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? **Fordham Journal Of Corporate & Financial Law. Fordham University School Of Law**, p. 475-499. 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1169&context=jcfl>. Acesso em: 15 out. 2021.

²⁰ LORIA, Eli. A aplicação do conceito de chinese wall no mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, [s. l.], v. 90, n. 23, p. 93-121, out. 2020.

²¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 18/01**. Indiciados: Banco Fator S/A e outros. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudhttp://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf. Acesso em: 14 out. 2021.

Quando diligentemente aplicadas, as barreiras que formam o Chinese Wall ajudam a evitar a circulação e o compartilhamento indevido de informações privilegiadas e relevantes, mitigando que os profissionais inseridos no ambiente de instituições financeiras utilizem-se da sua posição de privilégio de acesso às informações intencionando obter vantagem própria de forma ilícita.²²

Ademais, um próprio sistema aplicável às instituições financeiras, dotado de políticas internas, uma área de compliance e governança corporativa bem estruturadas e com poderes respeitáveis dentro da instituição também contribuem para o reforço deste mecanismo.²³

3.2. Posicionamento da CVM

A CVM atua como fiscalizadora em instituições financeiras de modo a verificar e salvaguardar a implementação efetiva do Chinese Wall. É importante ressaltar que não só a separação física característica do mecanismo é objeto de fiscalização da CVM, mas também a devida implementação de separação de cargos e funções, de modo a assegurar que um profissional não exerça atividades que deveriam, necessariamente, ser separadas na estrutura da instituição financeira. Da mesma forma, é verificado como são desenvolvidas as atividades e funções dentro da empresa, isto é, se existem agentes que participam de reuniões nas quais se tenha acesso a informações relevantes às quais não deveriam ter, se tais agentes podem obtê-las por outro simples meio, ou se há uma prática bem estruturada para evitar referido acesso.²⁴

No momento em que surge uma ocorrência, seja ela averiguada por meio de uma fiscalização de ofício da CVM ou constatada por meio de uma denúncia, que consista na atividade exercida por instituições financeiras, sendo estas dotadas de conflitos de interesses ou mesmo a realização de *insider trading*, a Comissão, conforme já enfatizado no parágrafo anterior, irá averiguar se existem mecanismos

²² KALANSKY, Daniel. **Chinese Wall**. Disponível em: <https://lklaw.com.br/chinese-wall/>. Acesso em: 15 out. 2021.

²³ Ibidem.

²⁴ LORIA, Eli. A aplicação do conceito de chinese wall no mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, [s. l.], v. 90, n. 23, p. 93-121, out. 2020.

eficazmente aplicados nessas entidades para evitar referidas práticas. Não bastará, para tanto, mera alegação por parte da instituição financeira no sentido de que foram implementadas práticas de segregação e governança. Será necessário comprovar que as medidas tomadas pela entidade são eficazes o suficiente para precaver a atividade indevida. Esse entendimento é muito bem clarificado pelo Diretor Relator Aleksandro Broedel Lopes²⁵, na decisão do Processo Administrativo Sancionador nº 2009/13459 (grifo do autor):

A propósito, tendo em vista a importância crescente que a questão vem assumindo nos processos sancionadores conduzidos por essa autarquia, parece-me útil esclarecer um ponto importante sobre a alegação do Chinese Wall. Creio que **a simples alegação de existência de práticas internas de segregação, desprovida de qualquer comprovação de que tais práticas foram efetivas no caso concreto, não é capaz de infirmar uma acusação que se encontra solidamente fundamentada nas provas colhidas nos autos**. Com efeito, diante de um conjunto de provas a indicar que uma instituição ou um grupo econômico não abriu mão de negociar com as ações de uma companhia mesmo tendo acesso a informações privilegiadas, **não se pode admitir o argumento do Chinese Wall, sem que essa alegação venha acompanhada da prova que, na prática, a segregação de atividades e informações entre as áreas preveniu o uso indevido dessas mesmas informações privilegiadas**.

O entendimento da CVM é claro ao exigir que o acusado comprove que as medidas por ele implementadas foram eficazes para prevenir a troca e uso indevido de informações privilegiadas. Uma simples segregação física, por exemplo, que não abarcasse outras vertentes do Chinese Wall como a segregação de funções e atividades entre agentes de uma instituição, e assim tornasse possível práticas ilícitas por parte de seus profissionais, tornaria a instituição responsável pelas atividades ilegítimas engajadas em relação a essas informações.

Além disso, a Comissão define, ainda, que a simples segregação física e de funções não seriam os únicos escopos que precisam ser abarcados por um Chinese Wall eficiente. Também é necessário, a depender da suscetibilidade de determinada informação, que o mecanismo compreenda medidas mais severas, que equivalham até mesmo à restrição da atividade exercida por agentes que possam acessá-las,

²⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2009/13459**. Acusados: Credit Suisse International e Credit Suisse Próprio Fundo de Investimento em Ações. Relator: Aleksandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf. Acesso em: 14 nov. 2021.

conforme elucidado pelo Relator Diretor Eli Loria²⁶, em decisão do Processo Administrativo Sancionador nº18/01 (grifo do autor):

Chinese wall não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, **dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o chinese wall adequado equivalerá à proibição de negociar**. A partir do momento que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do Grupo Fator.

Referido entendimento consolida a definição de que o Chinese Wall, por si só, pode não ser a medida mais eficaz, ou melhor dizendo, uma medida dotada de facetas que sozinhas são suficientes para impedir o uso indevido de informações privilegiadas e combater o conflito de interesses e o *insider trading*.

Na decisão previamente mencionada do Processo Administrativo Sancionador nº 2009/13459, o Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes²⁷ chama a atenção para este fato, constatando que o mecanismo de Chinese Wall não é uma régua absoluta capaz de barrar qualquer ato ilícito cometido em relação ao uso de informações privilegiadas:

Alerte-se que a chinese wall não é uma defesa absoluta, pois mesmo quando ela é eficaz, uma informação privilegiada pode ser transmitida entre diferentes setores de uma instituição financeira. Portanto, a alegação de segregação de atividades precisa ser avaliada em conjunto com as demais circunstâncias e provas do caso. Em casos em que, como no presente, a instituição negocia para a sua carteira própria, a defesa baseada no chinese wall tem de ser apreciada com grande cuidado.

É exatamente essa argumentação que se busca fazer no presente trabalho. O Chinese Wall, muito embora seja um instrumento necessário e até mesmo imprescindível para combater o conflito de interesses e atividades de insiders em instituições financeiras, não se pode afirmar que ele seja autossuficiente e

²⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 18/01**. Indiciados: Banco Fator S/A e outros. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudhttp://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf. Acesso em: 14 out. 2021.

²⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2009/13459**. Acusados: Credit Suisse International e Credit Suisse Próprio Fundo de Investimento em Ações. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf. Acesso em: 14 nov. 2021.

independente de quaisquer outras medidas para que a prevenção por ele almejada seja atingida.

Pode-se defender, inclusive, que o Chinese Wall é mais eficaz ao buscar soluções para prevenção de atos cometidos pelo agente que possui a intenção do uso indevido de determinado fluxo de informações que foi com ele compartilhada de forma não intencional no que se diz a execução do *insider trading*. No entanto, observa-se uma falha quando procura-se prevenir o compartilhamento que é corrupto desde sua concepção inicial, ou seja, o compartilhamento realizado já com a intenção de perpetrar o *insider trading*.²⁸

É neste mesmo contexto que entramos também no âmbito das coincidências que permitem e facilitam as práticas que envolvam o uso de informações privilegiadas. Estamos falando aqui não apenas da informação que é acessada por meio de um evento não planejado, um erro, mas também de uma operação que, apesar de ausente de intenção de prática ilícita, acaba resultando nessa mesma prática.

Nessa conjuntura, o Chinese Wall permite que tanto os atos procedidos com a intenção de se obter vantagem indevida, quanto aqueles cometidos sem referida malícia, sejam evitados. Esse objetivo é brilhantemente ilustrado na decisão do Processo Administrativo Sancionador nº 18/01, proferida no voto do Diretor Relator Eli Loria²⁹ (grifo do autor):

Um dos pontos jurídicos importantes deste processo é a adequação e o cumprimento das políticas de chinese wall. **Os mecanismos de chinese wall são criados, exatamente, porque coincidências acontecem.** Esta é sua razão de existir: a coincidência. Entretanto, os órgãos reguladores do mundo inteiro não podem acreditar na casualidade das coincidências, e, por isto, criaram mecanismos para prevenirem-se contra a ocorrência de coincidências, de forma a restringir ao máximo as possibilidades de construções e defesas ensaiadas a posteriori, de acordo com as conveniências de cada um. Em outras palavras: **para que não se tome por coincidência o que é intencional, e vice versa, os reguladores vêm insistindo na adoção prévia de procedimentos de alerta ou, dependendo do caso, de proibição, que, se completos e efetivos, têm a função de sinalizar e evitar a ocorrência de determinados eventos, pouco importando se são, ou não, resultado do acaso.** E isso está dito aqui nos autos por pessoas do próprio Banco Fator.

²⁸ GORMAN, Christopher M.. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? **Fordham Journal Of Corporate & Financial Law. Fordham University School Of Law**, p. 475-499. 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1169&context=jcfl>. Acesso em: 14 nov. 2021.

²⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 18/01**. Indiciados: Banco Fator S/A e outros. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudhttp://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf. Acesso em: 14 nov. 2021.

Em suma, entende-se dos votos proferidos nos Processos Administrativos Sancionadores da CVM que a Comissão enxerga o Chinese Wall como uma necessidade que vai além de um simples modelo padrão aplicável a toda e qualquer instituição financeira. Evidentemente, é necessário que se prove um cumprimento e prosseguimento mínimo do mecanismo no que se diz às características de segregação física, restrição de acesso à informações privilegiadas e aplicabilidade de um sistema eficaz de governança, mas a verdade é que cada instituição precisará aplicar e moldar o mecanismo de Chinese Wall à sua própria realidade, implementando medidas mais severas do que aquelas exigidas por Resoluções, para que o mecanismo seja de fato eficiente na prevenção a conflitos de interesses e *insider trading*.

3.3. Lacunas do Mecanismo

Os principais problemas pertinentes à falta de eficácia do Chinese Wall são relacionados a complexidade³⁰ de sua implementação e a sua porosidade³¹. O primeiro aspecto causa um impacto direto no segundo já que, devido a complexidade do mecanismo, em muitos casos sua aplicação é feita de forma falha e incompleta, o que causa um sistema poroso, dotado de brechas e de difícil monitoramento, reforço e fiscalização das práticas realizadas dentro da instituição financeira.

Um estudo realizado pelo professor H. Nejat Seyhun sugere que deve haver, por parte de clientes de instituições financeiras, a suposição geral de que o mecanismo de Chinese Wall é poroso, ou seja, que lhe falta eficácia completa, fazendo-se assim necessários mecanismos que permitam o monitoramento contínuo de eventuais vazamentos de informações privilegiadas.³²

³⁰ OVERLAND, Juliette. All In All, Just Another Brick In The Wall: The Use of Chinese Walls as a Defence To Insider Trading. **The Journal Of Applied Research In Accounting And Finance**. The University Of Sidney, p. 2-14. 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985721. Acesso em: 16 nov. 2021.

³¹ SEYHUN, H. Nejat. Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms. **Journal Of Law, Economics & Policy**. University Of Michigan, p. 369-408. 13 jun. 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1016865. Acesso em: 16 nov. 2021.

³² Ibidem.

É possível defender que referida porosidade é a principal causa de insegurança do mecanismo, uma vez que as instituições financeiras se vêm incapazes de conter de forma eficaz os vazamentos de informações privilegiadas, o que facilita a atividade de ilícitos como o *insider trading* e exercícios conflitados pelos profissionais atuantes nas instituições. No mais, caso o Chinese Wall não seja implementado de maneira diligente, a fiscalização para a descoberta do mau uso de informações privilegiadas e autoria dos ilícitos fica prejudicada.

Uma lacuna relevante relacionada a porosidade é o fato de que qualquer profissional com a habilidade de se deslocar livremente pela instituição financeira pela qual foi contratado poderá eventualmente ultrapassar as barreiras, inclusive físicas, impostas pelo Chinese Wall.³³

Devemos levar em consideração, ainda dentro deste escopo, as características de exceção do Chinese Wall para ultrapassagem dessas barreiras, voltadas para executivos de alto escalão. Nesse sentido, Avici, Schipani e Seyhun afirmam, que tais exceções devem ser aceitas, com objetivo de que suas atividades corporativas particulares sejam permitidas e não “travadas” pelo mecanismo.³⁴

Pode-se entender que tais exceções trazem ainda maiores riscos relacionados ao uso de informações privilegiadas, visto que, num sistema ineficaz e sem o devido controle de processos, executivos podem compartilhar as informações privilegiadas por eles detidas com terceiros que não deveriam ter acesso a essa informação, ou até mesmo armazenar essas informações de maneira que não fiquem suficientemente protegidas contra tentativas de acesso com intenção de mau uso.

Extraímos sobre as lacunas citadas que o principal ponto de ineficácia do Chinese Wall concerne à sua aplicação indevida e incompleta, o que resulta no vazamento de informações privilegiadas e, conseqüentemente, em seu uso indevido por parte de agentes que não deveriam ter alcance ao acesso a tais informações em situação em que houvesse uma barreira eficiente.

³³ PELUSO, Daniela. Turning a blind eye: The complicit trespassing of ‘Chinese walls’ in financial institutions in New York. **Critique Of Anthropology**. University Of Kent, p. 438-454. out. 2020. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/346179852_Turning_a_blind_eye_The_complicit_trespassing_of_'Chinese_walls'_in_financial_institutions_in_New_York. Acesso em: 19 nov. 2021.

³⁴ MÉNDEZ-PENATE, Carlos E., 1976, citado por AVICI, S. Burcu; SCHIPANI, Cindy A.; SEYHUN, H. Nejat. Eliminating Conflicts of Interests in Banks: The Significance of the Volcker Rule. **Yale Journal On Regulation**. Yale University, p. 343-381. 09 set. 2018. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1517&context=yjreg>. Acesso em: 16 nov. 2021.

3.4. Medidas Complementares ao Chinese Wall

De modo a suprir as lacunas encontradas no mecanismo de Chinese Wall, é ideal que instituições financeiras implementem estruturas internas para assegurar a sua eficácia, tais como a (i) implantação de um programa educacional que alerte os profissionais da instituição para a importância da confidencialidade de informações privilegiadas; (ii) a composição de procedimentos regrados para casos de exceção em que o Chinese Wall deva ser reavaliado (por exemplo, em uma eventualidade em que haja imprescindibilidade de compartilhamento de informação privilegiada com um agente que, em outra situação, não deveria ter acesso à informação) acompanhada do armazenamento de registros sobre todos os aspectos do procedimento quando ocorrido; (iii) instituição de uma área de compliance que tenha como uma de suas atribuições o monitoramento sobre a efetividade do Chinese Wall implementado; e (iv) aplicação de penalidades nos casos de constatação de uma violação às diretrizes do mecanismo, acompanhado do impedimento de que os profissionais que tiveram acesso à informação privilegiada por conta de uma quebra de confidencialidade realizem ou recomendem qualquer operação de investimento.³⁵

As medidas listadas acima complementam o aspecto preventivo ao evitar violações do ponto de vista educacional e procedimental, bem como o aspecto punitivo, ao instituir sanções que permitam transparecer clareza aos profissionais no sentido de que brechas não podem ser toleradas. Esses parâmetros tornam o mecanismo mais seguro e eficaz no sentido de que a instituição faz público aos seus profissionais o que o Chinese Wall pretende, como ele é implementado e monitorado, como proceder no caso de exceções e quais são as consequências da quebra de suas diretrizes.

Levando em consideração as medidas acima elencadas, há quem argumente que a necessidade de aplicação de mais aspectos procedimentais, gerenciais e fiscalizatórios a um mecanismo que, por natureza, já é dotado de complexidade, apenas dificultaria a efetividade de sua aplicação. Contudo, é possível defender que,

³⁵ OVERLAND, Juliette. All In All, Just Another Brick In The Wall: The Use of Chinese Walls as a Defence To Insider Trading. **The Journal Of Applied Research In Accounting And Finance**. The University Of Sidney, p. 2-14. 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985721. Acesso em: 16 nov. 2021.

ainda que a implementação de uma série de medidas preventivas de teor educacional, procedimental, monitorial e punitivo seja uma tarefa trabalhosa, o esforço de uma estruturação diligente de referidas composições evita complexidades que podem surgir do vazamento de informações privilegiadas e posterior execução de atividades dotadas de conflitos de interesses por sua consequência. A complexidade para implementação das medidas complementares ao Chinese Wall compensaria a complexidade trazida por um processo administrativo sancionador, ou mesmo processo penal, decorrente da execução do uso indevido de informação privilegiada dentro da instituição, e sua eventual responsabilização nessas esferas.

Há também o que se falar sobre regramentos do Chinese Wall voltados especificamente para o gerenciamento do mecanismo dentro das instituições financeiras que o implementaram. São regras que concernem à (i) restrição ao acesso de informações privilegiadas apenas a profissionais qualificados a acessá-las, acompanhado do monitoramento a tal acesso; e (ii) gerenciamento de profissionais que exerçam suas atividades de lados diferentes do Chinese Wall.³⁶

Quanto a estes aspectos, é importante ir ainda mais além para assegurar a eficácia do mecanismo aqui estudado. O monitoramento e acompanhamento do acesso às informações privilegiadas, por exemplo, idealmente deve ser feito mediante um sistema que armazene os compartilhamentos de informações realizados e que possa ser consultado a qualquer tempo.

Dessa forma, mitiga-se a insegurança causada pela troca de informações realizada por meios informais. Para tanto, é claro, é necessário que a instituição financeira reforce constantemente a necessidade do uso de referido sistema quando o compartilhamento se fizer necessário, estabelecendo o devido procedimento para tanto, e até mesmo repreensões quando não forem registrados detalhes sobre os acessos.

Em relação ao gerenciamento dos profissionais, o Chinese Wall também tem o potencial de se tornar mais eficaz se forem estabelecidos devidos procedimentos para essa atividade. A começar pela competência para tal gerenciamento, por exemplo, que ficaria idealmente a cargo de uma área estruturada de compliance.

³⁶ OVERLAND, Juliette. All In All, Just Another Brick In The Wall: The Use of Chinese Walls as a Defence To Insider Trading. **The Journal Of Applied Research In Accounting And Finance**. The University Of Sidney, p. 2-14. 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985721. Acesso em: 16 nov. 2021.

Do mesmo modo, não só os profissionais podem ser gerenciados individualmente, como também suas relações. As interações entre profissionais que atuem em lados diferentes da barreira de proteção podem ser gerenciadas com o fim de asseverar que informações privilegiadas não serão trocadas de um lado para outro.³⁷

É claro que todos esses procedimentos devem ser calculados conforme a necessidade da instituição, e implementados de uma forma que o exercício das atividades profissionais não fique engessado ou impedido. Deve haver um equilíbrio entre a implementação de regras e procedimentos e a conferência de liberdade para a atuação fluída dos profissionais que compõe a instituição.

Mais uma medida complementar sugerida para asseverar a eficácia do Chinese Wall são as chamadas “*watch lists*” ou “listas de observação”. A lista serve para evitar o uso indevido de uma informação privilegiada e não pública obtida por meio de uma negociação realizada por um departamento comercial de uma instituição financeira, na qual firma-se um relacionamento com um cliente. Na lista de observação, estariam os nomes de todos os clientes com os quais a instituição teria firmado um vínculo comercial, tornando proibida a recomendação de compra ou venda dos ativos daqueles clientes por outros departamentos da instituição financeira.³⁸

Há, entretanto, problemas consideráveis encontrados nessa medida. O primeiro sendo a sugestão de que, somente por se encontrar na lista, os ativos do cliente possuem um potencial relevante de sofrerem alterações de valor³⁹. O segundo refere-se ao fato de que instituições financeiras de grande porte possuem relações comerciais e negociais com um leque expansivo de corporações, o que levaria a uma limitação considerável de ativos permitidos à recomendação.⁴⁰ Sendo assim, embora

³⁷ OVERLAND, Juliette. All In All, Just Another Brick In The Wall: The Use of Chinese Walls as a Defence To Insider Trading. **The Journal Of Applied Research In Accounting And Finance**. The University Of Sidney, p. 2-14. 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985721. Acesso em: 16 nov. 2021.

³⁸ BINGHAM, Jeffrey. Scaling Chinese W Scaling Chinese Walls: Insights From Aftra v. JPMorgan Chase. **William & Mary Business Law Review**. Williamsburg, p. 767-794. abr. 2013. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1063&context=wmbldr>. Acesso em: 21 nov. 2021.

³⁹ GORMAN, Christopher M.. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? **Fordham Journal Of Corporate & Financial Law**. Fordham University School Of Law, p. 475-499. 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1169&context=jcfl>. Acesso em: 14 nov. 2021.

⁴⁰ BINGHAM, Jeffrey. Scaling Chinese W Scaling Chinese Walls: Insights From Aftra v. JPMorgan Chase. **William & Mary Business Law Review**. Williamsburg, p. 767-794. abr. 2013. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1063&context=wmbldr>. Acesso em: 21 nov. 2021.

a lista seja uma possível alternativa, talvez seja mais proveitoso analisar o caso a caso específico para verificar se a situação exige uma medida de tal grau.

O que vemos, por fim, na miríade de possibilidades de medidas complementares ao Chinese Wall é o preenchimento das lacunas existentes por meio de procedimentos bem estruturados que permitam que a própria instituição assegure a eficácia do mecanismo através de monitoramento, fiscalização e sanções próprias, que ajudam a assegurar o devido cumprimento do mecanismo pelos agentes integrantes da instituição financeira, e a manter um ambiente mais seguro e justo no sistema financeiro, ajudando a evitar, inclusive, responsabilização da instituição perante o regulador e o sistema judiciário.

4. CONCLUSÃO

Através desta pesquisa, foi possível constatar que, muito embora o Chinese Wall seja um mecanismo necessário, ele é dotado de lacunas que possibilitam o vazamento de informações privilegiadas e seu consequente uso indevido por parte de agentes inseridos em instituições financeiras.

A segregação de áreas que contemplam uma instituição financeira e a restrição das informações relevantes, por si só, não assegura a eficácia do mecanismo. Muito embora essas medidas atendam ao requerido pela regulação, outras estruturas precisam ser criadas pelas instituições de modo a buscar que o Chinese Wall implementado seja de fato eficaz.

A Comissão de Valores Mobiliários, através de suas Resoluções e decisões proferidas em Processos Administrativos Sancionadores, estabelece que não basta a uma instituição que aplique o Chinese Wall sem que assegure sua devida observância. Para tanto, a instituição deve analisar a sua própria situação e os propósitos que precisam ser atingidos dentro de seu próprio negócio.

O entendimento da Comissão segue o sentido de que a depender do caso, as instituições devem aplicar medidas mais ou menos severas dentro de seu mecanismo de Chinese Wall para manter seguras as informações relevantes que transitarem em seu ambiente. Ou seja, cada instituição possui uma estrutura própria, dotada de diversas variações em diferentes esferas, o que consequentemente resultará numa variação de medidas necessárias dentro de um Chinese Wall para assegurar sua eficácia.

As medidas às quais a Comissão faz referência servem justamente para suprir as lacunas que prejudicam a eficácia do Chinese Wall. Conforme elucidado nesta pesquisa, as principais causas de ineficácia encontradas neste mecanismo estão relacionadas a sua complexidade e porosidade.

Como pudemos ver, estas causas caminham lado a lado, a complexidade sendo um fator influenciador da porosidade do mecanismo. O quanto mais diligente for sua aplicação, menor será o caráter poroso do Chinese Wall. Ainda assim, verificamos que as instituições enfrentam dificuldades para implementar o mecanismo de maneira eficaz, e acabam por sofrer como resultado de vazamentos e brechas ocorridas sob sua supervisão.

As medidas complementares propostas nesta pesquisa entram exatamente como complementos à eficiência do Chinese Wall, ajudando a assegurá-la no combate aos atos dotados de conflitos de interesses e ao *insider trading*. Começando por medidas educacionais, o que se propõe é que fique claro ao agente inserido na instituição financeira o que se pretende combater através do mecanismo, e como. Em seguida, as medidas procedimentais auxiliam a instituição a controlar os atos praticados por seus profissionais, e mitigar riscos antes que estes se tornem ilícitudes. Igualmente importante para assegurar a aplicação dessas estruturas é a instituição de uma área de compliance e de sanções aplicáveis para os casos de descumprimento, havendo assim uma forma de reforçar a devida observação do mecanismo.

Da mesma forma, a restrição ao acesso de informações à profissionais qualificados e o gerenciamento de profissionais que se encontrem de lados diferentes da barreira e de suas relações é primordial para asseverar como as informações privilegiadas são compartilhadas e como estão sendo tratadas por aqueles que às detêm.

A depender do funcionamento e estrutura de uma instituição financeira, estas medidas podem ser aprofundadas ou abrandadas, conforme a necessidade de erguimento de barreiras. Medidas mais restritivas, como a proibição de recomendação de ativos de clientes da instituição também funcionam como um complemento, se a situação assim exigir.

O que se conclui desta pesquisa é que as medidas complementares ao Chinese Wall são aquelas que permitem um melhor controle e monitoramento do mecanismo, o que permite acessar falhas de conduta dentro das instituições, bem como fiscalizações e sanções próprias sem que haja necessidade de envolvimento das esferas administrativa e judicial. É possível, através da implementação de medidas especificamente voltadas para a estrutura da instituição, caso a caso, tornar o Chinese Wall mais eficaz, permitindo que as atividades sejam executadas de forma mais segura e evitando responsabilização das instituições perante a autoridade reguladora e o sistema judiciário.

BIBLIOGRAFIA

AVICI, S. Burcu; SCHIPANI, Cindy A.; SEYHUN, H. Nejat. Eliminating Conflicts of Interests in Banks: The Significance of the Volcker Rule. **Yale Journal On Regulation**. Yale University, p. 343-381. 09 set. 2018. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1517&context=yjreg>. Acesso em: 16 nov. 2021.

B3. **B3 divulga estudo sobre o perfil dos investidores pessoa física na bolsa**. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/pessoa-fisica.htm. Acesso em: 09 out. 2021.

B3. **Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3**. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm#:~:text=N%C3%BAmero%20de%20investidores%20bate%203,meses%20de%202021%20e%202020. Acesso em: 09 out. 2021.

BINGHAM, Jeffrey. Scaling Chinese W Scaling Chinese Walls: Insights From Aftra v. JPMorgan Chase. **William & Mary Business Law Review**. Williamsburg, p. 767-794. abr. 2013. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1063&context=wmbldr>. Acesso em: 21 nov. 2021.

BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 135-150, jun. 2019. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/article/view/1008/34>. Acesso em: 17 nov. 2021.

GORMAN, Christopher M.. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? **Fordham Journal Of Corporate & Financial Law**. Fordham University School Of Law, p. 475-499. 2004.

Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1169&context=jcfl>. Acesso em: 15 out. 2021.

HANRAHAN, Pamela F. ASIC v Citigroup: Investment banks, conflicts of interest, and Chinese walls. **Private Equity, Corporate Governance And The Dynamics Of Capital Market Regulation**. Melbourne, p. 117-142. jul. 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1184482. Acesso em: 10 out. 2021.

KALANSKY, Daniel. **Chinese Wall**. Disponível em: <https://lklaw.com.br/chinese-wall/>. Acesso em: 15 out. 2021.

LORIA, Eli. A aplicação do conceito de chinese wall no mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, [s. l], v. 90, n. 23, p. 93-121, out. 2020.

MCVEA, Harry. **Financial Conglomerates and the Chinese Wall**. Oxford: Clarendon Press, 1993. 271 p.

MUNIZ, Pedro Henrique Gomes; KOBUS, Renata Carvalho. NECESSIDADE DA REPRESSÃO AO INSIDER TRADING. **Administração de Empresas em Revista, Curitiba**, v. 4, n. 22, p. 188-213, 28 ago. 2020.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. 176 p.

OVERLAND, Juliette. All In All, Just Another Brick In The Wall: The Use of Chinese Walls as a Defence To Insider Trading. **The Journal Of Applied Research In Accounting And Finance**. The University Of Sidney, p. 2-14. 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985721. Acesso em: 16 nov. 2021.

PELUSO, Daniela. Turning a blind eye: The complicit trespassing of 'Chinese walls' in financial institutions in New York. **Critique Of Anthropology**. University Of Kent, p. 438-454. out. 2020. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/346179852_Turning_a_blind_eye_The_complicit_trespassing_of_'Chinese_walls'_in_financial_institutions_in_New_York. Acesso em: 19 nov. 2021.

PETERS, Anne; HANDSCHIN, Lukas; HÖGGER, Daniel. **Conflict of Interest in Global, Public and Corporate Governance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012. 470 p. Disponível em: https://www.google.com.br/books/edition/Conflict_of_Interest_in_Global_Public_an/NMKClYPzyMkC?hl=pt-BR&gbpv=1. Acesso em: 10 out. 2021.

SEYHUN, H. Nejat. Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms. **Journal Of Law, Economics & Policy**. University Of Michigan, p. 369-408. 13 jun. 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1016865. Acesso em: 16 nov. 2021.

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2451, de 27 de novembro de 1997**. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Brasília, DF, Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1997/pdf/res_2451_v1_O.pdf. Acesso em: 09 out. 2021.)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2486, de 30 de abril de 1998**. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Brasília, DF, Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2486_v1_o.pdf. Acesso em: 09 out. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 18/01**. Indiciados: Banco Fator S/A e outros. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf. Acesso em: 14 out. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2009/13459**. Acusados: Credit Suisse International e Credit Suisse Próprio Fundo de Investimento em Ações. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf. Acesso em: 14 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.. Brasília, DF, Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução nº 20, de 25 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 09 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução nº 21, de 25 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 426, de 28 de dezembro de 2005, a Instrução CVM nº 557, de 27 de janeiro de 2015, a Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, a Instrução CVM nº 597, de 26 de abril de 2018, a Deliberação CVM nº 51, de 25 de junho de 1987, a Deliberação CVM nº 740, de 11 de novembro de 2015 e a Deliberação CVM nº 764, de 4 de abril de 2017. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Acesso em: 09 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 21 out. 2021.