

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

FELIPE GASPAR OLIVEIRA

***INSIDER TRADING: O COMPORTAMENTO DA CVM E A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS***

Porto Alegre

2017

FELIPE GASPAR OLIVEIRA

***INSIDER TRADING: O COMPORTAMENTO DA CVM E A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS***

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissional, área de concentração Economia.

Orientador: Prof. Dr. Giacomino Balbinotto Neto

Porto Alegre

2017

CIP - Catalogação na Publicação

Oliveira, Felipe Gaspar
Insider trading : o comportamento da CVM e a
governança corporativa das companhias abertas
brasileiras / Felipe Gaspar Oliveira. -- 2017.
98 f.

Orientador: Giácomo Balbinotto Neto.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,
BR-RS, 2017.

1. Insider trading. 2. Governança corporativa. 3.
Assimetria de informação. 4. Disclosure. I.
Balbinotto Neto, Giácomo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

FELIPE GASPAR OLIVEIRA

***INSIDER TRADING: O COMPORTAMENTO DA CVM E A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS***

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissional, área de concentração Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 07 de abril de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Giacomino Balbinotto Neto – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Guilherme Kirch
UFRGS

Prof. Dr. Ernani Ott
UNISINOS

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner
Unifin

RESUMO

O objetivo da dissertação é analisar a estrutura de proteção das companhias brasileiras de capital aberto em relação ao *insider trading* que, consiste na utilização de informações relevantes sobre as empresas, por pessoas que, por força de sua atividade profissional, conhecem aspectos fundamentais dos negócios das companhias e usam essa vantagem para negociar as ações dessas empresas antes que tais informações sejam de conhecimento do mercado em geral. A proposta do estudo está em responder a seguinte questão: tendo em vista os casos de *insider trading* julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre 2002 e 2014, de que forma as práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras influenciaram na decisão da autarquia de punir/absolver os seus administradores? Desta forma, analisam-se os processos administrativos sancionadores instalados pela CVM, nos quais administradores de companhias de capital aberto brasileiras foram acusados de negociar ações com informação privilegiada e, assim, evidencia-se o papel da estrutura de governança corporativa das sociedades no processo de punição ou absolvição dos agentes. As consequências econômicas para as companhias abertas que possuem agentes envolvidos na prática de *insider trading* justificam o presente trabalho. Quando há a ocorrência deste tipo de evento relacionado à determinada companhia, fica clara a fragilidade dos mecanismos de governança corporativa desta empresa e, conseqüentemente, o mercado precifica tais condições através da desvalorização das ações. Além disso, os escândalos gerados pela publicidade dos casos de *insider trading* podem, no limite, impactar os resultados operacionais de uma empresa, tendo em vista o tamanho dos impactos tangíveis e intangíveis, ligados ao nome, marca e reputação das companhias. No que tange ao posicionamento de uma empresa brasileira de capital aberto em relação ao *insider trading*, constatou-se, através da análise dos julgados da CVM entre 2002 e 2014, que ele se materializa nas efetivas práticas das sociedades e não, simplesmente, no nível de governança corporativa no qual a companhia transaciona seus valores mobiliários. A adoção das práticas sugeridas que, por sua vez, permeiam as faces preventivas, de monitoramento e de reação ao ilícito, mitiga consideravelmente o risco de dano à reputação das companhias que as adotarem e, concomitantemente, evita a responsabilização individual de conselheiros e diretores. A experiência brasileira, do período de 2002 a 2014, indica que a compreensão da atuação da CVM no combate ao *insider trading* aumenta na medida em que o número de processos sancionadores expande e, conseqüentemente, se amplia a base de dados de precedentes sobre o assunto. Por fim, o constante monitoramento das discussões sobre o assunto, a ampliação da

análise estatística de casos julgados de *insider trading* no país e do comportamento do órgão regulador brasileiro, munem os responsáveis pela gestão das companhias de capital aberto de direcionamentos estratégicos para a elaboração de planos de ação eficientes, a fim de mitigar o risco a que administradores estão expostos em função de seus cargos.

Palavras-chave: Insider trading. Governança corporativa. Assimetria de informação. Disclosure.

ABSTRACT

The objective of this thesis is to analyze the protection structure of Brazilian publicly-held companies against insider trading, which consists of using relevant information about companies by people who, due to their professional activity, are aware of fundamental aspects of the companies' businesses and use this advantage to trade shares of such companies before such information is disclosed to the market. The study proposal is to answer the following question: considering the cases of insider trading judged by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) between 2002 and 2014, how the corporate governance practices of Brazilian publicly-held companies influenced the decision of the CVM in punishing/acquitting their executives? Thus, the administrative sanctioning processes installed by the CVM were analyzed, in which managers of Brazilian publicly-held companies were accused of dealing with insider information. Therefore, the role of the companies' corporate governance structure in the decision-making process of punishment or acquittal of the executives is evidenced. The economic consequences for companies that have executives involved in insider trading justify this study. When this type of event is related to a particular company, the fragility of the corporate governance mechanisms of this company is highlighted and, consequently, the market evaluates such conditions through the shares pricing. At worst, the backlash generated by insider trading may impact the operating results of a company, given the considerable tangible and intangible impacts linked to the companies' name, brand and reputation. Regarding the position of a Brazilian publicly-held company in relation to insider trading, it was verified through the analysis of CVM judgments (2002-2014) that it materializes in the effective practices and not simply in the level (BM&FBOVESPA criteria) of corporate governance in which the company transacts its securities. The adoption of prevention, monitoring and reaction suggested practices, mitigates considerably the risk of damaging the reputation of companies and, at the same time, avoids individual liability for directors and officers. The Brazilian experience, from 2002 to 2014, indicates that the understanding of the CVM's action in combating insider trading increases as the number of sanctioning processes expands and, consequently, the database of precedents on the subject is expanded. Finally, the constant monitoring of the discussions on the subject, the expansion of the statistical analysis of insider trading cases in Brazil and of Brazilian regulator behavior provide the managers strategic directions to the elaboration of efficient action plans in order to mitigate the risk to which managers are exposed based on their positions.

Keywords: Insider trading. Corporate Governance. Asymmetry of Information. Disclosure.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Mercado brasileiro secundário de ações	19
Figura 2 - Segmentos de listagem da BM&FBOVESPA	21
Figura 3 - Interação entre as instituições no combate ao <i>insider trading</i>	27
Figura 4 - Estrutura básica de uma sociedade anônima.....	29
Figura 5 - Estrutura mínima do ilícito pela Lei nº 6.404/76.....	35
Figura 6 - Estrutura mínima do ilícito pela Lei nº 6.385/76.....	37
Figura 7 - Estrutura mínima do ilícito pela Instrução CVM 31/84	37
Figura 8 - Normas e sanções aplicáveis.....	39
Figura 9 - Reconstrução dos critérios de condenação do ilícito pela Lei nº 6.404/76.....	63
Figura 10 - Presunção da CVM conforme categoria de <i>insider</i>	65
Figura 11 - Processo de estratificação para análise	69

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Termos de Compromisso em casos de <i>insider trading</i> entre 2002 e 2014	41
Gráfico 2 - Casos julgados na CVM entre 2002 e 2014.....	54
Gráfico 3 - Número de casos de <i>insider trading</i> julgados pela CVM, por ano, no período de 2002 a 2014.....	54
Gráfico 4 - Número de indiciados na CVM pela prática de <i>insider trading</i> no período de 2002 a 2014.....	55
Gráfico 5 - Posição dos indiciados na CVM pela prática de <i>insider trading</i>	56
Gráfico 6 - Posição dos indiciados na CVM, por tipo, pela prática de <i>insider trading</i>	56
Gráfico 7 - Casos com indiciados punidos e absolvidos	58
Gráfico 8 - Casos julgados e indiciados punidos por ano	58
Gráfico 9 - Punições e posições dos indiciados.....	60
Gráfico 10 - Estimativa de ganhos obtidos/prejuízo evitado por indiciados punidos ou absolvidos	61
Gráfico 11 - Razão entre o valor da multa aplicada e o ganho obtido ou prejuízo evitado.....	62
Gráfico 12 - Número de PAS, empresas e administradores indiciados entre 2002 e 2014.....	70
Gráfico 13 - Perfil das empresas (setores) e dos administradores (cargos).....	70
Gráfico 14 - Informações privilegiadas utilizadas por caso	71
Gráfico 15 - Informações privilegiadas utilizadas pelos indiciados punidos	72
Gráfico 16 - Tempo (anos) entre a data da 1ª operação do agente e da decisão da CVM.....	73
Gráfico 17 - Evolução do quadro de funcionários da CVM.....	74
Gráfico 18 - Indiciados punidos x indiciados absolvidos.....	75
Gráfico 19 - Punições e cargos dos administradores.....	76
Gráfico 20 - Punições aplicadas a administradores	77
Gráfico 21 - Punições e tempo para decisão da CVM.....	77
Gráfico 22 - Punições e níveis de governança corporativa	79

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	11
2	MERCADO DE CAPITAIS E SUAS PRINCIPAIS INSTITUIÇÕES	17
2.1	BM&FBOVESPA – A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA	18
2.1.1	<i>Segmentos de Listagem.....</i>	20
2.1.2	<i>Autorregulação e a BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados.....</i>	22
2.2	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).....	24
2.2.1	<i>Interação com a BSM e com o Ministério Público.....</i>	27
2.3	SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS	28
3	<i>INSIDER TRADING: DEFINIÇÃO E CATEGORIAS</i>	32
3.1	TRATAMENTO LEGAL DO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL.....	34
3.1.1	<i>Norma Societária – Lei nº 6.404/76</i>	34
3.1.2	<i>Norma Penal – Lei nº 6.385/76</i>	36
3.1.3	<i>Norma Administrativa – Instruções CVM</i>	37
3.1.4	<i>Termos de Compromisso</i>	40
3.2	NORMAS INTERNACIONAIS SOBRE <i>INSIDER TRADING</i>	42
3.3	POLÊMICA ACERCA DO TEMA.....	44
3.4	ASSIMETRIA INFORMACIONAL E O CONCEITO <i>FULL AND FAIR</i> <i>DISCLOSURE</i>	49
4	VISÃO GERAL DO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL ENTRE 2002 E 2014....	53
4.1	<i>INSIDER</i> NA ATIVIDADE PUNITIVA DA CVM.....	53
4.2	INDICIADOS POR <i>INSIDER</i>	55
4.3	PUNIÇÃO DA CONDUTA	57
4.4	RECONSTRUÇÃO DOS CRITÉRIOS MÍNIMOS À CONDENAÇÃO.....	63
4.4.1	<i>Utilização de Informação Relevante Sigilosa.....</i>	63
4.4.2	<i>Objetivo de Auferir Vantagem e Provas</i>	66
5	ANÁLISE DOS CASOS DE <i>INSIDERS</i> PRIMÁRIOS: ADMINISTRADORES	68
5.1	DADOS GERAIS	68
5.2	INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS UTILIZADAS	71
5.3	ATUAÇÃO DA CVM.....	73
5.4	PUNIÇÕES NOS CASOS JULGADOS	75
5.5	A INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS NAS DECISÕES DA CVM	78

5.5.1	<i>Case Lupatech S.A. - Práticas de Governança Influenciaram Positivamente</i>	80
5.5.2	<i>Case Grazziotin S.A. - (Falta de) Práticas de Governança Influenciaram Negativamente</i>	81
5.6	MELHORES PRÁTICAS DE CONDUTA	82
5.6.1	<i>Elaboração/Revisão das Políticas de Negociação de Valores Mobiliários</i>	84
5.6.2	<i>Chinese Wall e Manuais Internos de Compliance</i>	85
5.6.3	<i>Programas Individuais de Investimentos (PIIs)</i>	87
5.6.4	<i>Construção de Provas</i>	88
5.6.5	<i>Cuidado na Avaliação de Fatos Relevantes</i>	89
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	92
	REFERÊNCIAS	94

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foi propiciado pelo cenário econômico interno, notadamente a partir dos anos 2000, fortalecido pela estabilização da inflação e pela melhora no perfil de endividamento público do país. Com a evolução das empresas e a expansão dos negócios, surgia a necessidade de crédito e de uma estrutura de capital que permitisse o aumento da escala produtiva. Nesse quadro, o processo de abertura de capital das sociedades foi impulsionado, o número de acionistas aumentou, a necessidade de uma administração profissional tornou-se evidente, ou seja, a atenção dos investidores para a estrutura de governança corporativa dessas organizações se intensificou.

Neste contexto, começa a ganhar espaço o conceito das melhores práticas de governança corporativa - mecanismo que busca mais transparência, disciplina, prestação de contas e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas. Conforme Rossetti e Andrade (2014), esses mecanismos têm evoluído com foco na questão da relação entre acionistas, administradores e conselheiros, e as práticas de governança corporativa objetivam, por princípio, minimizar os conflitos de interesses entre esses três atores sociais nas empresas.

Assim, o objetivo desta dissertação é analisar a estrutura de proteção das companhias brasileiras de capital aberto em relação ao *insider trading* que, conforme Eizirik et al. (2008), consiste na utilização de informações relevantes sobre as empresas por pessoas que, por força de sua atividade profissional, conhecem aspectos fundamentais dos negócios da companhia para negociar as ações antes que tais informações sejam de conhecimento do mercado em geral.

A proposta do estudo está em responder a seguinte questão: tendo em vista os casos de *insider trading* julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre 2002 e 2014, de que forma as práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras influenciaram na decisão da CVM de punir/absolver os seus administradores?

Com a finalidade de identificar e analisar as formas que as companhias abertas brasileiras possuem para se proteger de uma das práticas que é considerada criminosa no Brasil - o *insider trading* – propõe-se, nesse estudo, analisar os processos administrativos sancionadores instalados pela CVM, nos quais administradores de companhias de capital aberto brasileiras foram acusados de negociar ações com informação privilegiada, e evidenciar o papel da estrutura de governança corporativa das sociedades no processo de punição ou absolvição dos agentes.

De acordo com Eizirik et al. (2008), considera-se informação privilegiada a que: refere-se a um fato, não a meramente rumores, com caráter de materialidade e objetividade mínimas, capaz de permitir sua utilização por um investidor médio; não está disponível para o público, isto é, reservada a um círculo restrito de pessoas; é *price-sensitive*, ou seja, caso divulgada, poderia influenciar a cotação das ações; é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores.

As consequências econômicas para as companhias abertas que possuem agentes envolvidos na prática de *insider trading* justificam o presente trabalho. Quando há a ocorrência deste tipo de evento relacionado à determinada companhia, fica clara a fragilidade dos mecanismos de governança corporativa desta empresa e, conseqüentemente, o mercado precifica tais condições através da desvalorização das ações e a consecutiva perda de valor de mercado. Os escândalos gerados pela publicidade dos casos de *insider trading* podem, no limite, impactar os resultados operacionais de uma empresa, tendo em vista o tamanho dos impactos tangíveis e intangíveis, ligados ao nome, marca e reputação das companhias.

Ademais, o trabalho faz-se importante na medida em que a percepção de que há grande número de operações realizadas com informações privilegiadas no Brasil limita a atratividade do mercado para os investidores estrangeiros, investidores institucionais e até mesmo para os investidores de menor porte, o que indubitavelmente reduz a capacidade de crescimento do mercado de capitais brasileiro, e deteriora a dinâmica da economia do país¹.

É inegável que o *mainstream*, ou seja, a corrente principal dentre os autores que já analisaram o tema e da doutrina contemporânea, defenda que a prática do *insider trading* deve ser altamente combatida pelos agentes de mercado, em especial, pelo órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários, para o caso brasileiro. Entretanto, deve-se destacar que, além do pioneirismo de Henry Manne (1966), há reconhecidos autores como Carlton e Fischel (1983), Bainbridge (1998), McGee (2004), Aktas, De Bodt e Van Oppens (2007), dentre outros, que questionaram a eficiência do combate ao agente que pratica o uso de informação privilegiada para negociação de valores mobiliários. Além disso, questionam também em até que ponto este infrator causa efetivamente prejuízo ao mercado de capitais. Estes

¹ Em um trabalho realizado com o objetivo de verificar evidências consistentes com a visão de Shumpeter de que o sistema financeiro pode estimular o crescimento econômico, Levine e King (1993) apresentaram uma análise *cross-country* utilizando dados de 80 países entre 1960-1989, concluindo que diversas medidas como: o tamanho do setor financeiro em relação ao PIB, o volume de crédito concedido pelo governo, o montante de crédito concedido ao setor privado da economia em relação ao total de crédito na economia e em relação ao PIB, apresentaram forte relação com a taxa de crescimento econômico.

contrapontos também serão expostos ao longo do presente estudo, de forma a explorar os diversos pontos de vista acerca do assunto.

O fato é que, desde 2001, através da promulgação da Lei nº 10.303/01, o *insider trading* é considerado crime no Brasil (BRASIL, 2001). Desde então, o legislador brasileiro entendeu por aplicar, além de sanções administrativas, sanções civis e penais aos agentes que praticam o ilícito. Do ponto de vista da CVM (2002), comete o ilícito de *insider trading* aquele que utiliza informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado, para auferir vantagem na negociação com valores mobiliários, ainda que a operação não resulte em lucro.

Os Estados Unidos é o país que possui o maior número de casos comprovados de *insider trading* e, por isso, o arcabouço societário norte-americano acerca do tema é, de longe, o mais desenvolvido. Os demais países procuram se basear, copiar, adaptar o tratamento que lá é dado ao tema. Reconhecidamente, o Brasil é um dos países que procurou, antes de tudo, aprender com a experiência norte-americana, para que fossem elaboradas normas e legislações nas diversas instituições ligadas ao mercado, com o intuito de combater a referida prática.

Conforme Prado e Vilela (2015), quando se comparam os dados quantitativos relativos aos casos de *insider* no mercado brasileiro com os ocorridos no mercado norte-americano, tanto em termos de número de condenações quanto em montante das multas pecuniárias aplicadas, tem-se a impressão de que a repressão a esta prática ainda não é discutida no país de forma ampla e com a incorporação das especificidades do mercado de capitais do Brasil. Desta forma, torna-se relevante que um dos objetivos específicos do estudo seja o de ampliar a discussão acerca do tema.

Na medida em que cresce o número de processos sancionadores julgados sobre este tema no Brasil, a base de dados de precedentes no país expande-se, permitindo uma análise e compreensão mais apurada da forma de atuação da CVM na repressão ao ilícito de *insider trading*. Esta expansão de estatísticas e discussões fornece aos gestores das companhias direcionamentos para a construção de estratégias eficientes de mitigação do risco a que administradores e colaboradores estão sujeitos, em função de seus cargos.

No Brasil, a CVM atua em parceria com a BM&FBOVESPA - a bolsa de valores brasileira - na identificação de movimentações que são apontadas como estranhas ao que normalmente acontece no dia-a-dia do mercado de capitais. Certamente, o ponto mais difícil para o órgão regulador é provar que tal ganho obtido por determinado agente foi gerado por uma informação privilegiada da empresa emissora dos ativos que foram negociados.

Diante da dificuldade em construir a prova desta prática e seguindo tendências internacionais, a CVM reforçou o entendimento de que recai sobre os *insiders* internos, como por exemplo, conselheiros e diretores, uma presunção de posse da informação privilegiada em função de suas posições dentro da empresa. Assim, evidencia-se que o modo com que as companhias abertas brasileiras tratam o tema internamente é estratégico para o cumprimento de seus objetivos e de sua perenidade.

Considerando o contexto abordado e a disponibilidade de informação sobre o tema em questão, observam-se os seguintes dados, extraídos da análise quantitativa dos processos julgados pelo órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, envolvendo *insider trading*, os quais devem ser considerados anteriormente à análise mais aprofundada. Desta forma, evidenciam-se os fatos estilizados a seguir:

Fato 1: a cada dez investigados em casos de *insider trading* no Brasil, menos de três acabaram sendo efetivamente punidos entre 2002 e 2014.

A análise quantitativa dos processos administrativos sancionadores relacionados ao crime de *insider trading* permite constatar que, dos 187 agentes investigados, apenas 51 deles, ou 27%, receberam algum tipo de punição. Conforme Prado e Vilela (2015), este número modesto de punições advém de falhas acusatórias como a inexistência de provas e a utilização excessiva de pressuposições, e é considerado ruim por diversos motivos. Entre os principais, está o fato dos recursos financeiros da Comissão de Valores Mobiliários, que poderiam ser direcionados para outros processos, terem sido utilizados sem que se obtivesse um resultado efetivo. E, em segundo lugar, está a perda de credibilidade da atividade sancionatória, já que se constata que, probabilisticamente, o resultado mais provável é a absolvição.

Fato 2: dentre o universo de indiciados punidos por *insider trading* no período analisado, 29% eram administradores de companhias abertas.

O universo de punidos em casos de *insider trading* entre 2002 e 2014 foi de 51 indiciados, destes, 23 possuem algum vínculo com a companhia emissora, com destaque para os administradores (conselheiros de administração ou diretores), que representam 29% de todos os indiciados. Segundo Prado e Vilela (2015), o número expressivo de administradores punidos pela CVM está relacionado à presunção de posse de informação privilegiada pelos cargos que ocupam, diferentemente do que ocorre com *insiders* externos e de mercado, por exemplo, onde o ônus da prova é da CVM. Assim, para esses *insiders* internos, há a vedação absoluta da negociação em caso da existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, o que facilita o processo acusatório da CVM quando restar comprovado que o administrador negociou ações em período vedado.

Fato 3: foi de 50% a razão entre administradores absolvidos e punidos que trabalhavam para empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

O Novo Mercado é classificado pela BM&FBOVESPA como o mais alto nível de governança corporativa, no qual as companhias abertas podem, voluntariamente, aderir por decisão de seus acionistas. Entretanto, verificou-se que o simples fato de a empresa ter suas ações negociadas neste nível e, conseqüentemente, ter aderido a uma série de características especiais desse segmento de listagem, não foi suficiente para a CVM absolver em maior número os administradores que nessas empresas trabalhavam. Destaca-se que esta constatação não significa que boas práticas de governança corporativa não foram importantes no processo decisório da autarquia que julga os casos de *insider trading*. Entretanto, foi necessária a análise qualitativa de processos administrativos sancionadores para se constatar este fato.

Para atingir os objetivos propostos, o estudo tem, além desta introdução e da conclusão, quatro outros capítulos. No primeiro, de forma a dimensionar e contextualizar o tema, são expostas as principais características do mercado onde ocorrem as operações de *insider trading*: o de ações. Ainda neste capítulo, são apresentados os papéis da CVM, da BM&FBOVESPA e do Ministério Público no combate ao ilícito no país, além do funcionamento das sociedades anônimas e seus principais órgãos da administração.

No capítulo segundo, é realizada a revisão bibliográfica sobre *insider trading*, a exposição do seu tratamento legal no Brasil à luz das normas internacionais, além da apresentação das principais polêmicas que contornam o tema. Com efeito, são abordadas as questões referentes à assimetria informacional no mercado de ações e, assim, o conceito *full and fair disclosure*.

No terceiro capítulo, são analisados dados dos casos de *insider trading* no Brasil no período de 2002 a 2014, conforme apuração do Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Desta maneira, é possível obter um panorama geral sobre o tema, identificando: quantos processos foram julgados pela CVM neste período, quais foram as punições dadas aos infratores nestes casos, os valores pagos no caso de sanções pecuniárias, as relações entre os ganhos obtidos pelos *insiders* e suas respectivas multas, dentre outras informações.

No capítulo quarto, é aprofundado o estudo dos casos de *insider trading* no país, nos quais foram envolvidos *insiders* internos primários, isto é, administradores de sociedades anônimas de capital aberto. Ademais, foi analisado o comportamento da CVM com relação a estes casos, assim como a influência das estruturas e práticas de governança corporativa das empresas no processo de decisão do órgão regulador brasileiro. Por fim, à luz do que foi

apresentado, é proposta a adoção de algumas condutas por parte das companhias brasileiras, com a finalidade de promover o fortalecimento de suas estruturas de proteção contra esta prática considerada ilícita no Brasil.

Para que se possa promover um estudo sobre *insider trading* sob a perspectiva empresarial, faz-se necessário analisar, primeiramente, os principais aspectos do mercado de capitais brasileiro, onde essas sociedades e agentes estão inseridos.

2 MERCADO DE CAPITAIS E SUAS PRINCIPAIS INSTITUIÇÕES

A função econômica essencial do mercado de capitais é aproximar a parte deficitária, também conhecida como “tomadores”, da parte superavitária, ou “poupadores/investidores”, permitindo que empresas captem recursos não exigíveis para financiar e permitir a viabilidade de seus projetos ou alongar o prazo de suas dívidas. Além de permitir a capitalização das empresas, o mercado de capitais ainda possui a função de transformar a natureza dos riscos envolvidos nas operações de investimento ao permitir que se converta uma série de investimentos de alto risco de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos².

O mercado de ações é composto por títulos representativos do capital social de empresas (ações), sem participação de intermediários bancários. O detentor de uma ação é um dos proprietários da empresa e, como tal, têm o direito de participar na distribuição de seus resultados, proporcionalmente ao número de ações que detém. Segundo Cavalcante Filho e Misumi (1998), a compra de participações pressupõe a noção de risco, visto que todos os demais credores da empresa são preferenciais em relação aos acionistas. A motivação dos acionistas é a expectativa de lucro, o qual se espera, de maneira geral, ser maior do que a taxa de juros praticada no mercado de crédito.

A substituição dos acionistas de uma companhia, sem alteração do contrato social, é viabilizada pelo mercado de ações. A fim de aprofundar a questão, Fortuna (2010) afirma que o mercado de ações pode ser dividido em dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário. Verifica-se a ocorrência de *insider trading* tanto no segmento primário, quanto secundário, por isso a importância da compreensão de ambos para a continuidade do presente trabalho.

No primeiro, caracteriza-se a abertura de capital, onde ocorre a emissão de títulos pela própria empresa e a oferta deles ao público pela primeira vez. Segundo Eizirik et al. (2008), é no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais. Os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão utilizá-los em seus projetos de investimentos.

No segundo segmento, através da bolsa de valores, as ações já emitidas são comercializadas entre seus proprietários e outros investidores. As operações no mercado

² Segundo Pinheiro (2009), o mercado de capitais é essencial para o crescimento econômico, pois propicia mais opções de financiamento para as empresas, diminui o custo desses financiamentos, diversifica e distribui o risco entre os aplicadores e democratiza o acesso ao capital.

secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários.

Frisa-se que o mercado primário teria sua existência ameaçada caso não existisse o mercado secundário, pois faltaria incentivo aos investidores a subscreverem novas ações (primário) ao saberem da impossibilidade de negociarem esses títulos com terceiros (secundário) no futuro. Ademais, a cotação das ações de uma companhia no mercado secundário, isto é, o valor pelo qual são negociadas, constitui um parâmetro fundamental para que se calcule o preço de emissão das novas ações no mercado primário (BRASIL, 1976b).

Portanto, não há entrada de novos recursos para as companhias emissoras através do mercado secundário. Por outro lado, este segmento possui função essencial na lógica do mercado de valores mobiliários, garantindo, assim, liquidez às ações emitidas e permitindo que seus compradores as alienem com relativa facilidade e velocidade.

2.1 BM&FBOVESPA – A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

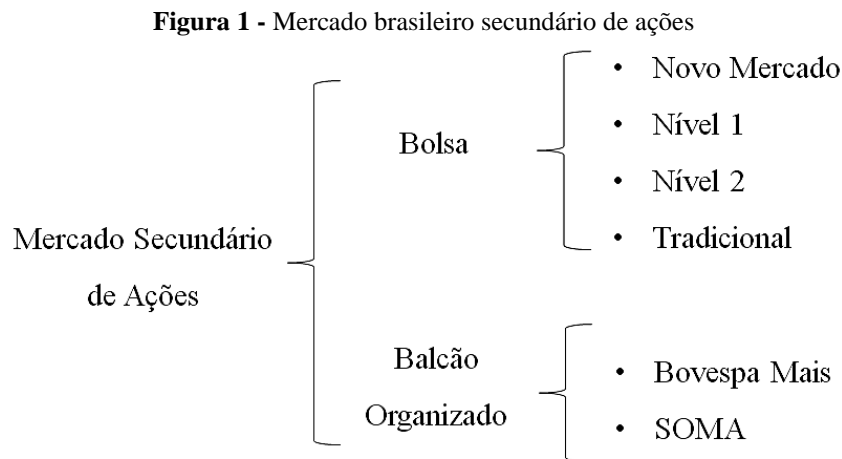
As bolsas de valores são as entidades que centralizam e coordenam as operações no mercado secundário, dotadas atualmente, em sua maioria, de sistemas de pregão eletrônicos, mediante os quais se assegura a continuidade das operações e a divulgação instantânea dos preços praticados. Além disso, disponibilizam os serviços de custódia e transferência das ações das companhias nelas listadas (EIZIRIK et al., 2008).

A BM&FBOVESPA é uma instituição auxiliar do Sistema Financeiro Nacional, tendo como principal função a de colocar em contato os participantes do mercado financeiro brasileiro. Segundo Fortuna (2010), a Bovespa é a responsável pela operacionalização do mercado de ações do Brasil. Ainda, o autor esclarece que a abertura de capital de uma empresa, pode ocorrer através de ofertas públicas ou privadas de ações. A primeira ocorre através de Oferta Inicial de Ações (em inglês, IPO – *Initial Public Offering*). Já a segunda, pode ser nas modalidades *private equity* ou *private placement*.

A IPO possui objetivos distintos dependendo do mercado em que ocorre. Quando esta se dá pelo mercado primário, “a empresa emissora oferece novas ações para obter recursos. Já o lançamento público via mercado secundário ocorre por meio da oferta de um lote de ações que os atuais acionistas da empresa possuem” (PINHEIRO, 2009). Nesse caso, o objetivo pode ser tanto para promover a pulverização das ações no mercado como capitalizar os acionistas originais.

Pinheiro (2009) destaca que a oferta privada via *private equity* visa o acesso de um único ou de um número restrito de investidores e prevê a venda tanto de participação minoritária como do controle organizacional – passo intermediário a um IPO ou operação de fusão e aquisição – e pode ser um meio para monetização dos acionistas. Por sua vez, a modalidade de oferta privada via *private placement* visa acessar um número restrito de investidores e prevê a venda de participação minoritária como passo intermediário a um IPO ou operação de fusão e aquisição. O foco principal nessa modalidade é a alienação de novas ações e o uso dos recursos captados destina-se, principalmente, ao financiamento de expansões ou implantação de plano de negócio da companhia.

Conforme Rossetti e Andrade (2014), o mercado secundário de ações brasileiro é dividido em “Bolsa” e “Balcão Organizado”, esquematizado na figura 1 a seguir:



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Conforme anteriormente ilustrado, o “Balcão Organizado”, conforme Rossetti e Andrade (2014) é subdividido em:

- a) Bovespa MAIS (Mercado de Ações para o Ingresso de S.As.): tem como objetivo principal criar um ambiente para inserir as companhias que tenham como estratégia o gradual acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua exposição a esse mercado e apoiando sua evolução em termos de ampliação de base acionária, liquidez e transparência;
- b) Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA): tem como objetivo fazer com que o mercado de capitais seja acessível às empresas de menor porte. A SOMA é uma sociedade anônima de capital fechado responsável pela administração do mercado de balcão organizado brasileiro.

Conforme Rossetti e Andrade (2014), a companhia deve informar à Comissão de Valores Mobiliários se deseja que suas ações sejam negociadas em bolsa de valores ou não, no momento que decidir captar recursos através da abertura de capital. Caso optar pela segunda alternativa, a empresa terá suas ações negociadas no balcão organizado.

2.1.1 Segmentos de Listagem

A partir de dezembro de 2000, a bolsa de valores brasileira implantou os segmentos especiais de listagem que revelam o comprometimento das companhias que, voluntariamente a eles aderem, em adotar melhores práticas de governança corporativa, a partir da implementação, em suas estruturas societárias, de regras mais rígidas do que aquelas previstas na legislação vigente (EIZIRIK et al., 2008).

Segundo Rossetti e Andrade (2014), a sinalização dessa iniciativa não difere da emitida pela CVM, quando das edições de seu guia sobre o assunto: os institutos das sociedades anônimas por ações e o modelo do mercado acionário brasileiro têm “vícios de origem” difíceis de serem removidos por reformas da lei.

Isso porque, as leis criadas na década de 1970, que disciplinam o mercado de capitais até hoje, abordadas e aprofundadas posteriormente, não tiveram por objetivo definir condições sólidas para a governança, mas sim, foram elaboradas à luz das seguintes questões, em síntese: criar um mercado comprador de ações, seja por incentivos fiscais, ou por via compulsória; manter o órgão regulador do mercado sob o controle do Estado; e, por fim, atender à necessidade de financiamento das empresas via emissão de ações, mas limitando o risco de perda de controle, mantido majoritariamente por grupos familiares ou pelo Estado-empresário (ROSSETTI E ANDRADE, 2014).

Assim sendo, do ponto de vista de governança corporativa, as empresas listadas na BM&FBOVESPA estão divididas em quatro níveis. Os autores ainda explanam que os níveis diferenciados de governança corporativa definem um conjunto de normas de conduta, para empresas, administradores e controladores, considerado importante para uma boa valorização das ações. Os níveis aos quais os autores se referem são:

- a) Tradicional: as empresas que aderem a este nível estão sujeitas ao cumprimento obrigatório das determinações previstas na legislação pertinente, visando dar amplitude à divulgação de informações a seus acionistas (regras de *disclosure*);

- b) Nível 1: adicionalmente às normas e regras do nível Tradicional, as empresas devem seguir os padrões intermediários de governança corporativa estabelecidos neste nível. Uma de suas características é a adoção de mecanismos para o aumento da dispersão das ações em oferta;
- c) Nível 2: define alto padrão de governança corporativa onde compromissos societários são assumidos pela empresa e seus controladores. Neste nível, o conjunto de práticas de governança que devem ser adotados é mais amplo e os acionistas minoritários possuem direitos adicionais;
- d) Novo Mercado: determina padrões superiores de governança, gerando benefícios às empresas (melhoria da imagem institucional e menor custo de capital), aos investidores (maior transparência nos processos, mais respeito com seus direitos societários e redução de risco), ao mercado acionário (aumento de liquidez e das emissões) e ao país, pois passa a ter empresas mais competitivas, além do evidente fortalecimento do mercado de capitais.

Com a finalidade de explicitar o que as companhias adotam, voluntariamente, ao aderir a um determinado nível de governança corporativa, a figura 2 abaixo ilustra, sumariamente, o que cada nível oferece em relação à listagem tradicional:

Figura 2 - Segmentos de listagem da BM&FBOVESPA

	Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	Não há regra	No mínimo 25%	No mínimo 25%	No mínimo 25%
Características das ações emitidas	Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais	Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais	Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de ações ordinárias
Conselho de Administração	Mínimo de três membros	Mínimo de três membros	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes
Concessão de <i>tag along</i>	80% para ações ordinárias	80% para ações ordinárias	100% para ações ordinárias e preferenciais	100% para ações ordinárias
Adoção da câmara de arbitragem	Facultativo	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório

Fonte: BM&FBOVESPA (2016) adaptado pelo autor.

Conforme Silva e Leal (2007), a criação dos níveis de governança corporativa foi recebida com entusiasmo por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. A instituição “guardiã” das práticas de governança corporativa é a BM&FBOVESPA, e esta divide a responsabilidade com a Comissão de Valores Mobiliários. Deste modo, o Novo Mercado funciona como um “selo de qualidade” no que tange as questões de governança corporativa nas empresas de capital aberto.

2.1.2 Autorregulação e a BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

A fiscalização do mercado de capitais exclusivamente pela entidade governamental tenderia a ser mais burocrática e, conseqüentemente, ineficiente. Isso porque seria exercida por agentes, segundo Eizirik et al. (2008), que não estão diretamente envolvidos nos problemas existentes na prática dos negócios. Por autorregulação entende-se o fato de os próprios agentes do mercado serem responsáveis pela edição das normas destinadas a regular o exercício de suas atividades, pela fiscalização ao cumprimento de tais normas e pela imposição de penalidades para as irregularidades eventualmente praticadas.

Segundo os autores, esse sistema vem sendo considerado, à luz da experiência internacional, a forma mais eficaz de controle da atividade desempenhada pelas instituições intermediárias no âmbito do mercado de ações. Apesar de suas vantagens, o sistema de autorregulação do mercado de capitais pode apresentar conflitos de interesse entre as atividades reguladoras das bolsas e as operações comerciais de seus membros, além da própria bolsa. Para mitigar a ocorrência desses inerentes conflitos, as bolsas de valores vêm adotando, entre outras, as seguintes medidas: a separação de suas atividades comerciais e regulatórias, bem como a exigência de conselheiros de administração independentes em suas estruturas de gestão.

A BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), criada em 2007, é responsável pela autorregulação dos mercados organizados administrados pela BM&FBOVESPA, através da supervisão e fiscalização de seus participantes e da própria bolsa de valores brasileira, podendo aplicar penalidades, inclusive. Desta forma, sua atuação tem o objetivo de preservar a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado de valores mobiliários, bem como fortalecer sua integridade (GT INTERAGENTES³, 2016).

³ Conforme a BM&FBOVESPA (2016), o grupo de trabalho “GT Interagentes” reúne onze das mais importantes entidades relacionadas ao mercado de capitais (ANBIMA, ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAiN, IBGC, INSTITUTO IBMEC e IBRI, além de BNDES e

A atuação da BSM recai sobre os participantes que atuam no mercado de ações administrado pela BM&FBOVESPA, incluindo corretoras de valores mobiliários, distribuidoras de valores mobiliários, custodiantes etc. As sanções aplicadas pela BSM podem recair sobre as referidas instituições, bem como sobre seus respectivos administradores, empregados, operadores, representantes e prepostos.

O monitoramento dos mercados e a identificação das possíveis irregularidades são realizados diariamente em cooperação com a BM&FBOVESPA e com a CVM, que recebe alertas imediatos, como por exemplo, nos casos de indícios de *insider trading*.

A BSM monitora as ofertas e operações realizadas na BM&FBOVESPA visando detectar atipicidades que possam estar relacionadas à realização de operações irregulares, especialmente o uso indevido de informações privilegiadas e de práticas não equitativas; condições artificiais de demanda, oferta ou preço; dentre outras.

Ao identificar casos de atipicidade, a BSM dá seguimento a um processo de investigação mais aprofundada. Se necessário, a BSM pode solicitar informações, esclarecimentos e documentos aos participantes envolvidos nas operações suspeitas. Havendo indícios de irregularidades, elabora-se um relatório para descrever os fatos da investigação e os indícios de violação encontrados. Esses relatórios podem, então, ser encaminhados para adoção de alguma medida punitiva a ser aplicada no âmbito da BSM ou são encaminhados para análise da Comissão de Valores Mobiliários.

Nos casos de suspeitas de *insider trading*, tema central deste trabalho, a BSM realiza uma análise do comportamento dos investidores supostamente envolvidos nas operações e de sua relação, direta ou indireta, com indivíduos que possam ter acesso a informação relevante e privilegiada. Considerando que o poder de autorregulação da BSM não abrange investidores, o relatório produzido é também encaminhado à CVM, para que a autarquia possa tomar as medidas que entender cabíveis (investigativas e, se for o caso, sancionadoras), sem prejuízo da atuação da BSM com relação a eventual envolvimento de participantes da BM&FBOVESPA nestes ilícitos.

Caso haja indícios de irregularidades cometidas por participantes de mercado (incluindo seus administradores, prepostos, empregados, operadores e agentes autônomos), a BSM pode aplicar medidas de *enforcement* por meio de comunicações e cartas de

CVM como entidades observadoras) e pretende propor discussões e ações focadas no fortalecimento das práticas de governança corporativa das empresas e das estruturas de proteção aos acionistas.

recomendação e censura, ou instauração de processo administrativo contra os participantes envolvidos, que pode culminar na aplicação de penalidades.

Conforme GT INTERAGENTES (2016), como medidas disciplinares, a BSM pode aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa, suspensão (até noventa dias) e inabilitação temporária (até dez anos). Assim como ocorre na esfera da CVM, na BSM também é admitida a celebração de termos de compromisso que, em geral, compreendem o comprometimento do participante em adotar medidas, com vistas a evitar a repetição das ocorrências que justificaram a instauração do processo, podendo prever o pagamento de parcela pecuniária.

Com o cumprimento do termo de compromisso, o processo é encerrado. Caso a instituição não cumpra, de forma integral e adequada, a obrigação assumida no termo de compromisso, o processo administrativo é retomado, sem prejuízo de futura aplicação das penalidades cabíveis.

2.2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal e exerce papel central no sistema financeiro nacional, no qual representa um “órgão normativo [...] especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional” (FORTUNA, 2010). A importância da CVM é reforçada quando Pinheiro (2009), por exemplo, menciona que ela tem por finalidade a criação de estrutura jurídica favorável à capitalização de companhias, por meio do mercado de capitais, defesa do acionista e investidor e fortalecimento da empresa privada nacional. Criada pela Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976a), a CVM foi concebida para o fim de, entre outras funções, proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

- a) emissões irregulares de valores mobiliários;
- b) atos ilegais de administradores, acionistas controladores e de gestores de carteira de ações;
- c) o uso de informação relevante ainda não divulgada.

Cabe à Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do art. 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976a), “fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado, às

pessoas que dele participem e aos valores nele negociados.”. Destaca-se que o objetivo essencial da regulação e, por conseguinte, da CVM não é eliminar completamente os riscos de mercado de capitais, até porque lhes são inerentes, mas sim diminuir os riscos oriundos de comportamentos ilícitos, atos estes que abalam a confiança dos investidores e viabilizam a artificialidade dos preços dos títulos negociados no mercado.

Cabe ressaltar que se entende como regulação de determinado mercado “o conjunto de regras que limitam a liberdade da ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal” (EIZIRIK et al., 2008). Desta forma, o Estado manifesta, por um lado, sua intenção de não eliminar o mercado e, por outro lado, de não deixá-lo de forma inteiramente livre, sem quaisquer restrições. No caso do mercado de capitais, este controle é feito por intermédio da Comissão de Valores Mobiliários.

Entretanto, ainda segundo os autores, o sistema legal brasileiro, que disciplina o mercado de capitais, fundamenta-se no conceito de que a fiscalização e regulação das corretoras e das operações bursáteis compete, em primeiro lugar, às bolsas, cabendo à CVM supervisionar o exercício de tais poderes autorregulatórios. Desta forma, há um duplo grau de fiscalização, em que as bolsas fiscalizam as corretoras e as operações por elas realizadas, enquanto que a CVM supervisiona o exercício de tal competência por parte das bolsas.

Destaca-se que é admitida a intervenção da CVM em processos nos quais se discutam questões de direito societário e de mercado de capitais, sujeitas administrativamente à sua competência (BRASIL, 1976a). No ordenamento jurídico brasileiro, são raros os órgãos judiciais que possuem competência especializada em matéria empresarial, originando-se assim, a possibilidade designada à CVM em cooperar com o judiciário, visando a melhor adequação de suas decisões relacionadas ao mercado de valores mobiliários.

A CVM conta com o apoio das superintendências (áreas técnicas especializadas) e de recursos tecnológicos para análise de operações financeiras para manter um acompanhamento constante do mercado. Essas equipes acompanham as negociações de ações, os prazos de entrega e a adequação de documentos e relatórios divulgados pelos emissores, a composição da carteira dos fundos de investimentos etc.

De acordo com o mencionado anteriormente, a autarquia inicia seu procedimento de fiscalização pelo acompanhamento das atividades dos participantes do mercado, por meio da análise das informações disponibilizadas periodicamente e dos dados fornecidos diariamente pela BM&FBOVESPA e pela BSM.

De uma forma geral, uma vez identificados indícios de irregularidade, a superintendência responsável pode apresentar termo de acusação quando dispuser de elementos conclusivos quanto à autoria e materialidade da infração. Ao verificar-se a necessidade de trabalhos adicionais de investigação, o superintendente encaminha a proposta de instauração de inquérito administrativo ao Superintendente Geral da CVM, para deliberação.

Nos casos de processos com eventuais práticas de *insider trading*, as áreas técnicas da CVM fazem diversas indagações às companhias abertas, intermediários, investidores e bolsas de valores. Assim, para apurar a autoria e a materialidade da infração, na fase de inquérito, a área técnica da CVM pode solicitar e examinar registros e documentos e intimar pessoas para prestar informações.

Formulado o termo de acusação, inicia-se um processo administrativo sancionador (PAS), garantindo-se ao acusado apresentar sua defesa e produzir provas, sendo o processo julgado pelo Colegiado da CVM. As punições são aplicadas por meio de PAS, obedecendo ao disposto na Lei nº 6.385/76 e na Lei nº 9.784/99, que estabelece os princípios orientadores dos processos administrativos no âmbito da Administração Pública Federal, dentre os quais os seguintes: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa, publicidade e segurança jurídica (BRASIL, 1999).

Em processos administrativos sancionadores, diferentemente do que ocorre em processos judiciais, a administração acusa e julga, originando-se assim a necessidade de assegurar ao administrado o mais amplo direito de defesa (EIZIRIK et al., 2008).

Conforme a CVM (1980), o processo administrativo sancionador é dividido em duas fases: uma de investigação e outra de contraditório, que se inicia com a intimação dos indiciados para a apresentação de defesa, na qual já existe uma efetiva acusação de prática de atos ilícitos. Desta forma, para que alguém seja indiciado por *insider trading* em processo administrativo sancionador, deve ficar demonstrada a existência de indícios que houve negociação de valores mobiliários com informação privilegiada. O prosseguimento do processo, sem a existência de tais indícios, constituiria abuso de poder, anulando assim o ato administrativo.

Portanto, a CVM é o órgão regulador responsável por fiscalizar, monitorar e punir os agentes que praticam atos ilícitos no mercado de capitais brasileiro, dentre eles, o *insider trading*. Ressalta-se que a CVM considera, na aplicação das penalidades, o arrependimento eficaz ou posterior de qualquer pessoa que, de livre e espontânea vontade, confessar ou prestar informações acerca do ilícito.

2.2.1 Interação com a BSM e com o Ministério Público

A figura 3 a seguir, procura ilustrar a relação entre os principais agentes responsáveis pelo combate ao *insider trading*, desde a sua detecção até a sua efetiva condenação, no Brasil.

Figura 3 - Interação entre as instituições no combate ao *insider trading*



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

A primeira relação a se frisar é a da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados com a Comissão de Valores Mobiliários, evidenciada como ponto “a” na figura 3, detectando, através do monitoramento padrão da BSM ou por solicitação da CVM, transações que podem ter sido geradas irregularmente pela ação de *insiders* no mercado de capitais. Ao identificar essas operações, a BSM segue com um processo de investigação mais aprofundada podendo, em alguns casos, ser ela mesma a responsável em aplicar medidas punitivas, conforme anteriormente evidenciado.

Já a segunda relação, destacada como ponto “b” na figura 3, é o papel da CVM em, primeiramente, enviar as informações ao Ministério Público (MP) sobre o processo administrativo sancionador julgado pela autarquia, além de apoiá-lo no processo penal, dada a sua *expertise* em matéria empresarial. Desta forma, o MP conta com o conhecimento especializado da CVM e de seus órgãos técnicos especializados (superintendências) na composição de seu embasamento para as decisões, no que diz respeito às práticas de *insider trading*.

A Comissão de Valores Mobiliários tem seu relacionamento com o Ministério Público regulado por dispositivos legais desde sua criação, conforme Eizirik et al. (2008). A Lei nº 6.386/76 já previa que, quando o inquérito administrativo concluísse pela ocorrência de crime de ação civil pública, o Ministério Público deveria ser oficiado pela autarquia e a CVM deveria enviar os documentos necessários à comprovação do fato (BRASIL, 1976a).

O Ministério Público (MP) tem a faculdade de instaurar ação penal contra o acusado de ter cometido *insider trading*, sendo a CVM assistente de acusação ao longo do processo. Assim, além de compartilhar estudos técnicos, a CVM repassa ao MP informações,

documentos e elementos probatórios obtidos nas apurações administrativas. A disposição que a CVM tem mostrado na atuação assistencial nos processos penais, fortalece a função do Ministério Público na obtenção de condenações.

Conforme Eizirik et al. (2008), a comunicação do ilícito pela CVM ao Ministério Público, em princípio, só deveria ser realizada após o término do processo em seu âmbito administrativo, para que informações duvidosas ou incorretas não fossem antecipadamente prestadas. Entretanto, a CVM vem, em muitos casos e temendo a ocorrência de prescrição, oficiando o MP antes da conclusão do processo sancionador, o que pode, com efeito, gerar dano à imagem dos acusados, mesmo antes de a culpa na esfera administrativa restar comprovada, ou seja, prematuramente.

A primeira condenação penal, pela prática de *insider trading* no Brasil, ocorreu em 2011, quando o Ministério Público obteve a condenação de dois ex-executivos da Sadia. Em 2013, em linha com o entendimento do MP, o Tribunal Regional Federal julgou os recursos referentes a este caso e reformou a decisão da primeira instância para aumentar as penas de prisão, reconhecer a existência de um dano moral coletivo, além de manter as multas fixadas pelas primeiras instâncias.

As penas na esfera penal são aplicadas independentemente das multas que a CVM aplicou no caso. Desta forma, conforme Stocche (2014), a decisão do Tribunal Regional Federal do caso Sadia é particularmente relevante por ter afastado qualquer dúvida quanto à competência da Justiça Federal para processar casos de *insider*, ratificando a atuação ativa do Ministério Público.

Assim, resta clara a importância da interação entre os agentes em todas as fases do combate contra a prática de *insider trading*. Uma atuação conjunta desses órgãos proporciona, ao mercado de capitais brasileiro, o nível de segurança necessário para atrair investidores nacionais e estrangeiros, tornando-o uma alternativa eficaz de financiamento para os investimentos das companhias que abrem seu capital.

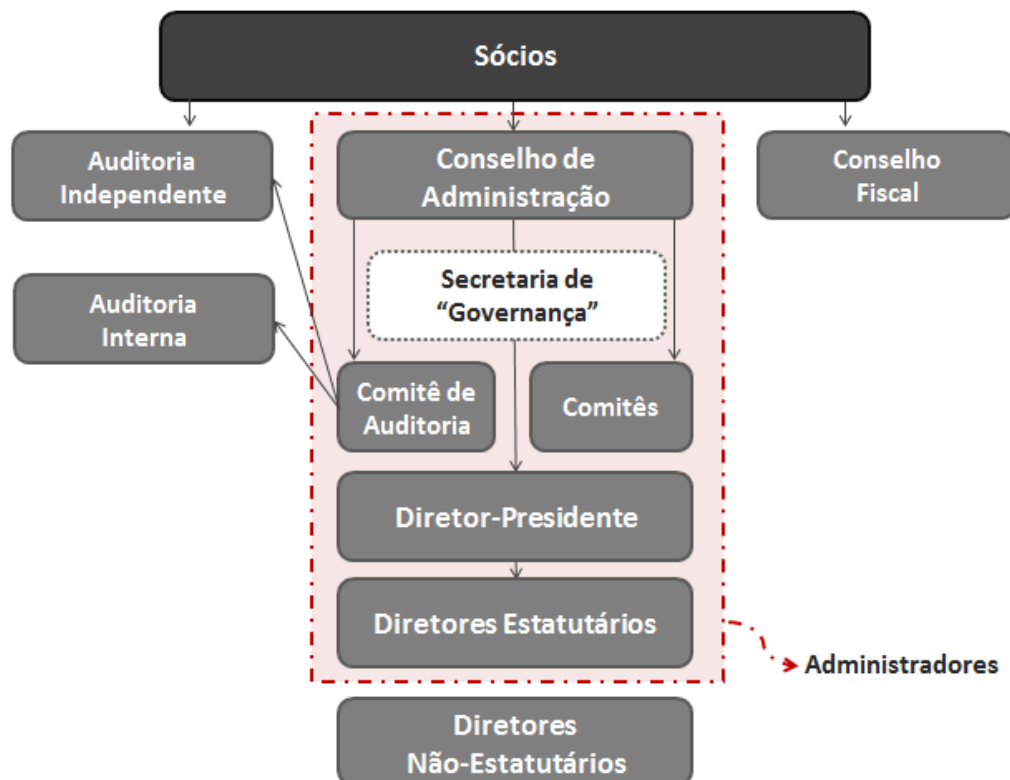
2.3 SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

A primeira sociedade por ações do Brasil foi criada em 1808, o Banco do Brasil. Cerca de quarenta anos depois, surgiu a primeira regulamentação das sociedades por ações, o Decreto nº 575, de 1849, o qual exigia a prévia autorização administrativa para a constituição das sociedades anônimas. Conforme Eizirik et al. (2008), há um interesse público na atuação

de uma sociedade anônima de capital aberto, dada a captação da poupança popular por ela obtida. Ainda segundo os autores, os administradores não atuam em nome da companhia, mas sim, enquanto titulares dos órgãos da administração, simplesmente “presentam” a sociedade.

A crescente complexidade das empresas impõe a necessidade de um modelo de gestão cada vez mais especializado, além de uma administração segmentada em diferentes níveis organizacionais, cada qual responsável por exercer uma função específica nas companhias. O sistema trazido, a seguir, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), abrange os organismos essenciais do sistema de governança corporativa, ilustrando a estrutura básica de uma sociedade por ações atual:

Figura 4 - Estrutura básica de uma sociedade anônima



Fonte: IBGC (2016) adaptado pelo autor.

Segundo Rossetti e Andrade (2014), a soberania da assembleia geral, formada pelos sócios, só é limitada pelas normas da lei e por condições estabelecidas no estatuto social das sociedades. As questões de alto impacto societário são deliberadas por este órgão, como por exemplo: fusões, incorporações, cisões, pedidos de concordata e confissões de falência.

Ainda segundo os autores, a reunião de acionistas de rito ordinário, denominada “Assembleia Geral Ordinária”, é convocada anualmente e ocorre, obrigatoriamente, nos quatro primeiros meses seguintes ao encerramento do exercício social. Nessa ocasião, as

principais deliberações são: aprovar as contas dos administradores, destinar o lucro líquido do exercício e distribuir os dividendos, além de eleger os membros do conselho de administração e conselho fiscal, quando for o caso.

Adicionalmente, compete aos acionistas da companhia, por meio da assembleia geral, fixar o montante global ou individual da remuneração dos administradores, tendo em conta suas responsabilidades, tempo dedicado às funções, competência, reputação profissional e valor dos seus serviços no mercado (BRASIL, 1976b).

Já com relação à administração da companhia, cabe ao conselho de administração e à diretoria, por intermédio das pessoas físicas dos conselheiros e diretores, a função de conduzir os negócios sociais da sociedade, na qual a existência dos dois órgãos é obrigatória (BRASIL, 1976b). Adicionalmente, as obrigações e os deveres dos administradores não decorrem de contrato, mas sim, de legislação. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidades dos administradores são comuns ao conselho de administração e à diretoria e se encontram previstas nos art. 145 a 151 da Lei nº 6.404/76.

Em linhas gerais, é competência do conselho de administração: fixar a orientação geral dos negócios sociais; eleger e destituir diretores da companhia e determinar-lhes as atribuições; fiscalizar a gestão dos diretores, examinando a qualquer tempo os livros e papéis da companhia e solicitar informações sobre quaisquer contratos; convocar assembleia geral, quando julgar necessário; manifestar-se a respeito do relatório da administração e contas da diretoria; deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre emissão de ações ou de bônus de subscrição; autorizar a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros, caso o estatuto não disponha em contrário e a escolha e destituição de auditores independentes, se houver (BRASIL, 1976b).

Deste modo, o conselho de administração é essencial para o sistema de governança corporativa, sendo que lhe cumpre o dever de orientar, avaliar e decidir sobre os negócios da organização. Ademais, Rossetti e Andrade (2014) relatam que incumbe ao conselho de administração a responsabilidade pela conformidade da empresa perante as leis e aos códigos internos, bem como o relacionamento com as partes interessadas.

A diretoria existirá sempre, em qualquer sociedade anônima, competindo-lhe praticar todos os atos de gestão dos negócios sociais. A diretoria será composta por, no mínimo, dois membros, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração. Deverá o estatuto estabelecer o número de diretores ou limites mínimos e máximos permitidos; o modo de sua substituição; prazo de gestão, que não poderá ser superior a três anos (sendo permitida a reeleição), além das atribuições e poderes de cada diretor (BRASIL, 1976b).

Destaca-se, na estrutura da diretoria, o CEO (*Chief Executive Officer*), termo inglês utilizado para referir-se ao diretor-presidente da organização. Rossetti e Andrade (2014) esclarecem que sua missão é exercer a gestão executiva, focada na busca incessante de eficácia estratégica, na excelência profissional, na criação de valor e na maximização do retorno dos investimentos.

O conselho fiscal é um órgão autônomo, de controle e fiscalização das atividades financeiras da sociedade e da atuação dos administradores. Portanto, consiste em um órgão defensor dos direitos dos acionistas e de terceiros, possuindo, para tanto, amplas atribuições. Compete ao conselho fiscal, dentre outras funções: fiscalizar os atos dos administradores e verificar os seus deveres legais e estatutários e emitir opinião sobre o relatório anual da administração e sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia geral (BRASIL, 1976b).

No que tange a legislação societária brasileira, a qual rege as sociedades anônimas definidas anteriormente, conforme observado por Bedicks (2009), ela sofreu importantes modificações ao longo dos anos⁴. Nota-se a preocupação com o tratamento das empresas de capital aberto, o melhor funcionamento do mercado de capitais e a maior atenção ao acionista minoritário, com a evolução significava da legislação societária brasileira.

Por fim, conforme Rossetti e Andrade (2014), não obstante as reformas da legislação societária, a importância das melhores práticas de governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais tem levado a recomendações e mecanismos de adesões voluntárias, como alternativas que viabilizam a diferenciação entre as empresas de capital aberto, servindo de apoio para as decisões de investimento dos investidores.

Assim, nesta seção foram expostas as principais relações entre as instituições do mercado de capitais com o *insider trading* e, também, dos principais órgãos que compõem uma sociedade anônima brasileira padrão. No próximo capítulo, será explorado o tema do presente trabalho sob outros ângulos: as categorias em que os *insiders* se dividem, o tratamento legal no Brasil abordando as diferenças entre as normas aplicáveis, as normas internacionais, as principais polêmicas sobre o tema e, por último, a assimetria informacional e o conceito de *full and fair disclosure* aplicado ao tema.

⁴ As seis principais foram, conforme Bedicks (2009): Decreto n. 21.536/32, Decreto-lei nº 2.627/40, Lei nº 6.404/76, Lei nº 9.457/97, Lei nº 10.303/01 e Lei nº 11.638/07.

3 INSIDER TRADING: DEFINIÇÃO E CATEGORIAS

Primeiramente, para que se compreenda a definição de *insider trading*, é importante que se conceitue “informação privilegiada” e, para isso, utilizam-se as contribuições de Manne (1966). Segundo o autor, as informações necessárias para uma negociação bem sucedida no mercado de capitais podem ser divididas em dois tipos: informações financeiras sofisticadas e informações sobre mudanças no cenário atual.

Os conteúdos das informações da primeira categoria representam o conhecimento dos eventos relevantes do passado. Dentro desta categoria, há diferentes níveis de informação, desde o conhecimento básico sobre a natureza do próprio mercado de capitais, passando pela interpretação de como eventos específicos o afetam, chegando até ao nível da capacidade de compreensão de impactos de determinados fatos em setores e companhias.

As informações mais básicas podem ser adquiridas com maior facilidade, através de livros e jornais, por exemplo. Por outro lado, o conhecimento sofisticado a respeito de um setor ou de uma empresa específica exige maior esforço dos agentes e é usualmente adquirido pela atuação profissional dentro de determinada indústria ou companhia. Por fim, mesmo que exista o efetivo usufruto dessas informações de formas diferentes pelos diversos participantes do mercado, as que se encontrarem de alguma forma disponíveis, não podem ser genericamente consideradas informações privilegiadas.

No que tange às informações da segunda categoria, de acordo com Manne (1966), são as que representam o conhecimento sobre eventos específicos ou sobre a probabilidade de ocorrência de eventos futuros que possam afetar o preço das ações. Para que estas tenham a característica de “informação privilegiada”, duas condições devem ser atendidas: em primeiro lugar, *ceteris paribus*, o evento deve ser capaz de afetar o preço das ações de uma determinada companhia. Ademais, deve haver a real possibilidade de agentes comprarem ou venderem as ações ou outros valores mobiliários antes que a nova informação provoque reflexos no mercado.

Conforme Parente (1978), *insider* é toda a pessoa que possui informações relevantes acerca da situação e dos negócios de determinada companhia em função de fatos circunstanciais. Segundo a autora, “informações relevantes” são aquelas que determinam a decisão do investidor de negociar ou não com os valores mobiliários de uma companhia, o que, conseqüentemente, influencia nas cotações dos referidos ativos. Segundo Scalzilli e Spinelli (2007), o *insider trading* pode ser definido como:

[...] a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia.

A fim de esclarecer o tema, Eizirik (1983) evidencia a questão com um exemplo prático. Segundo o autor, uma situação que elucida a ocorrência de *insider trading* é a seguinte:

[...] o diretor da Companhia Aberta X, a qual dedica-se à prospecção de minério, sabendo que ela realizaria uma grande descoberta, passa a comprar no mercado as ações de sua emissão, sem notificar tal descoberta ao público. Após a divulgação pública da descoberta, que tem como consequência uma elevação na cotação em Bolsa das ações, o diretor passa a vender os títulos que havia comprado, ainda antes da ‘alta’. Os lucros havidos, no caso, são evidentemente decorrentes da posse e utilização, em proveito próprio, de informação confidencial da empresa, a qual o *insider* havia tido acesso apenas pela posição que nela ocupava.

No entanto, deve-se ressaltar que a comum tradução de “*insider trading*” para “uso indevido de informações privilegiadas” não condiz com a essência do termo, já que, nem todas as negociações com valores mobiliários realizadas por *insiders* caracterizam o ilícito do uso de informações privilegiadas. Isto ocorre quando, por exemplo, o conselheiro de administração de uma companhia aberta, ou seja, *insider* em relação a ela, negocia ações de sua emissão em conformidade com a política de negociação da referida organização. Desta forma, mesmo estando a par dos assuntos da companhia, as negociações feitas não são consideradas indevidas ou ilegais.

Conforme Prado e Vilela (2015), há diversas formas de se distinguir os tipos e categorias de *insider*. A principal delas é quanto à ligação do agente com a empresa emissora, ou seja, o agente pode ser considerado interno, externo ou mercado. O interno é a pessoa que possui vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados com o uso de informações privilegiadas, como por exemplo: acionistas, diretores, conselheiros de administração e fiscal, colaboradores, entre outros. Já o segundo tipo – os externos – são os profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora e que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada, o que é o caso dos advogados que auxiliam a compra/venda do controle de uma companhia ou consultores que ajudam no planejamento das operações. O terceiro grupo é formado pelos que não são considerados internos ou externos, mas que de alguma forma detêm e utilizam a

informação que é de desconhecimento do restante do mercado, como por exemplo, investidores de bolsa e as corretoras de valores.

Ainda de acordo com os autores, a doutrina jurídica classifica os *insiders* entre primários (ou *tippers*) e secundários (ou *tippees*). Enquanto que os primários tem acesso à informação relevante, os secundários a recebem de alguém. Sob este ponto de vista, relacionando os tipos de classificação anteriormente abordados, as categorias de *insiders* internos e externos são os primários e os indiciados de mercado, os secundários, pois eles recebem as informações, direta ou indiretamente, de algum *insider* primário.

Portanto, o *insider* é aquele que, por ter acesso à determinada informação relevante da companhia antes do mercado em geral, é capaz de realizar antecipadamente uma avaliação econômica da empresa que os demais agentes de mercado seriam incapazes de fazer. Ao realizar uma transação com valores mobiliários no sentido de obter vantagem com tal posicionamento, a prática de *insider trading* é consumada.

3.1 TRATAMENTO LEGAL DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

As normas que tratam do ilícito em questão, seja na esfera penal, seja na esfera do direito administrativo sancionador, são pautadas sob os mesmos princípios e apresentam redação relativamente similares, cabendo assim, a sua análise em conjunto (EIZIRIK et al., 2008). Cabe ainda salientar que o combate ao *insider trading* é realizado mediante normas preventivas e repressivas.

Segundo Prado e Vilela (2015), para possibilitar a igualdade de oportunidades aos participantes do mercado de capitais e impedir que a assimetria de informação entre *insiders* e os demais investidores beneficie aqueles que possuem informação privilegiada, existe disciplina jurídica específica para coibir a prática de *insider trading*. As normas brasileiras que proíbem a negociação com base em informações privilegiadas no país são oriundas, basicamente, das Leis nº 6.404/76 e 6.385/76 e das normas administrativas: Instrução CVM 31/84 e Instrução CVM 358/02.

3.1.1 Norma Societária – Lei nº 6.404/76

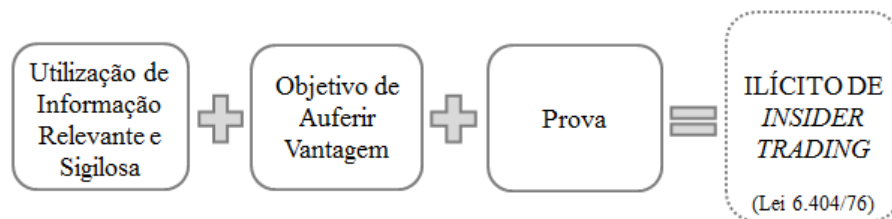
A Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A) foi inspirada no direito comercial americano e é reconhecida até hoje por ser uma lei que anteviu questões, através de seus 300 artigos, que

não eram relevantes para a estrutura do mercado de capitais brasileiro da época. Considera-se esta lei uma importante inovação no combate ao *insider trading*, trazendo as primeiras normas efetivamente repressivas, além de outras preventivas.

Os artigos da lei em destaque que tratam do “Dever de Lealdade”, “Conflito de Interesses” e “Dever de Informar”, ou seja, os artigos 155, 156 e 157 (BRASIL, 1976b), respectivamente, são os que determinam a forma como os administradores devem tratar as informações relevantes que, naturalmente, surgem ao longo da história de uma sociedade anônima. Além dos artigos acima citados, o art. 117 da Lei das S/A trata do abuso de poder de controle que, por vezes, é utilizado como base nas condenações do ilícito.

No §4º do art. 155 da Lei das S/A (BRASIL, 1976b), considerado o primeiro dispositivo repressivo conta o *insider trading*, amplia-se a gama de agentes que podem ser considerados *insiders* em relação a uma companhia. O parágrafo referenciado possui a seguinte redação: “§4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”. (BRASIL, 2001). Cabe destacar que o artigo supracitado foi incluído em 2001, pela Lei nº 10.303/01.

Figura 5 - Estrutura mínima do ilícito pela Lei nº 6.404/76



Fonte: Stocche (2014) adaptado pelo autor.

Já no § 4º do art. 157 da Lei das S/A (BRASIL 1976b), a influência das informações relevantes nas atitudes dos investidores corrobora o conceito trazido anteriormente por Parente (1978):

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Neste ponto, cabe mencionar que os autores da Lei das S/A preocuparam-se com os efeitos econômicos da divulgação de toda e qualquer divulgação que possa influenciar na

decisão dos investidores. Tal indicação fica evidente no § 5º do artigo 157 (BRASIL, 1976b), em que a lei abre espaço à interpretação dos administradores na decisão de prestar ou não as informações:

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

Juntamente com o dever de diligência e o dever de lealdade previstos em lei, certamente o dever de informar constitui uma das principais imposições aos administradores de uma sociedade anônima.

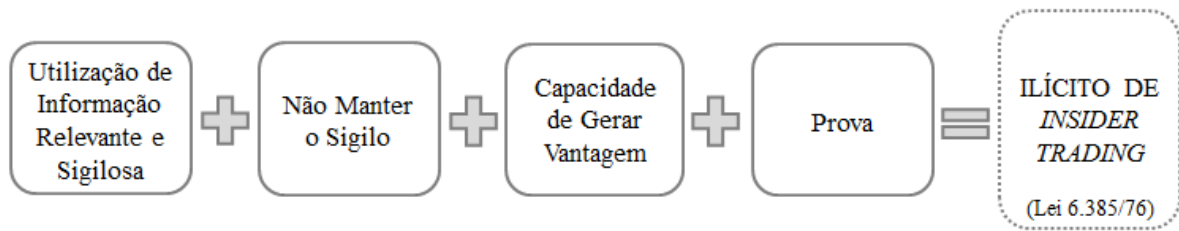
Além destas, a Lei nº 6.404/76 abrange uma série de outras situações em que o administrador se vê obrigado a prestar informações como, por exemplo, no art. 62 referente à necessidade de publicação da ata da assembleia geral que deliberou sobre a emissão de debêntures, no art. 133 relativo à publicação do relatório anual, demonstrações financeiras e dos pareceres dos auditores independentes e do conselho fiscal, no art. 224 em que prevê a obrigação de informar sobre as condições de incorporação, fusão ou cisão constantes do protocolo, dentre outras (BRASIL, 1976b).

3.1.2 Norma Penal – Lei nº 6.385/76

A Lei nº 6.385/76, também conhecida como Lei do Mercado de Capitais, demonstrando semelhante preocupação com o processo de divulgação da informação relevante, enunciou, em seu art. 22, inciso VI, competir à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a “divulgação de fatos relevantes, ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia” (BRASIL, 1976a).

Isto posto, foi na inclusão do art. 27-D na Lei nº 6.385/76 que, em 2001, a prática de *insider trading* foi criminalizada. Conforme a referida norma, o agente que comete o ilícito de obter vantagem indevida negociando ações com informações privilegiadas está sujeito a pena cumulativa de “reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime” (BRASIL, 2001), em que ocorrendo a reincidência, a multa pode ser de até três vezes tais valores.

Figura 6 - Estrutura mínima do ilícito pela Lei nº 6.385/76



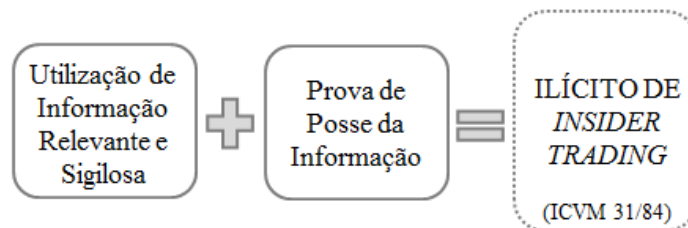
Fonte: Stocche (2014) adaptado pelo autor.

Cabe aqui ressaltar que, conforme Eizirik et al. (2008), se o *insider* utiliza a informação privilegiada para outro fim, que não o de negociar ações, as normas de condenação de *insider trading* não poderiam ser invocadas. Isso ocorre quando, por exemplo, o administrador de uma sociedade anônima aproveita em benefício próprio, ou de terceiro, oportunidade comercial em virtude de seu cargo.

3.1.3 Norma Administrativa – Instruções CVM

Pela ótica administrativa, a Instrução CVM 31/84 reforçou a previsão legal de vedação aos administradores e controladores da utilização de informações privilegiadas para obtenção de vantagem com a negociação de valores mobiliários (CVM, 1984). O normativo da CVM estendeu esta proibição para quaisquer pessoas que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenham conhecimento de informações ainda não divulgadas ao mercado.

Figura 7 - Estrutura mínima do ilícito pela Instrução CVM 31/84



Fonte: Stocche (2014) adaptado pelo autor.

Em 2002, a Instrução CVM 358 proibiu, expressamente em seu art. 13, a negociação de valores mobiliários de emissão das companhias de capital aberto, anteriormente à divulgação ao mercado de fatos relevantes, das demonstrações financeiras e operações societárias, por seus controladores, administradores, membros do conselho fiscal e pessoas que participem em quaisquer outros órgãos com função técnica ou consultiva. Ao longo deste período de vedação (quinze dias), conhecido também por *black-out period*, há uma presunção

de que as pessoas anteriormente citadas possuem informações relevantes sobre a sua situação financeira, não podendo, portanto, negociar com valores mobiliários de sua emissão (CVM, 2002).

Outra norma de caráter preventivo está disposta no art. 11 da Instrução CVM 358/02. Esta norma deixou claro que a vedação também se aplica às pessoas externas à companhia, mas que mantém com esta relação comercial, profissional ou de confiança (CVM, 2002). Isto porque o *caput* do referido artigo estabelece que:

[...] os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

Por último, ressalta-se que, em relação ao tratamento de informações privilegiadas em ofertas públicas, há a Instrução CVM 400/03 (CVM, 2003). Esta tem como principal finalidade, conforme art. 1º:

[...] assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

Outra regra diretamente relacionada ao combate ao *insider trading* encontra-se prevista no art. 48, inciso II, da Instrução CVM 400/03, com redação da Instrução CVM 533/13, que a editou. Nesta, a CVM deixa claro que a emissora, o ofertante e as instituições intermediárias devem abster-se de negociar com valores mobiliários até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, salvo situações específicas descritas na norma (CVM, 2013).

No mesmo sentido, Eizirik et al. (2008) destacam que o direito societário brasileiro que trata do ilícito está pautado no padrão *disclosure or refrain from trading*, assim, o administrador de companhia aberta deve divulgar o fato relevante ou abster-se de utilizar as referidas informações em proveito próprio ou de terceiros.

Confere à CVM poder para apurar, mediante processo administrativo, infrações à: Lei nº 6.385/76, Lei nº 6.404/76, instruções e demais normativos expedidos pela CVM e outras normas legais cujo cumprimento incumba à CVM fiscalizar. Em geral, no exercício da sua atividade punitiva, a CVM pode aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa,

suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades (BRASIL, 1976a).

A penalidade de advertência é aplicada quando se trata de uma infração leve, conforme critérios estabelecidos pela CVM. Cabe destacar que, apesar da advertência ser considerada uma sanção leve, ela não pode ser dada quando restam apenas suspeitas quanto à ilegalidade ou reprovabilidade da conduta do acusado, pois a sua aplicação pressupõe culpa (EIZIRIK et al., 2008).

No que tange à penalidade de multa, esta importa em sanção pecuniária, sendo os seguintes limites estabelecidos pela Lei nº 6.385/1976: R\$ 500 mil; 50% do valor da emissão ou operação irregular; ou três vezes o montante da vantagem econômica ou perda evitada em decorrência do ato ilícito (BRASIL, 1976a).

Salienta-se que o limite da primeira modalidade de multa (R\$ 500 mil) é normalmente aplicado quando não é possível a determinação do benefício auferido pelo infrator. Já o critério de multar em três vezes o montante da vantagem econômica ou perda evitada é utilizado para aumentar o custo da infração, que por consequência, desestimularia a prática de operações ilegais. Segundo Eizirik et al. (2008), em atenção ao princípio da dosimetria punitiva, a CVM deve priorizar a aplicação de multa calculada sobre o montante da vantagem econômica ou perda evitada em decorrência do ato ilícito.

Desta forma, resumidamente, os ilícitos administrativos estão contidos na Lei nº 6.404/76 e em Instruções CVM, enquanto que os ilícitos penais foram introduzidos mediante reforma da Lei do Mercado de Capitais pela Lei nº 10.303/01, com a inclusão do artigo 27-D. Apresentam-se, sumarizadas, as normas e sanções aplicáveis contra a prática de *insider trading*, no Brasil, na figura 8 a seguir:

Figura 8 - Normas e sanções aplicáveis

	Norma Societária	Norma Penal	Norma Administrativa
Norma	Lei 6.404/76, art. 155, § 4º	Lei 6.385/76, art. 27-D	Instrução CVM 358/02
Sanção	Multa, advertência ou inabilitação	Reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes a vantagem obtida	Multa, advertência ou inabilitação

Fonte: Stocche (2014) adaptado pelo autor.

Em princípio, conforme Eizirik et al. (2008), não há uma distinção de essência entre o ilícito penal e administrativo. Isso porque, em ambos, existe o mesmo fundamento ético, constituído pela infração a um dever preexistente e pela imputação do resultado à consciência do agente. Assim, apesar de ser considerado apenas um ato ilícito, as consequências na esfera jurídica podem ser diversas.

Entretanto, cabe ressaltar uma diferença importante entre a esfera penal e a administrativa: o sujeito ativo. Enquanto que na esfera penal só podem ser incriminadas as pessoas obrigadas a guardar sigilo, como por exemplo, o acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviço (BRASIL, 1976a); na esfera administrativa, qualquer pessoa pode ser punida em virtude do uso de informação privilegiada, sabendo que é confidencial (CVM, 2002).

Isto posto, frisa-se que a CVM poderá “aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.” (BRASIL, 1976a). Portanto, conclui-se que nada impede que, uma vez condenado na esfera administrativa pela prática de *insider trading*, o mesmo agente venha a ser responsabilizado em âmbito civil, mediante o pagamento de perdas e danos aos eventuais prejudicados, e na esfera criminal, podendo ser condenado à pena de prisão e pagamento de multa.

3.1.4 Termos de Compromisso

O Termo de Compromisso, amplamente utilizado no sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro, foi inspirado no *Consent Decree* norte-americano. A celebração de *Consent Decree* é permitida pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) para firmar acordos com eventuais indiciados para que cessem a prática de atividades consideradas irregulares.

Existe para a maioria dos ilícitos do mercado de capitais brasileiro, conforme a Lei nº 6.385/76, a possibilidade de celebração de Termo de Compromisso. Esses termos possibilitam a suspensão do procedimento administrativo e posterior arquivamento dos processos, desde que o acusado cesse a prática do ato ilícito e indenize os prejudicados. A celebração do Termo de Compromisso encerra o processo sem que o compromisso importe confissão quanto aos fatos, nem reconhecimento da ilicitude da conduta (BRASIL, 1976a).

Basicamente, trata-se de um procedimento pelo qual o acusado pode, voluntariamente, ao invés de contestar uma acusação, concordar em cessar a prática considerada ilegal e

ressarcir eventuais prejuízos, recebendo em troca o benefício da suspensão do processo e seu consequente arquivamento após o cumprimento das obrigações acordadas com a autoridade.

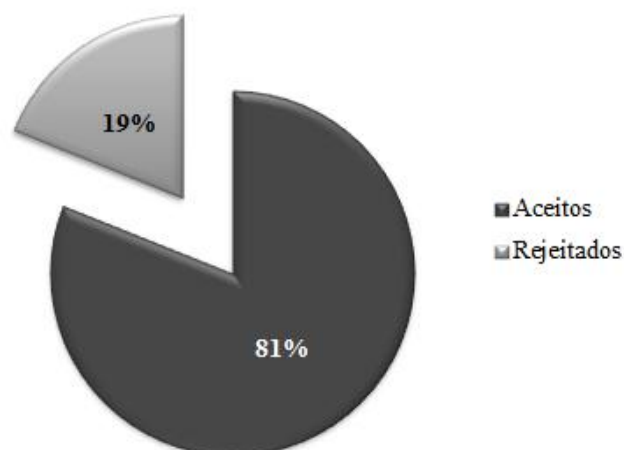
Segundo Prado e Vilela (2015), a celebração dos referidos termos é cada vez mais comum no Brasil e em jurisdições estrangeiras. Esse caminho opcional para os acusados em processos sancionadores, oferecidos pelas autoridades ou proposto pelos próprios acusados, possibilita o encerramento do processo de forma mais célere. Assim, o órgão fiscalizador poderá alocar seus recursos humanos e técnicos na investigação de mais casos, tendo em vista que as autoridades precisam lidar com escassez de recursos e restrições orçamentárias, realidade essa que se verifica em todos os mercados.

Além do benefício da celeridade, os Termos de Compromisso implicam na resolução de conflitos de forma menos custosa para todos os envolvidos: para as autoridades, que economizam seus recursos e tempo gasto litigando com o acusado, e para este último, que economizará em suas despesas legais de defesa e custos associados ao desgaste de eventual exposição durante o processo.

Entretanto, segundo Eizirik et al. (2008), o Termo de Compromisso não pode ser confundido, em hipótese alguma, com tolerância com o ilícito; pelo contrário, deve ser entendido como instrumento que permite à CVM perseguir o interesse público de forma rápida e eficaz, nos casos em que a continuidade do processo não traria qualquer benefício ao desenvolvimento do mercado.

Conforme Prado e Vilela (2015), os julgados de *insider trading* dos últimos anos revelam que a CVM tende a rejeitar os Termos de Compromisso que meramente sugerem a abstenção da prática, obrigando desta forma, o oferecimento de alguma contrapartida financeira por parte do acusado.

Gráfico 1 - Termos de Compromisso em casos de *insider trading* entre 2002 e 2014



Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Ainda em relação aos Termos de Compromisso, o órgão fiscalizador do mercado de capitais brasileiro leva em consideração a gravidade do ilícito para aceita-los ou rejeita-los. Por exemplo, operações de grandeza econômica relevante e com complexas estruturas de obtenção de informação, raramente são resolvidas por meio desses termos.

Por outro lado, o nível da prova obtida pela CVM é um aspecto importante considerado pela autarquia para aceitar um Termo de Compromisso proposto por um acusado. Conseqüentemente, situações de difícil comprovação da posse de informação relevante tendem a ser resolvidas por meio de Termos de Compromisso.

Por fim, destaca-se que os efeitos de termos de compromisso com a CVM limitam-se à esfera administrativa, sem prejuízo da possibilidade de celebração de Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta em conjunto com o Ministério Público Federal.

3.2 NORMAS INTERNACIONAIS SOBRE *INSIDER TRADING*

Um dos primeiros estudos que explorou empiricamente a relação, em diversos países, entre variáveis de ordem legal e econômica com normas aplicáveis ao *insider trading* foi realizado por Beny (1999). Segundo a autora, nos países onde o combate ao *insider trading* é mais intensificado, há uma maior dispersão do capital na estrutura acionária das empresas que lá emitem suas ações. Além disso, constatou que a rigidez da legislação contra o ilícito está positivamente relacionada com a liquidez do mercado de capitais onde é aplicada (BENY, 1999).

Segundo Parente (1978), as normas aplicáveis dos países ao redor do mundo possuem características distintas no que se refere à figura do *insider* e aos princípios de divulgação de informações relevantes. Isso porque essas variações ocorrem conforme o tipo de sistema econômico do país e também de sua legislação em vigor.

No direito europeu, por exemplo, os países membros vêm adotando normas penais sobre o *insider trading* sob diversos fundamentos: a igualdade entre os investidores, a confiança do mercado, a justa distribuição dos riscos inerentes ao mercado de capitais, além dos pressupostos de eficiência de mercado (COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1989). Ainda nos termos da Diretiva nº 592/89 da CCE, considera-se informação privilegiada toda aquela relativa a uma ou mais emissoras de valores mobiliários e que, caso divulgada, seja capaz de influenciar de maneira sensível a cotação de tais títulos.

Parente (1978) ainda destaca que, na legislação francesa, os *insiders* são enumerados em dispositivo, cujo fim não é o de definir o *insider*, mas sim o de estabelecer obrigações para as pessoas que têm *status* de *insider*. Já os legisladores canadenses optaram por enumerar expressamente as pessoas que consideram *insiders*. Ainda na legislação canadense, no que se refere a informações sobre fatos relevantes, em ato administrativo, ela enumerou aqueles que devem ser prontamente revelados, bem como os que devem ser preliminarmente discutidos com uma comissão, antes de serem revelados.

Já em Hong Kong, Nova Zelândia e Cingapura, por exemplo, para que o ilícito seja estabelecido, há de se ter alguma relação fiduciária entre o agente e a companhia. Por outro lado, a legislação australiana não requer que o agente seja “conectado” com a empresa para que seja constatado o crime de *insider trading*. Assim, na Austrália, a forma como a informação chegou ao agente que negociou com informações privilegiadas é irrelevante (YEO, 2001).

Nos Estados Unidos não há expressamente uma definição legal do *insider*, mas o art. 16 do *Securities Exchange Act* estabelece para as pessoas por ele indicadas (as quais têm a condição de *insiders*), obrigações especiais que por sua natureza se destinam a estes (PARENTE, 1978). Segundo a autora, a jurisprudência no caso *Texas Gulf Sulphur Co.*⁵ definiu “fatos relevantes” como aqueles que podem afetar o desejo dos investidores de comprar, vender ou reter valores mobiliários de emissão da companhia.

Algumas decisões dos tribunais norte-americanos vêm estabelecendo o seguinte teste de mercado eficiente para determinar a materialidade ou não da informação: em uma análise posterior aos fatos, em um mercado eficiente, se os valores mobiliários possuem liquidez, a informação será tida como relevante se o preço das ações tiver sido afetado pela sua divulgação.

Ainda em relação ao arcabouço legal norte-americano, constituiu marco histórico em seu mercado financeiro a promulgação da *Securities Act of 1933*⁶ e da *Securities Exchange*

⁵ Conforme Cordeiro (2013), o caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur* ocorreu na década de 60 e foi julgado pelo *Second Circuit Court of Appeals*. Trata-se de um dos mais famosos casos de *insider trading* dos EUA onde, resumidamente, entre a data da descoberta de uma grande quantidade de reservas de minério em Ontário (Canadá) e a data da divulgação da referida descoberta, diversos *insiders* em relação a *Texas Gulf Sulphur* adquiriram ações da companhia. Cerca de um mês depois da divulgação, as ações da empresa estavam sendo negociadas a 222% acima da cotação da época da descoberta.

⁶ *Securities Act of 1933* representa a Lei sobre Títulos e Valores Mobiliários de 1933 nos EUA. Dentre os artigos mais importantes da referida lei estão a *Section 17 – Fraudulent Interstate Transactions* (Transações Fraudulentas e Interestaduais) que define as transações fraudulentas, a *Section 20 – Injunctions and Prosecution of Offenses* (Recomendações e Execução de Ofensas), a *Section 24 – Penalties* (Penalidades) que prevêem penalidades na ocorrência de atos ilícitos e manipulativos, e a *Section 27B – Conflicts of Interest Relating to Certain Securitizations* (Conflitos de Interesse

*Act of 1934*⁷. Estas leis foram aprovadas pelo congresso como resposta aos indícios de falhas na gestão e fraudes identificadas nas empresas durante a década de vinte, as quais tinham como objetivo estabelecer maior responsabilidade das empresas perante seus acionistas.

A *Securities Act of 1933* foi criada para garantir aos investidores acesso às informações financeiras relevantes relacionadas aos títulos negociados no mercado e impedir operações fraudulentas, assegurando assim os direitos básicos dos investidores.

Adicionalmente, a *Securities Exchange Act of 1934* foi responsável pela criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), a CVM norte-americana. Neste processo, o órgão criado ficou responsável por regular, registrar e monitorar aspectos e empresas relacionadas à indústria de títulos, como as corretoras de valores mobiliários, câmaras de compensação, sociedades autorreguladoras e bolsas de valores. Frisa-se que a referida lei possui papel fundamental na história da repressão ao *insider trading*, já que estabeleceu proibições relacionadas à negociação de valores mobiliários em posse de informações não públicas no mercado de ações dos Estados Unidos.

Por fim, diferentemente do que ocorre no Brasil, segundo Eizirik et al. (2008), em países como Estados Unidos, Itália e Portugal, pune-se penalmente também o *insider* que transmite informações confidenciais à terceiros, assim como o que aconselha ou recomenda negociar valores mobiliários com base em informação privilegiada.

3.3 POLÊMICA ACERCA DO TEMA

Há diversas controvérsias quanto ao tratamento legal do *insider trading*. Apesar de não ser o objetivo principal da presente dissertação, é importante que esta sirva como meio de ampliação da discussão no Brasil, já que a forma com que o assunto é conduzido no país está diretamente relacionada ao entendimento das principais instituições do mercado de capitais.

Relacionados às Determinadas Securitizações) que restringe a negociação em caso de conflito de interesse.

⁷ *Securities Exchange Act of 1934* representa a Lei de Negociação de Valores Mobiliários de 1934 nos EUA. Sendo as seguintes seções da lei relacionadas ao ilícito em questão: *Section 10 – Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices* (Regulação no Uso de Manipulação e Artíficos Enganosos) a qual veda atos fraudulentos como a manipulação de informações e práticas de *insider trading*, *Section 11A – National Market System for Securities* (Sistema Nacional do Mercado de Valores Mobiliários) que proíbe a publicação de informações que possam ocasionar práticas não equitativas na negociação dos valores mobiliários, *Section 15 – Registration and Regulation of Brokers and Dealers* (Registro e Regras para Corretoras e Distribuidoras) que direciona quanto à adoção de regras e procedimentos para impedir conflitos de interesses decorrentes das recomendações dos analistas de mercado (*sell side*) e *Section 20A – Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading* (Responsabilidade dos Agentes que Negociam com Informações Privilegiadas) a qual determina o julgamento e punição na ocorrência de negociação de valores mobiliários mediante informações privilegiadas.

Com relação à principal diferença de enfoque dado por economistas e juristas sobre o tema, Manne (1966) estabeleceu que: enquanto que os estudos dos primeiros concentram-se nos impactos financeiros, aos acionistas e investidores, pela prática de *insider trading* e nos resultados na alocação de recursos, os juristas analisam com maior profundidade a essência moral da prática, assim como as consequências sociais, e tendem a considerar a noção de justiça ligada ao tema ao sugerir repressões à referida conduta.

Os autores que defendem a repressão ao *insider* justificam que fazem isso em nome da justiça e da proteção à integridade do mercado de capitais. Segundo Eizirik et al. (2008), há razões de ordem econômica e de ordem ética que justificariam a repressão ao uso privilegiado de informações para negociação de valores mobiliários.

Economicamente, o principal argumento ao combate ao *insider* é o de que visa à eficiência na determinação dos valores dos títulos negociados no mercado de capitais. Segundo Fama (1970), considera-se que o mercado é eficiente quando os preços das ações refletem todas as informações disponíveis; assim, quanto mais rápida a reação dos valores mobiliários às novas informações, mais eficiente é o mercado. Ademais, de acordo com Leães (1982), é essencial que as cotações possam refletir apenas as informações disponíveis ao público em geral, em um determinado momento, sem que os agentes com informações privilegiadas possam utilizá-las antes de sua divulgação.

Do ponto de vista ético, a prática em si é uma grave violação ao dever fiduciário e da confiança de mercado. Conforme Eizirik et al. (2008), as razões éticas para o combate ao *insider trading* derivam do conceito *market egaliterism* (BRAZIER, 1996). Isso porque há um total desequilíbrio entre os agentes com informações privilegiadas *versus* os agentes sem essas informações, sendo assim, condenável a obtenção de lucros (ou as perdas evitadas) unicamente em função da utilização de informações confidenciais.

Outro ponto a favor do combate ao *insider trading* é evidenciado por Levine, Lin e Wei (2016), em um estudo com base em observações de práticas de 94 países, no período entre 1976 e 2006, os quais concluíram que investimentos em tecnologia são intensificados na medida em que o legislativo do país aumenta o *enforcement* em torno da prática de *insider trading*. Basicamente, os autores encontram evidências empíricas que a prática deliberada de *insider trading*, em uma determinada economia, desencoraja investimentos por parte dos investidores, o que impede a alocação de capital em projetos tecnologicamente inovadores.

Ainda neste sentido, o *mainstream* sustenta que a prática tenderia a reduzir o nível de eficiência do mercado, visto que o preço das ações, negociadas com base em informações não disponíveis ao mercado, não estaria refletindo as referidas informações. O posicionamento

que condena a prática é o entendimento do judiciário dos países ao redor do mundo e dos órgãos reguladores americano e brasileiro, o que justifica a evolução em termos de repressão ao longo dos anos. Além de ser o entendimento das principais instituições do mercado, a posição é corroborada por, entre outros autores, Yeo (2001).

Segundo Yeo (2001), proteção aos investidores, integridade do mercado e transparência na prestação de informações são fatores cruciais para reforçar a reputação do mercado de capitais de qualquer país. Ainda conforme o autor, apesar da visão de quem defende a flexibilização das normas relativas ao combate do *insider trading*, a eficiência da regulação contra o ilícito continua sendo fundamental para a confiança do mercado de ações internacional por parte dos investidores.

De acordo com a sustentação de diversos autores, o *insider trading* deve ser proibido, pois cria um risco moral⁸ ao permitir que os *insiders* lucrem com notícias ruins sobre a companhia. Manne (1966) explica que um ponto a ser considerado é que, os *insiders* podem obter lucro transacionando ações através da volatilidade do mercado afetado por informações tanto positivas, quanto negativas. A possibilidade de obter lucro com notícias negativas é viabilizada pela operação no mercado de capitais chamada de “venda a descoberto”, que consiste, em um primeiro momento, em vender ações a um preço maior antes da divulgação para, posteriormente, comprar estas ações a um preço mais baixo – já refletindo a informação negativa – e entregá-las ao comprador. Desta forma, segundo o autor, os administradores, os *insiders* neste caso, teriam grandes incentivos a também gerar notícias ruins.

Conforme Cordeiro (2013), determinados autores defendem que permitir que os administradores obtenham ganhos com a divulgação de informações negativas faz com que, no mínimo, conselheiros e diretores fiquem indiferentes entre trabalhar para tornar a companhia próspera ou trabalhar para quebrá-la. Neste sentido, a prática de *insider trading* cria incentivos para que os *insiders* disseminem informações falsas sobre a companhia. Sendo assim, eles poderiam comprar e vender ações a preços artificiais ou, até mesmo, estimular um falso volume significativo de negócios, através da realização de negócios na bolsa, impactando consequentemente o preço das ações.

No outro extremo da discussão, os autores que são contra a sua proibição defendem a questão com argumentos de eficiência, no sentido de que, quando há liberdade para a

⁸ Um problema de risco moral, também conhecido como *moral hazard*, existe quando a ação do agente não é verificável ou quando o agente recebe uma informação privada depois de a relação ter iniciado. Conforme Varian (2000), o *moral hazard* se refere a situações em que um lado do mercado não pode observar as ações do outro, e por isso é também chamado de problema de ação oculta (*hidden action*).

transação de ações por *insiders*, os ativos encontram seus níveis de preço corretos de forma mais rápida. O primeiro autor a sustentar os efeitos benéficos do *insider trading* foi Henry G. Manne através das obras clássicas *Insider Trading and the Stock Market* (1966) e *In Defense of Insider Trading* (1966). Além deste, os principais autores a questionarem a eficiência de seu combate e até mesmo sugeriram sua legalização, em alguns casos, são: Carlton e Fischel (1983), Bainbridge (1998), McGee (2004), Aktas, De Bodt e Van Oppens (2007), dentre outros.

Carlton e Fischel (1983) explicam que uma das vantagens da negociação de ações por agentes com informações privilegiadas é que, nos casos em que a divulgação é excessivamente onerosa, o *insider trading* pode ser usado como uma ferramenta para controlar o fluxo de informações refletidas no preço das ações. Isso porque, segundo os autores, uma das formas da empresa atenuar o reflexo de um novo fato em seu valor de mercado seria através do *insider trading*, pois, desta forma, sofreria o efeito de um número limitado de participantes.

Enquanto que alguns autores argumentam que a oscilação no preço das ações, supostamente gerada pela negociação por *insiders*, induziria outros investidores a realizarem negócios ruins, Bainbridge (1998) contrapõe que este argumento é falho, pois as transações aconteceriam de qualquer forma, independentemente das variações de preços resultantes de *insider trading*.

De acordo com McGee (2004), as instituições do mercado tendem a se posicionar contrariamente à prática de *insider trading*, pois se baseiam mais em emoção, do que em fundamentos lógicos ou análises acadêmicas. Adicionalmente, segundo ele, as compras e vendas de ações realizadas por *insiders* possuem um grande potencial informativo para o mercado, pois quando esses *insiders* negociam, sinalizam ao mercado que o preço das ações tenderá a se mover em uma determinada direção. Desta forma, sugere que mais estudos deveriam ser realizados para que, a partir daí, se determinassem quais as formas de *insider trading* são eticamente aceitáveis. Conforme o autor, enquanto não restar claramente comprovado que alguém é efetivamente prejudicado pela ação de um *insider*, não deveria haver leis ou normas que proibissem a prática.

Segundo Aktas, De Bodt e Van Oppens (2007), a negociação de ações por *insiders*, antes da divulgação de determinada informação relevante, possui uma influência significativa no preço das ações, o que reforça o argumento de que o *insider trading* contribui para uma precificação mais acurada dos ativos negociados no mercado. Assim sendo, os autores procuraram demonstrar que, aqueles investidores que compram e vendem ações de forma

contemporânea aos *insiders*, estão pagando um preço mais justo do que se os *insiders* não pudessem negociar.

Neste sentido, Cordeiro (2013) traz ainda o conceito de *insider non-trading* que, segundo ele, apesar de não ser passível de punição no arcabouço regulatório brasileiro (CVM, 2002), traria os mesmos efeitos práticos do *insider trading*, usando para isso a suposição da seguinte ocasião:

Considere, por exemplo, que o Diretor A da ABC S.A. possui uma grande quantidade de ações de emissão desta companhia aberta e, antes de uma reunião que aconteceria na parte da tarde, referido diretor estava decidido que iria vender parte de suas ações a R\$40,00 para aproveitar uma recente alta no preço delas. No entanto, antes de vender, o Diretor A comparece à reunião da diretoria, onde toma conhecimento de que a XYZ S.A. pretende lançar uma oferta pública de aquisição das ações da ABC S.A. a R\$60,00 por ação. O Diretor A, utilizando-se de informações ainda não divulgadas ao público, mantém em sua carteira as ações que antes venderia e espera que a oferta pública seja divulgada ao mercado. Após a divulgação, o Diretor A vende suas ações a R\$60,00 e obtém um lucro expressivo. Obviamente, caso o Diretor A tivesse adquirido mais ações antes da divulgação da informação ao público, ele estaria enquadrado na vedação legal ao *insider trading*. No entanto, ao não vender suas ações a R\$40,00, o Diretor A não violou qualquer norma, apesar de ter gerado no mercado o mesmo efeito que seria gerado caso tivesse comprado ações, uma vez que ao não vender suas ações, alguém deixou de compra-las a R\$40,00 e de obter o lucro que foi obtido pelo Diretor A.

Os legisladores e agentes reguladores que propõem um maior combate à referida prática deveriam, no mínimo, cercar-se de argumentos mais consistentes para, finalmente, expandir os esforços contra o *insider trading* (BAINBRIDGE, 1986). O referido autor conclui que o debate continuará sem uma resposta definitiva, enquanto não houver dados empíricos suficientes para justificar o combate à prática, ou um caso convincente para a desregulamentação.

Desta forma, os principais pontos na discussão podem ser resumidos pelas seguintes questões: os órgãos reguladores atacam o ponto correto? E mesmo que a conclusão seja a de que o posicionamento dos órgãos reguladores esteja correto, eles devem despender tanto esforço, quando os recursos - em todos os sentidos - são limitados e outras áreas de risco poderiam ser priorizadas? Será que não existe um meio termo que seja economicamente mais eficiente que a situação atual? Em não sendo o tema principal da presente dissertação, destaca-se que tais questionamentos são amplamente abordados por Cordeiro (2013). Por fim, o referido autor sumariza propostas de soluções intermediárias para atingir maior eficiência

no que tange a esta prática, como a descriminalização do *insider trading*, a legalização do *insider trading no sell side*⁹ e deixar a proibição do *insider trading* a critério das companhias.

3.4 ASSIMETRIA INFORMACIONAL E O CONCEITO *FULL AND FAIR DISCLOSURE*

Para Manne (1966), o mercado de capitais é um mercado de informações valiosas. A medida de eficiência do mercado de capitais, em geral, se dá pela velocidade com que a cotação dos valores mobiliários nele negociados reflete as últimas informações disponíveis advindas das companhias emissoras e demais fontes externas. Assim sendo, todos os agentes de mercado deveriam ter acesso as informações de forma ampla, irrestrita e simultânea, para que um mercado fosse completamente eficiente. No mesmo sentido, segundo Prado e Vilela (2015), informação é fundamental para o funcionamento eficiente do mercado de capitais e a correta formação do preço dos valores mobiliários nele negociados.

Conforme Stiglitz (1988), economia da informação é o estudo de situações nas quais diferentes agentes econômicos têm acesso a uma diferente informação. Segundo o autor, a assimetria informacional surge quando há informação imperfeita, um problema do tipo agente-principal, também apontada como uma das principais falhas de mercado.

Há diversas razões para que nem toda informação que possa afetar a cotação de um valor mobiliário esteja disponível a todos investidores de forma equânime. Em primeiro lugar, a decisão de divulgar as informações ao mercado e a forma de realizar este procedimento passa pelo discernimento de gestores, o que expõe a possibilidade de falhas no processo, mesmo ocorrendo por força de regulamentação. Ademais, em casos específicos, a própria legislação viabiliza que certas informações sejam mantidas em sigilo quando sua divulgação pode gerar prejuízo às companhias, seja pela exposição aos concorrentes, seja pela imposição de dificuldades em negociações em andamento, por exemplo. E, por último, por mais que a informação seja divulgada de forma correta, existe a possibilidade de haver certa demora, até que esteja amplamente disseminada entre todos os investidores. Portanto, conclui-se que a assimetria informacional sempre irá existir, em alguma medida, no mercado de capitais, por mais que se tente evitá-la (DOLGOPOLOV, 2004).

⁹ Os analistas do *sell side* representam um canal importante entre empresas e investidores. Isso porque, a partir de análises macro e microeconômicas, esses profissionais produzem relatórios sobre a situação das empresas e fazem projeções do preço-justo das ações das companhias, que quando comparado à cotação atual, geram recomendações para seus clientes (investidores) de compra, venda ou manutenção com relação aos valores mobiliários emitidos pelas companhias.

Conforme Akerlof (1970), a assimetria informacional poderia gerar o fenômeno da seleção adversa. Esta avaliação, feita na obra “*The Market of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, é realizada através da analogia ao mercado de carros usados nos Estados Unidos. Em resumo, o autor coloca que o comprador de um automóvel usado, por diversas razões, não tem condições de saber antes de adquirir um carro, quais estariam em bom estado de conservação e quais seriam os “*lemons*”, ao contrário dos vendedores/donos dos carros, em um primeiro momento. Somente após adquirir o carro, o comprador de um “*lemon*” viria a descobrir algo de errado. Desta forma, os compradores, sabendo da existência de “*lemons*” no mercado, tenderiam a oferecer preços menores para todos os carros usados, inclusive para os que fossem bons automóveis.

Logo, segundo Akerlof (1970), seleção adversa é esta predisposição a oferecer preços mais baixos por um determinado produto no mercado, em função da assimetria informacional. Este fenômeno tenderia a retirar os carros usados em bom estado de conservação do mercado, pois os vendedores de tais carros não estariam dispostos a vendê-los pelo preço de um “*lemon*”. No limite, a consequência deste processo seria a extinção do mercado de carros usados, uma vez que todos os bons carros usados seriam eliminados do mercado, e os compradores de carros usados não se interessariam por adquirir os carros usados ruins.

Tal fenômeno pode ser relacionado ao mercado de capitais, no que tange a qualidade dos valores mobiliários à disposição dos investidores no mercado. Como os investidores, a rigor, não sabem quais companhias são confiáveis e quais não são, então eles se dispõem a pagar um preço menor pelas ações. Em contrapartida, as “boas” empresas, ao não se contentarem com este fator de desconto médio dado aos seus ativos, buscam alternativas de financiamento, o que não só diminui a capacidade de crescimento do mercado de capitais, como também incentiva o fechamento de capital das empresas abertas. Outra forma de dirimir este fator de desconto se dá pelo permanente investimento, pelas companhias, em sistemas que viabilizam as melhores práticas de governança corporativa. Assim, o investidor pode valorar essas práticas, a fim de compensar a possibilidade da falta de informações suficientes e considerá-las nas decisões de investimento.

Conforme Rossetti e Andrade (2014), a assimetria de informação no mercado de capitais gera, entre outros, os seguintes problemas:

- a) diminuição no fluxo de investimentos;
- b) migração de investimentos para mercados mais seguros;
- c) redução no valor dos ativos negociados;
- d) esvaziamento do mercado de capitais como alternativa viável de financiamento.

Com a finalidade de tornar os impactos da assimetria informacional menos prejudiciais ao mercado de capitais, as instituições responsáveis pela regulação e autorregulação passaram a inserir um mecanismo de divulgação irrestrita, ampla e completa de informações pelos emissores de valores mobiliários no mercado de capitais, conhecida como *full and fair disclosure*.

Desta forma, conforme Eizirik et al. (2008), protegem-se os investidores de comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores ao se estabelecer normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários, especialmente com a exigência de prestação plena e acurada das informações necessárias à avaliação dos valores mobiliários ofertados. Ainda segundo os autores, o princípio de *disclosure* baseia-se na presunção de que, uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre seus valores mobiliários, o investidor tem condições de avaliar a qualidade desses títulos.

Conforme Andrezo (1999), para que o sistema de *disclosure* cumpra com seu objetivo, é preciso que as informações sejam divulgadas de forma ampla, ou seja, disseminadas por todo o mercado, de tal forma que este tenha acesso tempestivo às novas informações. Ademais, tais informações devem ser verídicas e exatas, para que nenhum fato importante seja encoberto pela administração da companhia.

As sociedades anônimas que emitem suas ações para negociação no mercado de capitais devem divulgar as informações em benefício de todos investidores, e não apenas de seus acionistas. Isso porque, dentre outras razões, as notícias referentes a uma empresa aberta podem, por ventura, interessar ao público em geral já que, em algum momento, estes podem ser acionistas adquirindo ações da empresa em questão. Desta forma, o direito individual de obter informações passa a ser um direito público da sociedade.

Entretanto, é importante destacar que o sistema de *disclosure* não está imune a críticas. A principal delas está relacionada aos custos que esse mecanismo implica para as companhias de capital aberto. Destaca-se, primeiramente, o custo não operacional relativo à perda de vantagem competitiva, já que concorrentes e fornecedores poderiam se beneficiar da ampla qualidade de informações financeiras e estratégicas da companhia. Ademais, há gastos operacionais de manutenção dessas práticas, como por exemplo, publicação de informações em jornais, consultorias especializadas, pagamento de taxas e pessoas dedicadas a essas rotinas, dentro e fora da companhia.

Neste contexto, a CVM, por meio da Instrução CVM 547/14, editou a Instrução CVM 358/02 com a finalidade de tornar mais flexível o regime de divulgação sobre ato ou fato relevante. A partir de então, as companhias, que antes eram obrigadas a publicar tais documentos em jornais de grande circulação, passaram a ter a opção de divulga-los por meio de portais de notícia na rede mundial de computadores (CVM, 2014). Desta forma, a CVM facilitou a disseminação das informações, além de reduzir de forma importante os custos com publicação legal das companhias abertas. Há um longo caminho para se avançar neste sentido, já que, ainda em pleno século XXI, as empresas de capital aberto brasileiras são obrigadas a publicar as demonstrações financeiras anuais em jornais.

Outra crítica ao sistema de *disclosure* é em relação à capacidade de absorção das informações do mercado em geral. Sabe-se que os investidores profissionais possuem uma maior capacidade de compreensão das informações divulgadas pelas companhias do que os investidores não profissionais. Por isso, ao longo do tempo, a discussão sobre a possibilidade de uma divulgação mais simples e seletiva se reascende. Em geral, prevalece o sistema de *disclosure*, já que a simplificação da divulgação tenderia a mascarar dados, tendo em vista a complexidade dos ambientes dos negócios.

A relação entre o princípio do *full and fair disclosure* e *insider trading* é exposto por Leães (1982). O autor coloca que o princípio supracitado não termina apenas com a prestação de informações, pois é preciso que também sejam adotadas medidas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo, assim, que os *insiders* utilizem informações detidas em proveito próprio, por força da posição que ocupam. Desta forma, segundo o autor, a repressão ao *insider trading* é resultado natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores mobiliários.

A efetividade do *full disclosure* é alcançada por meio da obrigação de divulgação de informações ao mercado, tais como demonstrações financeiras, relatórios, balanços, prospectos e quaisquer outras que possuem caráter relevante. Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores comunicar imediatamente à bolsa de valores, à Comissão de Valores Mobiliários e ao mercado em geral, qualquer informação relevante ocorrida nas atividades da companhia.

4 VISÃO GERAL DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL ENTRE 2002 E 2014

O objetivo deste capítulo é proporcionar uma visão geral da prática de *insider trading* no Brasil, registrada através da análise dos casos julgados pela CVM entre 2002 e 2014. Desta forma, possibilita-se mensurar o quão representativo é este ilícito na base de processos da autarquia brasileira, assim como identificar o perfil dos agentes que o praticaram e as principais informações privilegiadas utilizadas na negociação de valores mobiliários.

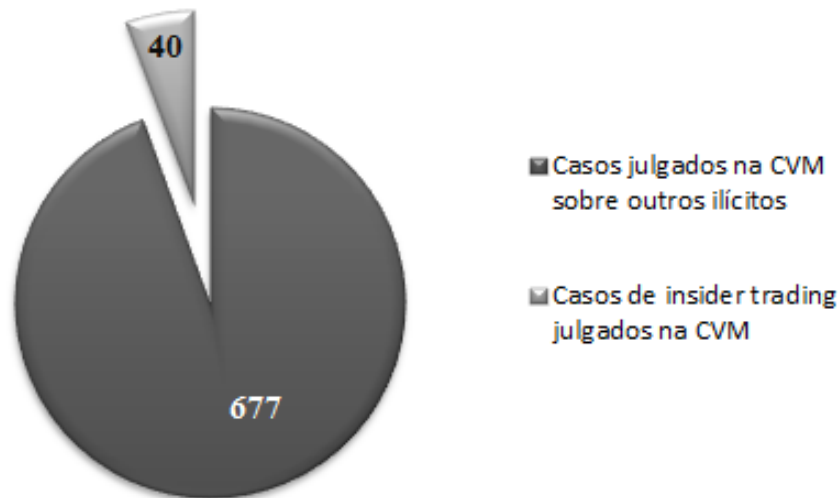
À proporção que aumenta o número de processos sancionadores julgados sobre *insider trading* no Brasil, expande-se a base de dados de precedentes no país, o que viabiliza uma compreensão e análises mais apuradas da atuação da CVM na repressão ao ilícito de *insider trading*. Além disto, a ampliação de estatísticas e discussões provê, aos gestores das empresas de capital aberto, direcionamentos para a elaboração de estratégias eficientes de mitigação do risco a que administradores e colaboradores estão expostos, em função de seus cargos.

Neste capítulo, considera-se como referência relevante o artigo “Radiografia de *Insider Trading* na CVM (2002-2014)” de Prado e Vilela (2015), em que os autores procuraram demonstrar, de forma empírica e quantitativa, as decisões da CVM sobre a temática do *insider trading* em processos administrativos sancionadores (PAS) entre 2002 e 2014. Os autores destacam que conhecer como funciona o *enforcement* desta disciplina jurídica é tão importante quanto identificar as regras, cujo objeto é coibir o uso de informação privilegiada vigente na legislação brasileira.

De forma a fornecer um panorama sobre o tema, o extrato dos resultados do estudo é apresentado em três grupos: *Insider* na Atividade Punitiva da CVM; Indiciados por *Insider*; e Punições nos Casos Julgados. Após a apresentação desta visão geral, reconstroem-se os critérios mínimos à condenação da prática do *insider trading*, especialmente no que se refere ao nível de provas e indícios necessários para se conduzir a uma condenação, evidenciando as diferenças desses níveis, por tipo de agente.

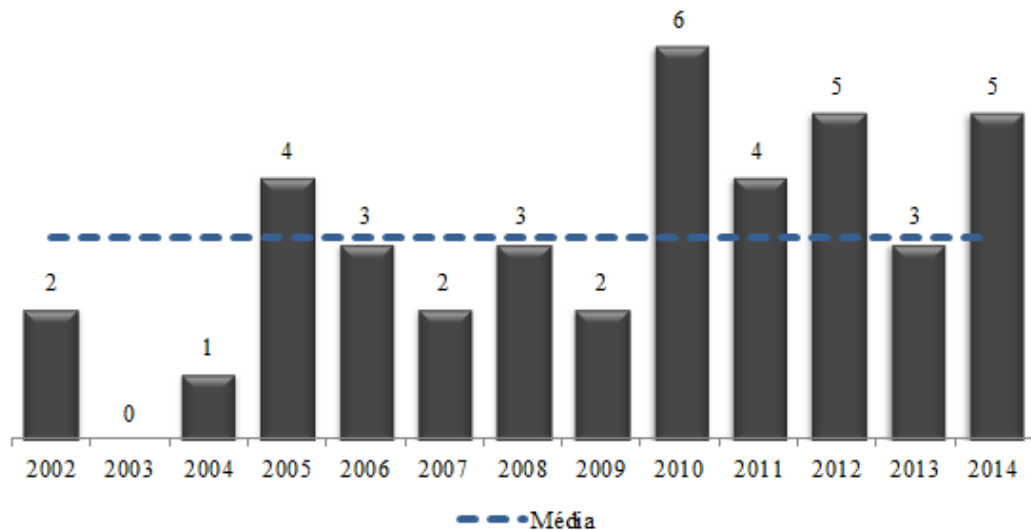
4.1 *INSIDER* NA ATIVIDADE PUNITIVA DA CVM

O regulador do mercado de valores mobiliários brasileiro julgou 717 processos administrativos sancionadores em rito ordinário, o que significa que foram julgados pelo Colegiado da CVM, entre 2002 e 2014. Deste total, 40 casos envolviam o ilícito de *insider trading*, representando pouco mais de 5% da atividade punitiva da CVM neste período.

Gráfico 2 - Casos julgados na CVM entre 2002 e 2014

Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

No gráfico 3 a seguir, é possível analisar a quantidade de processos envolvendo *insiders* julgados pela CVM em cada ano, e concluir que, em média, a autarquia julgou entre dois e quatro casos por ano e que não há grande variação no tempo (desvio padrão = 1,54 casos). Portanto, os períodos fora do padrão foram os anos de 2003 e 2004 (abaixo da média), e 2010, 2012 e 2014 (acima da média).

Gráfico 3 - Número de casos de *insider trading* julgados pela CVM, por ano, no período de 2002 a 2014

Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

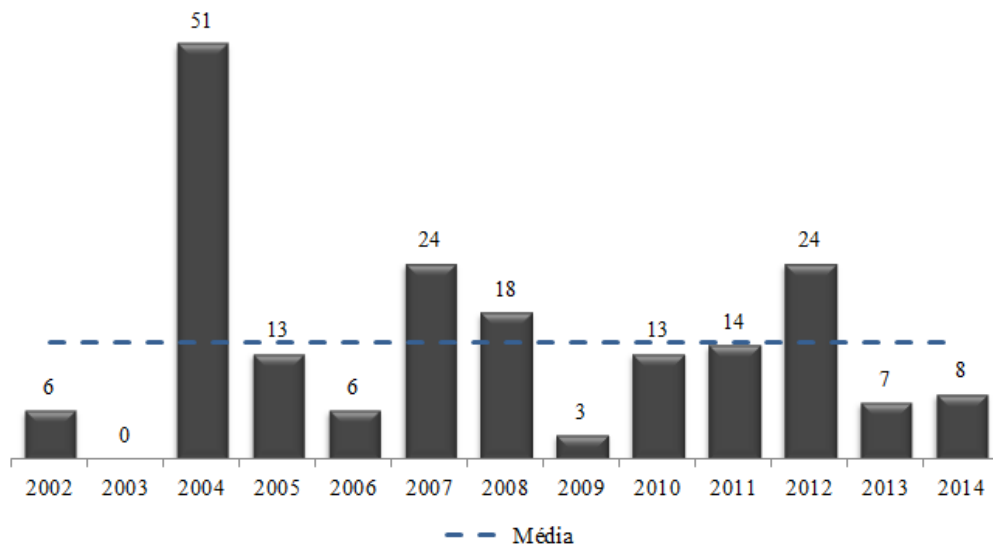
A CVM julgou entre 2009 e 2014 - últimos seis anos do período analisado - 25 processos administrativos sancionadores relacionados com ilícitos de *insider trading*, o que representa um crescimento no número de processos julgados de 66,7%, quando comparado aos primeiros sete anos de atividade punitiva da autarquia.

4.2 INDICIADOS POR *INSIDER*

A informação privilegiada pode ser usada para a negociação de papéis por diferentes agentes que ocupam diversas posições em relação à companhia emissora. Por vezes, um processo administrativo envolve mais de um suspeito de *insider* e, por isso, saber apenas o número de casos julgados pela CVM não é o suficiente para analisar a sua atividade punitiva. Entre 2002 e 2014, foram 187 indiciados pelo uso de informação privilegiada, sendo a distribuição pelos anos irregular. Cabe destacar que, conforme Prado e Vilela (2015): “para além do desvio médio, o alto número em 2004 decorre de apenas um caso que envolveu 51 indiciados.”.

O caso citado trata-se do relatado no processo administrativo sancionador CVM nº 18/01 (CVM, 2004), que apurou o uso de informação privilegiada relacionado ao fato relevante divulgado pela COPEL em 25 de julho de 2001. O teor do fato relevante era sobre a possibilidade de propiciar aos detentores de ações ordinárias da empresa, as mesmas condições de negociação que viessem a ser praticadas pelo Estado do Paraná com o BNDESPAR. A divulgação do fato relevante gerou um aumento de, aproximadamente, 14% nos preços das ações ordinárias. Por fim, a CVM puniu, com base na Instrução CVM 31/84 (CVM, 1984), a FAR Fator Administração de Recursos e o Sr. Walter Appel, administradores de fundos de investimento que negociaram as ações da COPEL com uso de informação privilegiada.

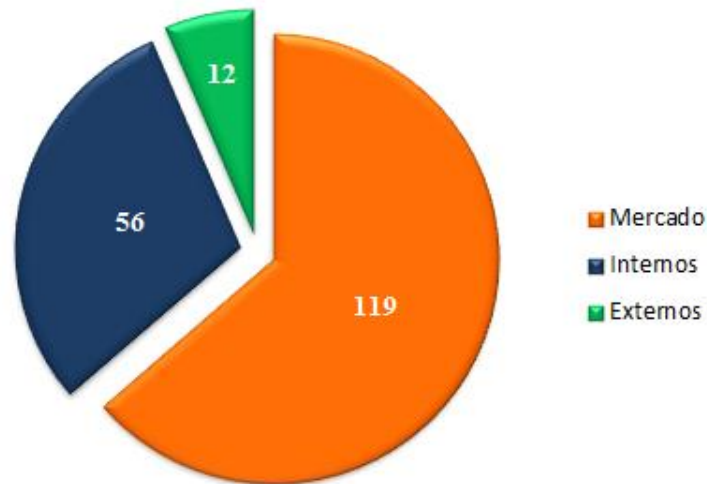
Gráfico 4 - Número de indiciados na CVM pela prática de *insider trading* no período de 2002 a 2014



Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Conforme o gráfico 5 abaixo, os indiciados pelo uso de informações privilegiadas são divididos em três categorias: internos, externos e mercado.

Gráfico 5 - Posição dos indiciados na CVM pela prática de *insider trading*

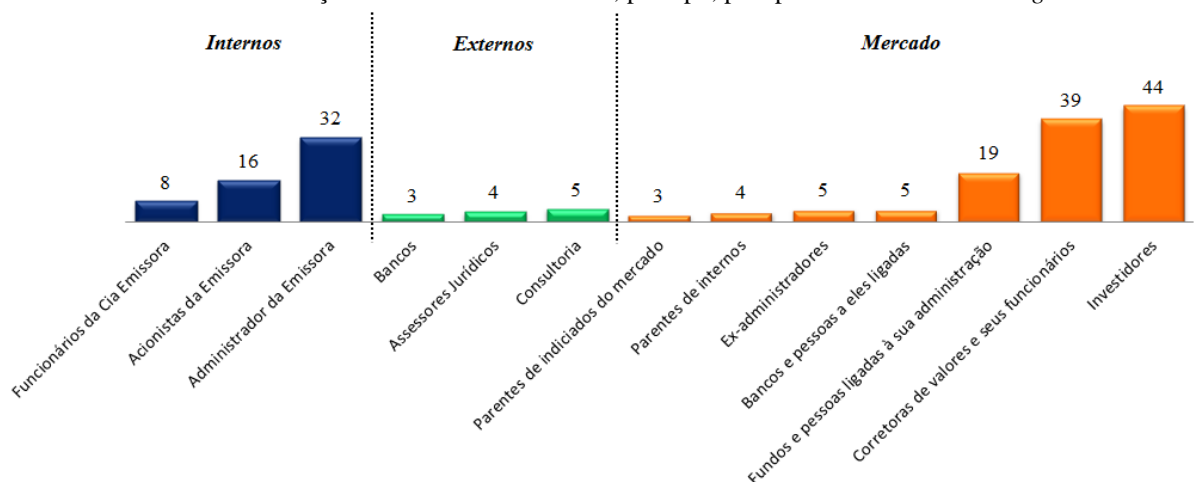


Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Da totalidade dos indiciados nos processos sancionadores da CVM, os agentes de mercado representam cerca de $2/3$, enquanto que o restante tem presença significativa dos internos (56 indiciados) e uma fatia bem menos expressiva dos externos (12 indiciados).

Com a finalidade de analisar quais são os atores que se utilizam de informações privilegiadas e são sujeitos à investigação da CVM, destaca-se quem são os que compõem as categorias (mercado, internos e externos) de punidos para, desta forma, viabilizar o avanço na análise da atividade punitiva da CVM nos casos de *insider trading*.

Gráfico 6 - Posição dos indiciados na CVM, por tipo, pela prática de *insider trading*



Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Conforme o gráfico 6 acima, dos 56 indiciados internos, os administradores somam mais da metade, sendo este grupo, o foco do seguinte capítulo da presente dissertação. Já em menor número, aparecem os acionistas (16) e funcionários (8) da companhia emissora.

Em relação aos indiciados externos, se comparados com as demais categorias de indiciados, são os que estão em menor número, totalizando 12 agentes. Dentre estes, cinco são ligados a serviços de consultoria, quatro foram contratados pela companhia emissora para serviços jurídicos e três relacionados à instituição financeira que viabilizou a operação que originou a informação relevante.

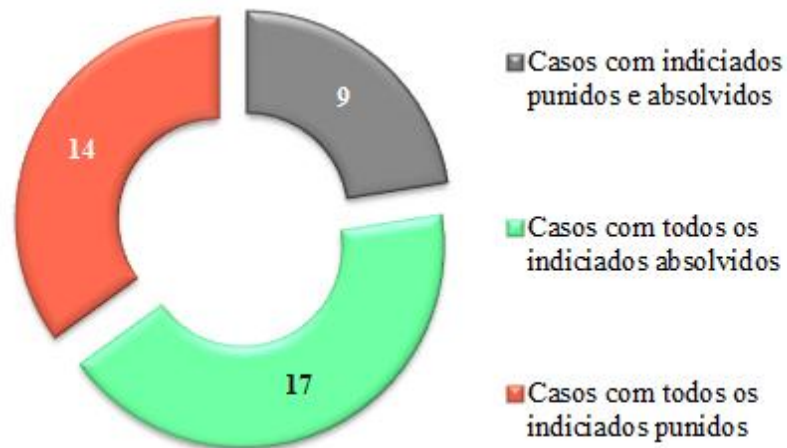
No que tange aos indiciados de mercado, os investidores em geral e as corretoras de valores representam cerca de 70% dos agentes. Em terceiro lugar, mas ainda com relevante participação, aparecem os fundos e pessoas ligadas à sua administração, com 19 indiciados.

Já em menor número, revelam-se os bancos e pessoas a ele ligadas, e ex-administradores da emissora, com cinco indiciados cada um. Ainda em relação a estes, cabe destacar que no art. 13 da Instrução CVM 358/02, veda-se a negociação com valores mobiliários por ex-administradores que se afastaram da companhia emissora antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, pelo prazo de seis meses após a sua saída.

Por último, destacam-se os parentes de indiciados internos e externos que, certamente, demandam muitos recursos da CVM para investigação, em função da dificuldade de se provar, além da própria relação de parentesco entre os agentes, a transação e utilização de informações relevantes aos mesmos.

4.3 PUNIÇÃO DA CONDUTA

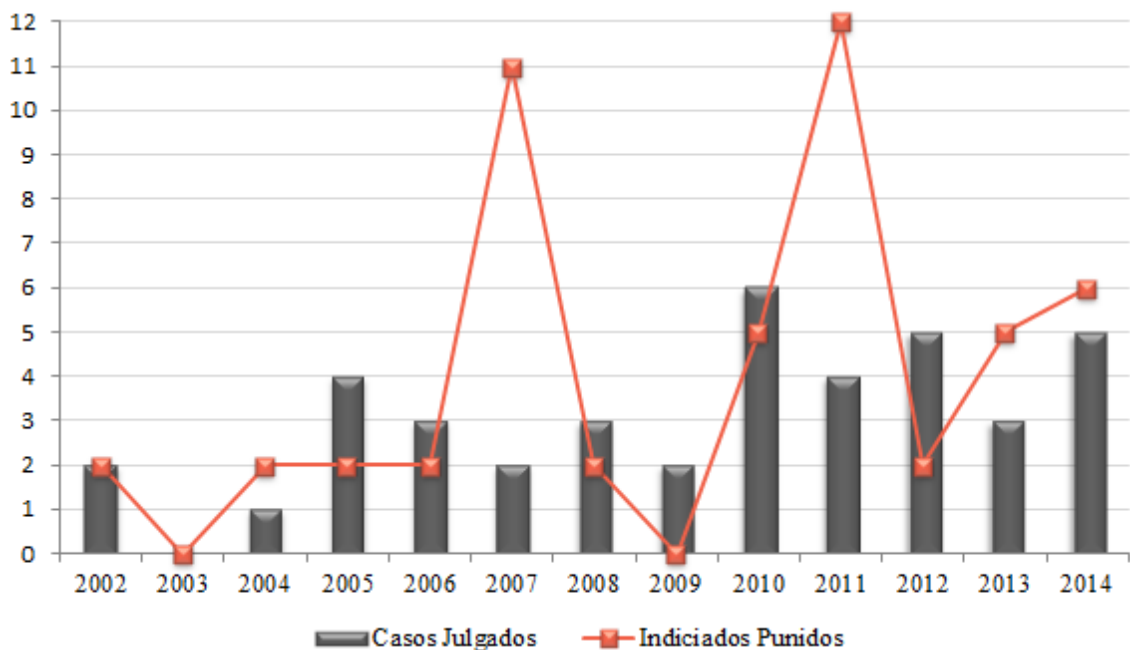
Entre 2002 e 2014, houve 40 processos administrativos de *insider trading* julgados pela CVM, sendo que em 23 destes, houve casos com indiciados punidos. No gráfico 7, a seguir, apresentam-se os casos de *insider* julgados pela CVM, com a abertura dos casos com indiciados punidos e/ou absolvidos.

Gráfico 7 - Casos com indiciados punidos e absolvidos

Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Foram nove casos em que houve, concomitantemente, indiciados punidos e absolvidos, e em 14 julgados todos os indiciados foram punidos. Já em 17 casos, que representam pouco menos da metade do total, todos os indiciados não sofreram punição alguma.

No entanto, a partir de 2010, é notável o aumento da média de casos julgados e indiciados punidos, conforme o gráfico 8 a seguir.

Gráfico 8 - Casos julgados e indiciados punidos por ano

Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Ao se comparar os casos julgados anualmente e os 51 indiciados punidos nos 23 casos em que houve punição, é possível verificar que, de 2002 até 2006, as punições aplicadas pela CVM aos indiciados foi praticamente constante, com baixa variação no número de casos julgados, com dois indiciados punidos por ano, com exceção de 2003.

Já em 2007, apenas com um caso, houve onze indiciados punidos, o que elevou as estatísticas. O ano de 2008 retoma o padrão de dois indiciados punidos, enquanto que 2009 houve dois casos julgados, porém sem nenhuma punição.

A partir de 2010, com o avanço tecnológico e investimentos por parte da autarquia, tanto em seu efetivo, como na parceria com a BM&FBOVESPA e Ministério Público, é perceptível um aumento da média de casos julgados e indiciados punidos por ano. Neste ano, foram seis casos julgados, com a punição de cinco indiciados.

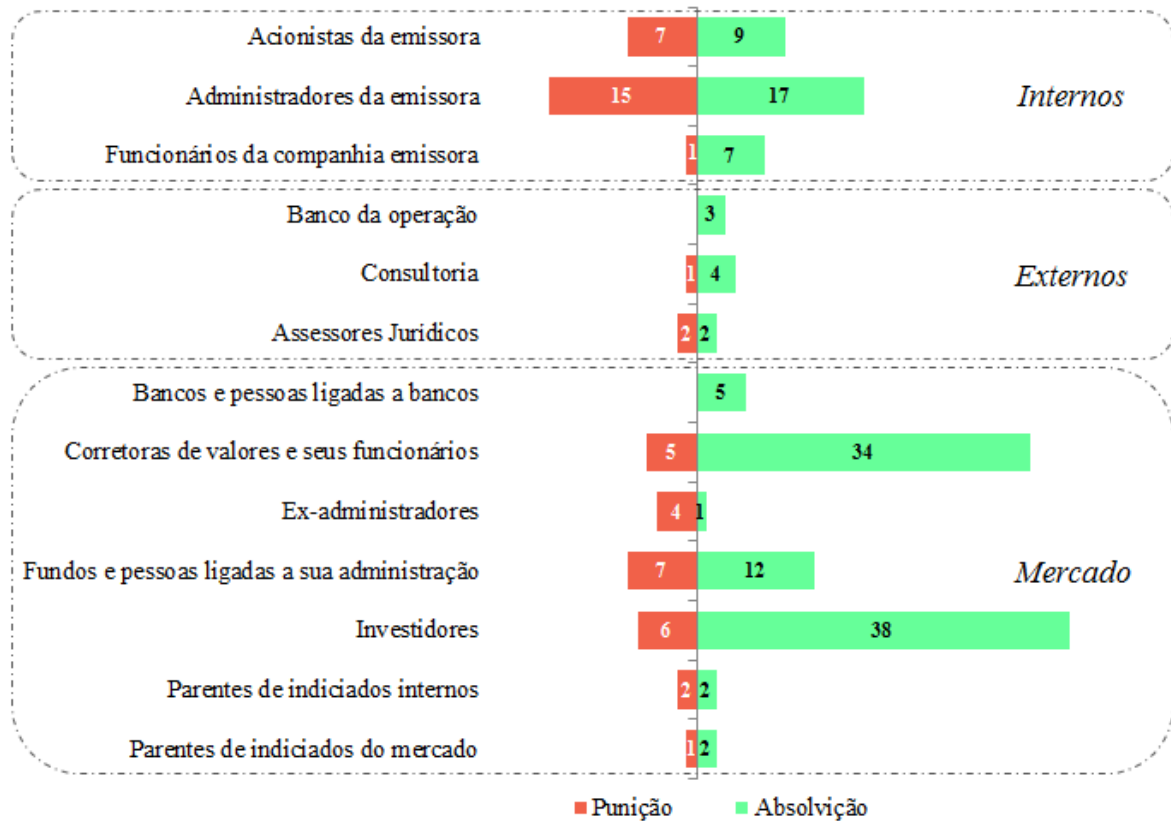
Entre 2011 e 2012, observaram-se quatro casos julgados por ano, sendo punidos doze, e dois agentes, respectivamente. Em 2013, os três casos julgados fizeram cinco indiciados punidos e, por fim, em 2014 foram cinco casos e seis indiciados punidos.

No que tange à punição dada aos infratores, cita-se excerto do voto do Sr. Marcelo Trindade, diretor da CVM, no processo administrativo sancionador nº 18/01, sobre a conduta:

O insider trading, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. [...] por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas [...].

Ao relacionar a totalidade dos indiciados e o resultado dos julgamentos, ou seja, se foram punidos ou absolvidos, é importante observar se há relação entre a punição e a categoria do agente, seja ele interno, externo ou de mercado.

Gráfico 9 - Punições e posições dos indiciados



Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

O universo de punidos em casos de *insider trading* é de 51 indiciados, destes, 23 possuem vínculo interno em relação à companhia emissora, com destaque para os administradores que representam mais de 25% de todos os indiciados. Os outros agentes internos punidos, entre 2002 e 2014, foram acionistas da companhia.

No que tange aos indiciados externos, apesar de bancos terem sido investigados, não houve punidos. O cenário é diferente para os assessores jurídicos, em que metade dos quatro investigados foram punidos. Já dos indiciados provenientes de serviços de consultoria, apenas um foi punido, enquanto que quatro foram absolvidos.

Os agentes advindos do mercado compõem a maioria dos indiciados, sendo 119 indiciados no total. Destaca-se que, dos 119 indiciados, cerca de 80% foram absolvidos, em função da grande quantidade de investigados que a CVM aponta ao longo dos processos, conforme colocado anteriormente.

Em relação aos investidores indiciados, 38 foram absolvidos e seis foram punidos, e quanto às corretoras de valores, 34 foram absolvidos e cinco foram punidos. Os ex-administradores contrariam esta relação, onde dos cinco julgados, quatro foram punidos e apenas um foi absolvido. Apesar do grande número de indiciados de mercado, o número de absolvições é bem alto, diferente dos indiciados internos, proporcionalmente os mais punidos.

A finalidade de auferir vantagem é entendida de modo amplo na jurisprudência da CVM. Além da obtenção do lucro, operações que tenham como objetivo reduzir prejuízos que, sem a posse da informação privilegiada seriam inevitáveis, também são consideradas “vantagens” para efeitos de uma condenação de *insider trading*.

No que diz respeito aos 187 indiciados por uso de informação privilegiada, relativamente a 67 deles houve, por parte da autarquia, a indicação da estimativa do ganho obtido na operação. Destaca-se que, legalmente, a obtenção de ganho com a utilização da informação privilegiada não é requisito legal para a configuração do ilícito de *insider*.

Gráfico 10 - Estimativa de ganhos obtidos/prejuízo evitado por indiciados punidos ou absolvidos



Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Verifica-se, através do gráfico 10, que a maior parte dos ganhos estimados vai até R\$ 500 mil. Nos casos que excederam o ganho estimado de R\$ 1 milhão, de nove indiciados, sete ainda foram absolvidos. Dentre estes, destacam-se três casos extremos, sendo dois com ganho no valor de R\$ 7,5 milhões (um deles punido), e outro caso com ganho de R\$ 11,6 milhões, absolvido. Ao se desconsiderar os referidos casos extremos, o ganho médio estimado, por operação, foi de R\$ 400 mil.

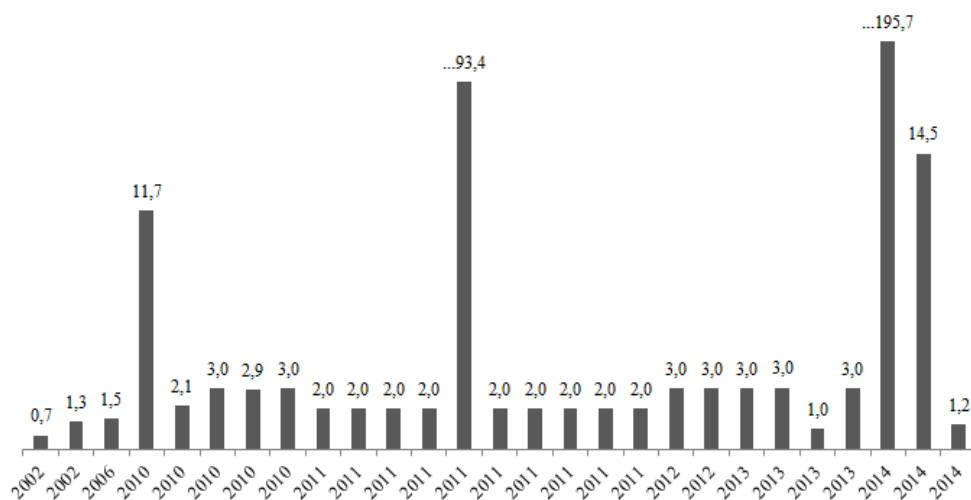
Conforme o art. 11, parágrafo primeiro, da Lei nº 6.385 de 1976 (BRASIL, 1976a), a multa aplicada pela CVM não pode exceder o maior dos seguintes valores: R\$ 500 mil, 50% do valor da emissão ou da operação irregular, ou três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência da prática ilícita.

Conforme Prado e Vilela (2015), no universo de 44 indiciados punidos com multa pela utilização de informações privilegiadas, 26 deles tiveram o ganho da operação ou o prejuízo evitado estimados no processo administrativo sancionador, nas outras 17 situações não há esta informação.

Para relacionar o valor da multa aplicada e o montante do ganho estimado ou do prejuízo evitado, ou seja, verificar se financeiramente compensou a prática para o agente, dividiu-se a multa pelo ganho estimado ou perda evitada para se encontrar a razão entre os valores.

Entre 2002 e 2014, a razão entre a multa aplicada e ganho obtido ou prejuízo evitado tendeu a se estabilizar em duas ou três vezes. Portanto, dentre as três opções legais, a CVM tende a optar pelo critério baseado no ganho obtido ou perda evitada pela operação e, desta forma, a prática não compensou financeiramente para os agentes punidos.

Gráfico 11 - Razão entre o valor da multa aplicada e o ganho obtido ou prejuízo evitado



Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Segundo Prado e Vilela (2015), quatro são as exceções extremas, quando ao calcular o valor da multa, o regulador utilizou o critério que o permite aplicar pena pecuniária de até 500 mil, e não o critério baseado no ganho obtido ou prejuízo evitado, sendo dois dos quatro casos ocorridos em 2014.

Entre 2002 e 2014, o máximo valor aplicado como multa ultrapassou os R\$ 22 milhões, cerca de três vezes o valor do ganho obtido, enquanto que a menor multa pecuniária foi de R\$ 1.340, sendo, neste caso, a ausência de estimativa de ganho obtido ou prejuízo evitado o ponto a ser destacado.

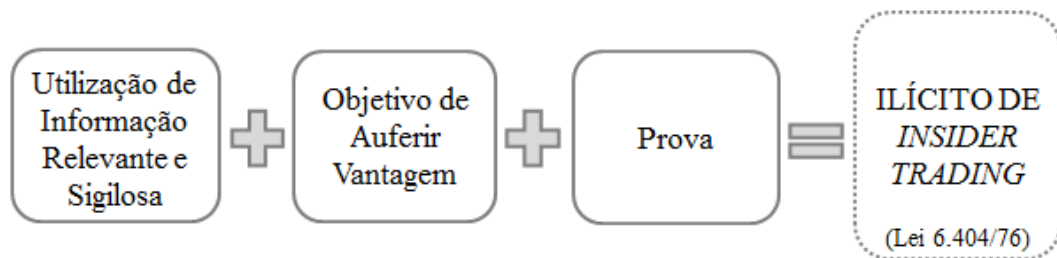
Os dados empíricos, acima expostos, revelam na atuação da CVM, em conjunto com a BM&FBOVESPA: um aumento no número de processos administrativos sancionadores

relacionados com a prática de *insider trading*; melhora nas técnicas de investigação e construção de provas; fortalecimento do aparato institucional de repressão ao *insider*; crescimento do ativismo da CVM na busca de condenações na esfera penal e na justiça comum.

4.4 RECONSTRUÇÃO DOS CRITÉRIOS MÍNIMOS À CONDENAÇÃO

Segundo avaliação da evolução dos julgados da CVM entre 2002 e 2014, modificações relevantes foram reveladas na forma de construção das condenações em ilícitos de *insider trading*, especialmente no que se refere ao nível de provas e indícios necessários para se conduzir a uma condenação.

Figura 9 - Reconstrução dos critérios de condenação do ilícito pela Lei nº 6.404/76



Fonte: Stocche (2014) adaptado pelo autor.

Desta forma, antes de prosseguir com a análise profunda dos casos envolvendo administradores, reconstrói-se os critérios mínimos de condenação, à luz dos julgados recentes da CVM. Para isso, utiliza-se a estrutura básica da Lei nº 6.404/76, conforme figura 9, anteriormente apresentada.

4.4.1 Utilização de Informação Relevante Sigilosa

Conforme já destacado, considera-se informação relevante qualquer ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia, que possa influir:

- a) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

- c) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

A Instrução CVM 358/02 revela alguns exemplos de informações relevantes: mudança no controle da companhia, inclusive por meio de acordo de acionistas; incorporação, cisão ou fusão envolvendo a companhia; mudança de critérios contábeis; dentre outros (CVM, 2002).

Nota-se que cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação. Caso se constate que o Diretor de Relações com Investidores posiciona-se de forma omissa em relação à divulgação, as pessoas mencionadas que ocupam posição privilegiada, sob pena de também serem responsabilizadas, devem imediatamente comunicar o ato ou fato relevante à CVM.

Os administradores e/ou os acionistas controladores podem, excepcionalmente, e exclusivamente, em interesse da companhia, deixar de divulgar determinada informação relevante que coloque em risco interesses legítimos da companhia, optando pelo sigilo. Esta exceção à regra geral deve ser aplicada somente em casos em que a divulgação tenha potencial de trazer prejuízo à companhia, como por exemplo: tratativas de determinada operação envolvendo a companhia, cuja precoce divulgação colocaria em risco as negociações. Outra situação que poderia ser considerada exceção seria quando estivesse em questão uma informação relevante que consistisse em segredo industrial, cuja divulgação prematura exporia a companhia aos seus pares de mercado.

Nas situações em que os administradores e/ou acionistas controladores notarem que a informação relevante escapou ao controle ou que há oscilação atípica na cotação, no preço ou na quantidade negociada dos valores mobiliários emitidos pela companhia, os mesmos devem, imediatamente, de forma direta ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar a informação relevante ao mercado.

Desta forma, em caso de rumores sobre eventuais hipóteses que configurem fatos relevantes, o entendimento da CVM (2007) é de que o administrador é obrigado a divulgar informações:

A CVM tem sempre confirmado que, se a informação foge ao controle da companhia ou se se constata oscilações atípicas nas cotações ou no volume dos valores mobiliários negociados, é dever do diretor de relações com investidores esclarecer a situação, divulgando fato relevante, confirmando ou desmentindo o que, até então, não passa de simples boato ou trazendo a público o fato que pode justificar a oscilação na cotação ou nos volumes negociados. Se o fato relevante ainda não puder ser considerado um fato consumado ou definitivo, é dever do diretor de relações com investidores divulgar a informação até então disponível sobre esse fato. Igual atitude há de ser tomada se o fato for um ato jurídico. Nesse caso, o dever de divulgar independe da formalização desse ato jurídico, devendo o diretor de relações com investidores divulgar a existência de negociação ou a intenção de formalização do ato jurídico.

A seguir, com base em entendimentos manifestados em diversos processos administrativos sancionadores, demonstra-se a relação entre a categoria do agente e a presunção de posse de informação relevante por parte da CVM.

Figura 10 - Presunção da CVM conforme categoria de *insider*

Grupo	Presunção	Consequência
Acionista controlador e administradores (<i>insider</i> interno primário)	Presunção absoluta de posse da informação relevante	Vedação absoluta da negociação em caso de existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.
Demais integrantes da empresa (<i>insider</i> interno secundário)	Presunção relativa	Ônus da prova é do funcionário que deve provar que não detinha informação relevante no momento da negociação.
Pessoas com relação comercial ou profissional com a companhia (<i>insider</i> externo)	Nenhuma presunção quanto à posse da informação, mas presunção quanto ao seu caráter sigiloso (caso posse seja comprovada)	Ônus da prova da posse da informação é da CVM. Ônus da prova do conhecimento do caráter sigiloso recai sobre o acusado.
Demais investidores (<i>insider</i> mercado)	Nenhuma presunção	Ônus da prova é todo da CVM.

Fonte: Stocche (2014) adaptado pelo autor.

Nos últimos anos, a CVM tem alterado significativamente seu entendimento sobre o nível de prova necessário para comprovar a posse de informação relevante. A característica de intangibilidade da informação aparece como uma das principais barreiras para a construção de condenações em ilícitos de *insider trading*.

4.4.2 Objetivo de Auferir Vantagem e Provas

Destaca-se que, em primeiro lugar, a mera possibilidade de obtenção de lucro pode ser considerada para efeitos de apuração da intenção de obter vantagem. Paralelamente, é importante colocar que a existência ou não de lucro é absolutamente desconsiderada pela CVM na apuração do ilícito, pois, segundo a autarquia, presume-se que a negociação na posse de informação privilegiada teve a finalidade de auferir vantagem indevida.

A seguir, constam transcritos de alguns julgados, para que se compreenda o nível de rigor apurado em alguns votos dos diretores da autarquia, em casos de *insider trading*, assim como os principais argumentos utilizados, no que tange ao objetivo de auferir vantagens.

Por fim, um último aspecto sobre o qual muito já se disse em doutrina, mas que ainda assim merece ser comentado, é que a configuração do *insider trading* independe da existência de lucro na negociação. Este, no entanto, é um fator que pode vir a ser levado em consideração como indício do uso indevido da informação, uma vez que, supõe-se, o comitente com uma vantagem excepcional sobre os demais tende a auferir um lucro não menos excepcional. (PAS CVM nº 06/2003, j. 14.09.2005. Voto da Diretora Norma Parente)

O fato de o prejuízo, evitado pelo acusado na alienação de suas ações da Sadia, ter sido pequeno (no valor de R\$ 2.141,00) não me comove, pois entendo, com base no §4º do art.155 da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre a proibição de utilização de informação relevante com a finalidade de auferir vantagem para si e para outrem no mercado de valores mobiliários, que se deve levar em conta a finalidade da operação e não o lucro eventualmente obtido com a negociação. Ademais, o prejuízo evitado com a alienação foi baixo porque eram poucas as ações da Sadia detidas pelo acusado, o que, de qualquer forma, não evitou que ele se desfizesse da totalidade da posição que possuía. (PAS CVM nº 13/09, j. 13.12.2011. Voto do Diretor Otávio Yazbek)

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do *insider*, basta, simplesmente, a negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. (PAS CVM nº 2011/3665, j. 03.04.2012. Voto da Diretora Luciana Pires Dias)

Entretanto, em alguns julgados, a CVM reconheceu a possibilidade de o acusado comprovar que a operação não teve a intenção de obter indevida vantagem, como por exemplo: ordens dadas por terceiros sem a participação do acusado, operações de *hedge*, etc. Nestes casos, o ônus da prova é totalmente do acusado, que deverá expor ao órgão fiscalizador as razões pelas quais acredita que a operação não teve a intenção de auferir vantagem indevida.

No capítulo a seguir, serão analisados, especificamente, os casos de *insider trading* envolvendo administradores de companhias abertas no período de 2002 a 2014. Desta forma, será verificado o comportamento da CVM nesses casos e de que forma a governança corporativa das companhias brasileiras influenciaram nas decisões do órgão regulador.

5 ANÁLISE DOS CASOS DE *INSIDERS* PRIMÁRIOS: ADMINISTRADORES

A conduta de administradores de companhias abertas é diretamente afetada pelas recentes mudanças nos entendimentos da CVM, em especial no que se refere à extensão das provas necessárias para condenação.

Desta forma, mudanças no cenário de repressão ao *insider trading* no Brasil exigem atenção especial ao assunto por parte de administradores de companhias abertas, especialmente em relação às medidas preventivas a serem tomadas, visando reduzir o risco de operações legítimas serem consideradas ilícitas pela autarquia federal que fiscaliza o mercado de capitais.

Neste capítulo, utiliza-se parte da base de dados fornecida pelo Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da Fundação Getúlio Vargas, além de dados extraídos da análise qualitativa e quantitativa do universo de processos administrativos sancionadores envolvendo administradores de companhias abertas entre 2002 e 2014.

Isto posto, adicionou-se à base de dados original informações como: data da decisão da CVM, o cargo do administrador envolvido, as medidas das companhias em relação ao evento, os principais motivos para as absolvições/punições dos *insiders*, o nível de governança corporativa das companhias à época da primeira operação, além de fatos específicos sobre cada PAS que foram relevantes no processo e na tomada de decisão do órgão regulador.

Assim, torna-se viável analisar com maior rigor os casos de *insider trading* envolvendo administradores de companhias abertas, relacionar o resultado dos processos sancionadores com os níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA e estabelecer a influência das práticas de governança corporativa dessas companhias no andamento processual.

Por fim, com base nos dados extraídos da análise anteriormente citada, sugerem-se práticas de governança corporativa que podem ajudar as companhias em protegê-las de casos de *insider trading*, de forma mais efetiva, à luz das decisões recentes da CVM sobre o ilícito.

5.1 DADOS GERAIS

O objeto de estudo deste capítulo é o universo de processos administrativos sancionadores envolvendo administradores de companhias abertas. Ao todo, foram analisados

14 PAS em que as decisões finais ocorreram entre 2002 e 2014, envolvendo 14 empresas brasileiras de capital aberto de diversos setores da economia, tendo sido julgados 32 administradores, entre conselheiros de administração, principais executivos (presidentes), diretores e diretores de relações com investidores.

Conforme a figura 11 a seguir, verifica-se o processo de estratificação do universo de PAS, de empresas e de agentes considerados para análise.

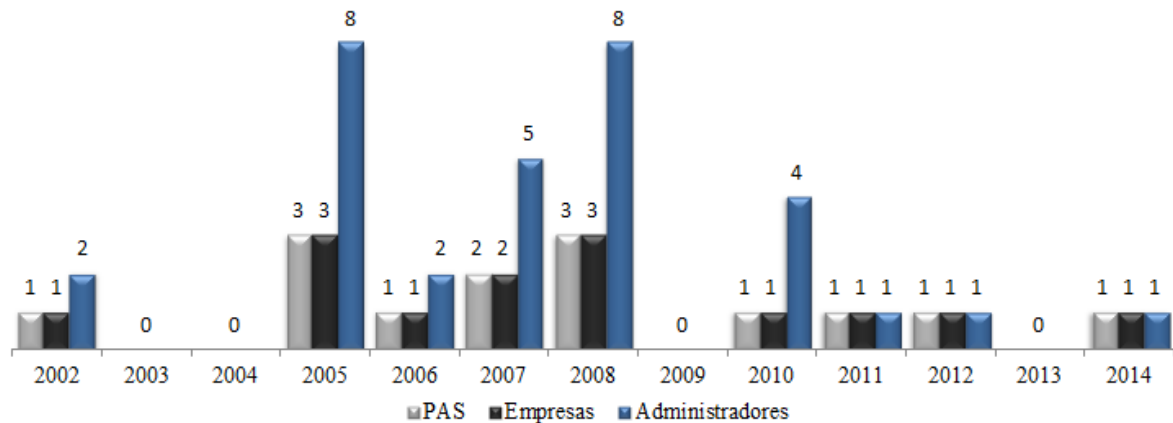
Figura 11 - Processo de estratificação para análise

Dados referente ao período de 2002-2014	nº de PAS	nº de Empresas	nº de Agentes
TOTAL DE JULGADOS PELA CVM	717	<i>indisponível</i>	<i>indisponível</i>
INSIDER TRADING	40	37	119
INSIDERS INTERNOS	23	20	56
ADMINISTRADORES	14	14	32

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Dentre os 717 processos administrativos sancionadores julgados, pela CVM, entre 2002 e 2014, relativos aos mais diversos temas, 40 foram envolvendo o ilícito de *insider trading*, totalizando 119 agentes. Ao selecionar apenas os casos envolvendo agentes internos, chega-se a 23 PAS, sendo 20 empresas e 56 agentes. Por último, filtrou-se os casos envolvendo conselheiros e/ou diretores, o que totaliza 14 PAS e 32 administradores.

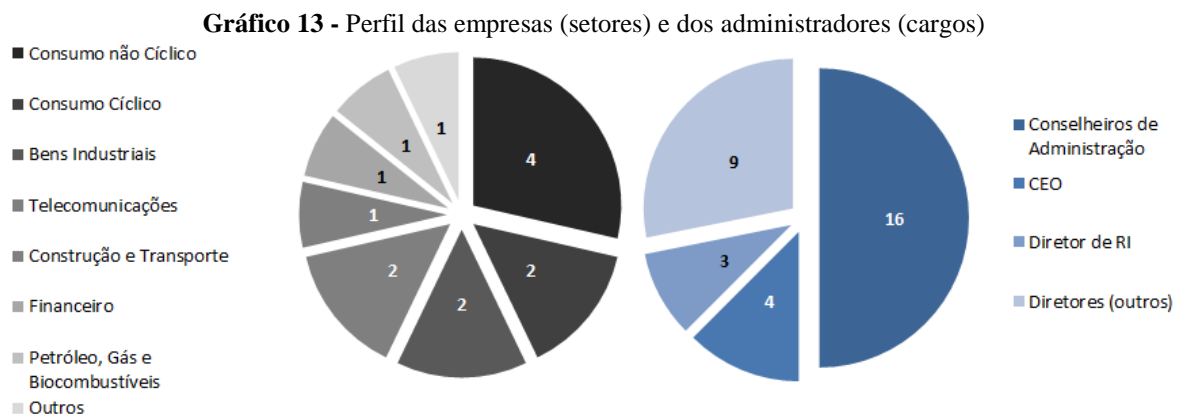
No gráfico 12 a seguir, verifica-se a evolução anual dos processos analisados, assim como a distribuição de empresas e agentes envolvidos ao longo do período.

Gráfico 12 - Número de PAS, empresas e administradores indiciados entre 2002 e 2014

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

O gráfico acima mostra que a CVM julga, em média, praticamente um (0,997) caso de *insider trading* envolvendo administradores por ano, sendo que 50% dos casos foram julgados até 2007 e a outra metade, entre 2008 e 2014. Esta distribuição é aproximadamente semelhante quando se analisa o número de administradores indiciados em cada processo, sendo 53,1% desses julgados até 2007.

A seguir, apresenta-se o perfil das empresas e dos administradores envolvidos nos casos julgados pela CVM. No gráfico 13, verificam-se as empresas por setor de atuação, segundo critérios da BM&FBOVESPA, além dos cargos dos administradores, conforme constam nos respectivos processos sancionadores nos quais foram citados.



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

A análise do perfil das 14 empresas cujas ações foram alvo de *insider trading* evidencia que 42,9% pertencem ao setor de consumo, como empresas do ramo de alimentos processados, saúde e agropecuária (não cíclico), além de empresas de vestuário e calçadistas (cíclico). Ainda, as empresas do setor de máquinas e equipamentos e materiais rodoviários

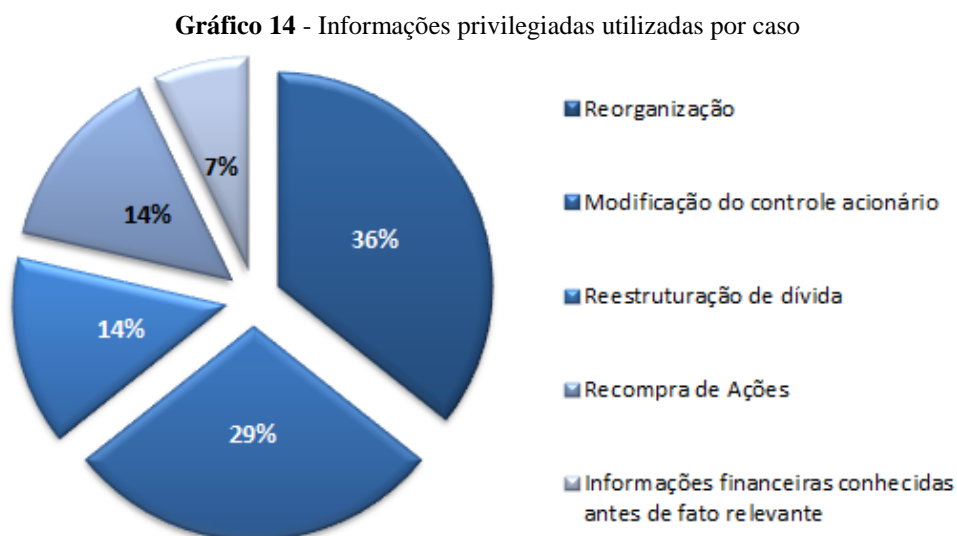
(bens industriais) e as empresas do setor de telecomunicações foram responsáveis por 14,3% das investigações, cada.

No que tange ao perfil dos administradores julgados pela CVM pelo crime de *insider trading*, verifica-se que 50% desses são conselheiros de administração. Esta constatação é grave, visto que este órgão está posicionado no mais alto nível de governança corporativa dentro das organizações e os atos de seus membros são de suma importância para a manutenção das boas práticas e perenidade das companhias.

Outro perfil de administrador a ser destacado é o Diretor de Relações com Investidores, investigado em 9,4% dos casos envolvendo administradores, isto porque é ele o responsável pela prestação de informações ao público investidor e à CVM, bem como pela atualização do registro de companhia. Por último, verifica-se que os CEOs foram responsáveis por 12,5% e outros diretores, como CFOs (*chief financial officers*) e COOs (*chief operational officers*), por 28,1% dos casos.

5.2 INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS UTILIZADAS

A análise dos processos de *insider trading* envolvendo administradores de companhias abertas permitiu identificar quais são as informações utilizadas nos ilícitos julgados pela CVM, sendo a sua distribuição demonstrada a seguir no gráfico 14.



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

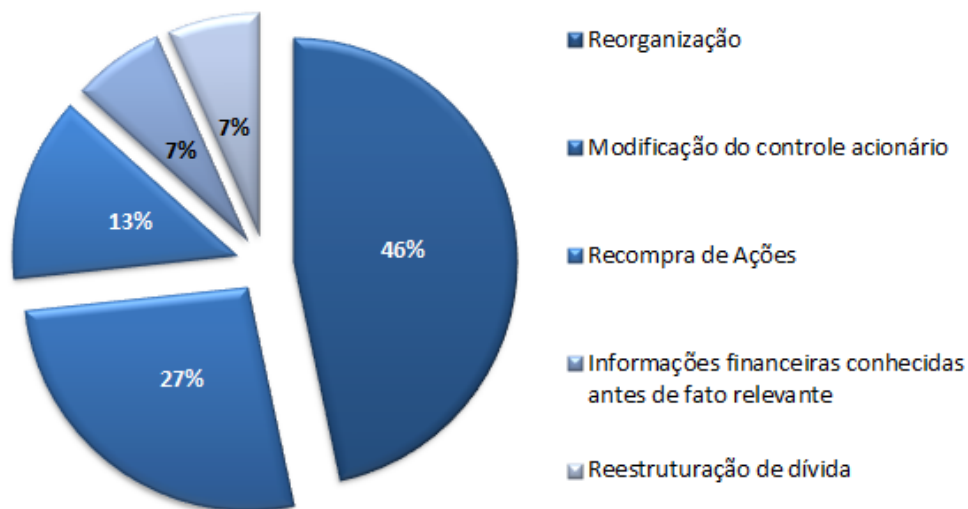
Os resultados mostram que informações relativas à alteração da estrutura de capital da empresa (reorganizações societárias, modificações do controle e recompra de ações) somam 79% do total de casos.

Demais informações, que aparecem pontualmente na pesquisa, são notícias sobre reestruturação de dívidas (14%) e informações financeiras conhecidas antes de fatos relevantes com um caso apenas.

Portanto, majoritariamente, as modificações na estrutura de capital das companhias emissoras são a maior parte das informações investigadas pelo regulador, confirmando a sua importância. Já as informações da emissora sobre o negócio ou sobre a situação financeira aparecem de forma menos relevante.

No próximo gráfico, apresentam-se as informações privilegiadas utilizadas pelos indiciados efetivamente punidos, de alguma forma, pela Comissão de Valores Mobiliários, entre 2002 e 2014.

Gráfico 15 - Informações privilegiadas utilizadas pelos indiciados punidos



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

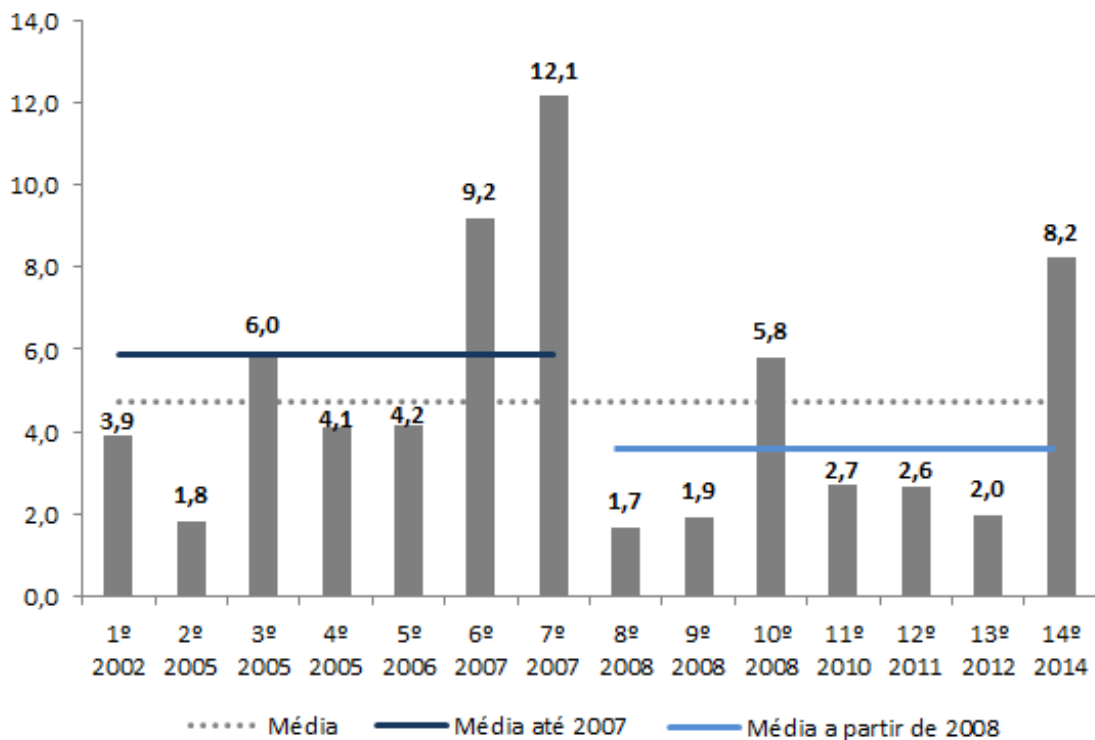
Ainda em linha com as informações apresentadas no gráfico 14, a maioria dos indiciados (46%) foi punida pela CVM também por conta da utilização de informações relativas às reorganizações societárias.

Na sequência, aparecem as punições pelo conhecimento de informações financeiras antes do fato relevante e da reestruturação de dívidas, responsáveis pela punição de um administrador, cada.

5.3 ATUAÇÃO DA CVM

A análise dos julgados recentes da CVM, conforme abordado no capítulo anterior, revela uma mudança importante na forma de repressão ao *insider trading* no Brasil, como por exemplo: um aumento no valor das multas aplicadas, condenações inéditas na esfera penal e aplicações de multas que excederam os R\$ 500 mil. No gráfico 16 a seguir, verifica-se o tempo entre a data da primeira operação com valores mobiliários, com suposta informação privilegiada, e a data da decisão do Colegiado da CVM.

Gráfico 16 - Tempo (anos) entre a data da 1ª operação do agente e da decisão da CVM



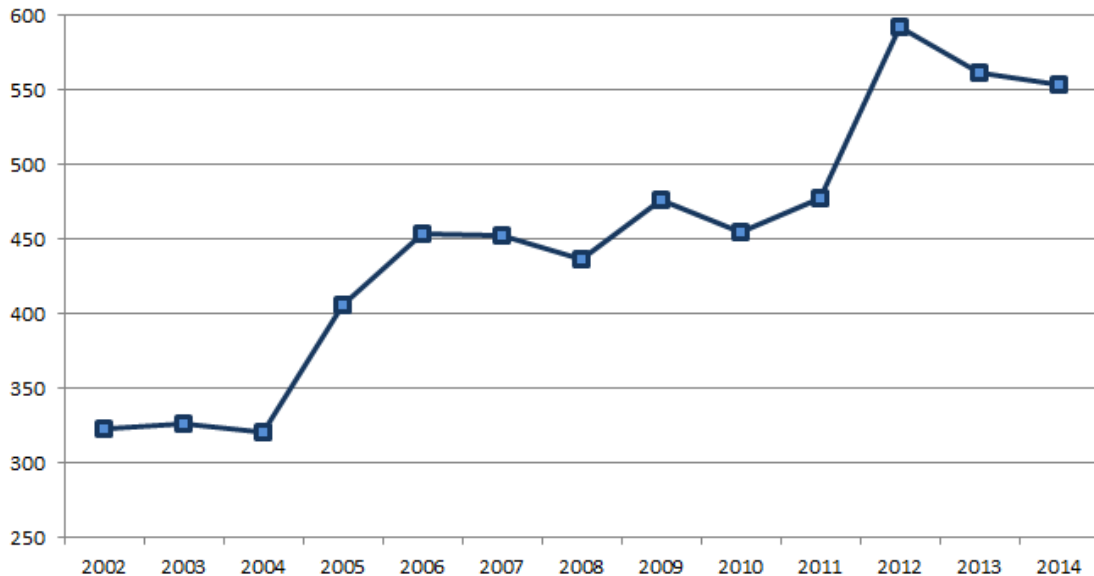
Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Verifica-se que a CVM levou, em média, 4,7 anos para identificar a negociação suspeita de ter acontecido com informação privilegiada, notificar os agentes envolvidos no caso, oportunizar as defesas para cada indiciado, para finalmente, julgar o evento. No entanto, nota-se uma diferença importante no tempo dos últimos sete casos julgados, quando comparado aos primeiros. Até 2007, o tempo médio para realizar o mesmo processo era de 5,9 anos, enquanto que, a partir de 2008, esse tempo passou para 3,6 anos, ou seja, 39,5% a menos do que a média do primeiro período de 2002 a 2007.

Esta intensificação de atuação e celeridade no andamento processual é viabilizada não só pelos avanços tecnológicos, investimentos em sistemas e da curva de aprendizado do

Colegiado do órgão, mas também por um aumento do quadro funcional da CVM que, ao longo dos últimos anos, apresentou evolução conforme demonstrada no gráfico 17, a seguir:

Gráfico 17 - Evolução do quadro de funcionários da CVM



Fonte: CVM (2016) adaptado pelo autor.

Em relação às tendências na repressão ao *insider trading*, a CVM tem dado atenção aos custos processuais envolvidos e aos sinais que são passados ao mercado quando ocorrem absolvições. Isto é evidenciado no voto do diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no âmbito do PAS CVM nº 16/03 de 2006:

10. [...] As absolvições são ruins por vários motivos. Internamente, duas consequências óbvias: (i) recursos humanos e materiais da CVM estão sendo utilizados sem que se obtenha um resultado útil; e (ii) as pessoas envolvidas com a atividade acusatória ficam com a sensação de impunidade. Ou seja, passamos, internamente, a impressão de baixa efetividade. Externamente, também, duas consequências óbvias: (i) impomos custos excessivos aos particulares absolvidos, já que precisam apresentar defesa e justificar-se junto à comunidade em razão dessas acusações; e (ii) a atividade sancionatória perde credibilidade, pois se vê que o resultado mais provável, estatisticamente, é a absolvição. Ou seja, passamos a impressão de baixa efetividade.

[...] 12. O número excessivo de absolvições, muitas das quais derivam das mesmas falhas acusatórias (inexistência de prova, utilização excessiva de pressuposições, interpretação das regras de direito material em sentido diverso da comumente aceita pelo Colegiado), levam não só à impossibilidade de maior dedicação do Colegiado aos casos mais importantes para o mercado e para o aumento da respeitabilidade da CVM e, também, para as demais atividades por nós exercidas. Ficamos, também, com a sensação de que nossas decisões e orientações são, simplesmente, ignoradas.

Tendo em vista a atividade punitiva da CVM, a seguir é analisada a distribuição entre absolvições e punições dadas aos administradores pelo órgão regulador através dos processos administrativos sancionadores entre 2002 e 2014.

5.4 PUNIÇÕES NOS CASOS JULGADOS

Conforme abordado anteriormente, a percepção de que o *insider trading* é prejudicial ao mercado é reforçada a partir de sua criminalização em 2001. A Comissão de Valores Mobiliários, enquanto órgão regulador, deve punir os ilícitos praticados no mercado de capitais brasileiro, pois a aplicação dessas penalidades, além da própria função punitiva, sinaliza ao mercado em geral que determinadas condutas não são aceitas.

Do total de 187 indiciados pela utilização de informações privilegiadas, 51 foram punidos e 136 absolvidos. Entretanto, o grande número de absolvidos não indica, necessariamente, que a punição do ilícito de *insider* é negligenciada pelo regulador. A grande taxa de absolvição deve ser analisada em conjunto com o padrão de investigação da CVM, de incluir vários indiciados no polo passivo de cada processo, além de ponderar que a dificuldade na construção da prova é outro impeditivo para mais punições.

Ressalta-se que, conforme visto no gráfico 18 a seguir, há uma importante diferença na taxa de absolvição dos *insiders* administradores, quando comparada a dos *insiders* externos e de mercado. Enquanto que a taxa de absolvição dos grupos de *insiders* compostos por assessorias e consultorias (externos), e corretoras e investidores em geral (mercado) gira em torno de 75% - 80%, a cada 10 administradores indiciados, aproximadamente 5 são absolvidos.

Gráfico 18 - Indiciados punidos x indiciados absolvidos

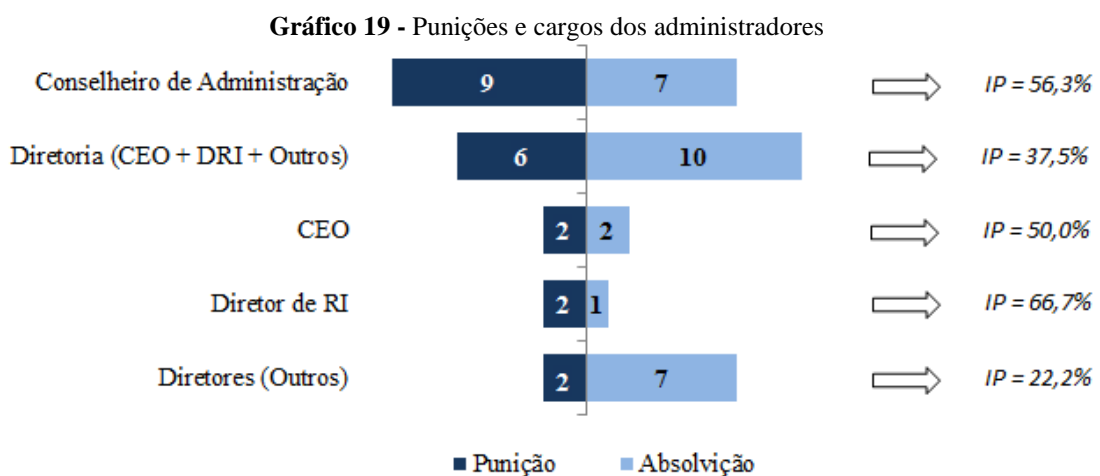


Fonte: Prado e Vilela (2015) adaptado pelo autor.

Basicamente, a diferença da taxa de absolvição de *insiders* administradores para *insiders* externos e de mercado decorre do critério para provar a ocorrência do ilícito. Isto porque, para a CVM, existe a presunção absoluta de posse de informação relevante por parte

dos administradores e, por isso, a consequente vedação absoluta de negociação em caso de existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

Conforme a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976b), a administração de uma companhia compete ao conselho de administração e a diretoria, sendo as normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidades previstas nos art. 145 a 151 da referida lei. No gráfico 19 a seguir, verifica-se a distribuição entre punições e absolvições dada aos administradores, além do Índice de Punição (IP), que representa a quantidade de administradores punidos em razão do total de administradores, por cargo.

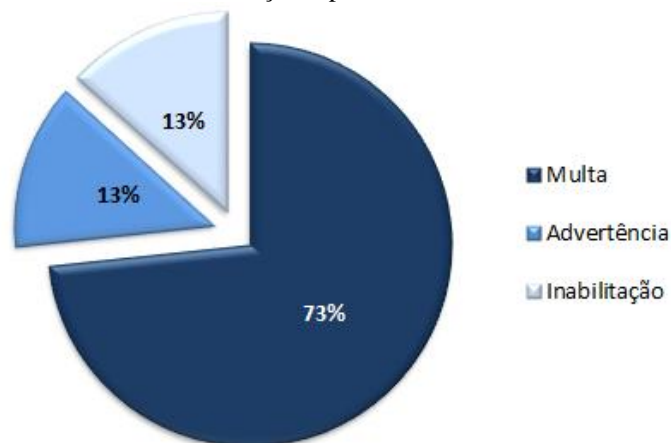


Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Dentre os administradores punidos, constata-se que 60% eram conselheiros de administração, sendo os outros 40% representados por diretores, igualmente distribuídos entre CEOs, diretores de RI e diretores em geral. No que tange às absolvições, 58,8% dos administradores absolvidos eram diretores. Mesmo com uma amostra limitada pelo histórico de processos julgados envolvendo *insiders* internos primários, é possível perceber que a taxa de punição de conselheiros (56,3%), em geral, foi maior do que a de diretores (37,5%).

No exercício da sua atividade punitiva, a CVM pode aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades, conforme o artigo 11 da Lei nº 6.385 de 1976 (BRASIL, 1976a).

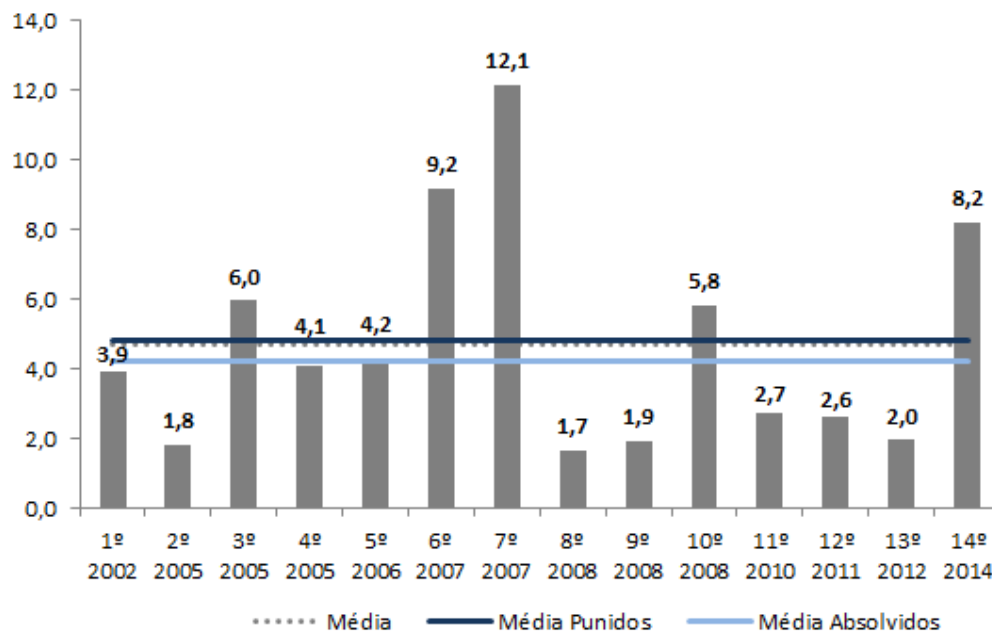
Nos ilícitos de *insider trading* envolvendo administradores, verifica-se a seguinte distribuição de penalidades aplicadas entre multa, advertência e inabilitação.

Gráfico 20 - Punições aplicadas a administradores

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

As multas são as penalidades mais aplicadas, somando 11 das 15 punições. Já as advertências e as inabilitações vêm na sequência, com duas ocorrências cada.

Como visto anteriormente, o tempo médio que o órgão regulador tem levado para analisar a suposta negociação com informação privilegiada até a sua decisão final tem se reduzido. A seguir, verifica-se a diferença de tempo quando se trata de casos em que administradores são punidos e quando são absolvidos.

Gráfico 21 - Punições e tempo de decisão da CVM

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Enquanto que o tempo médio entre a primeira operação com as ações e da decisão da CVM é de, em geral, 4,7 anos, este tempo é cerca de 2% maior quando trata-se de casos em

que os administradores foram punidos. Já quando se analisa o tempo médio de decisão dos casos em que os administradores foram absolvidos, este tempo se reduz em aproximadamente 11%, ou seis meses a menos que a média. Desta forma, é possível concluir que há maior celeridade, por parte do órgão regulador, quando se resta comprovada a não ocorrência de *insider trading* por parte de um conselheiro ou diretor, do que quando é cabível a punição.

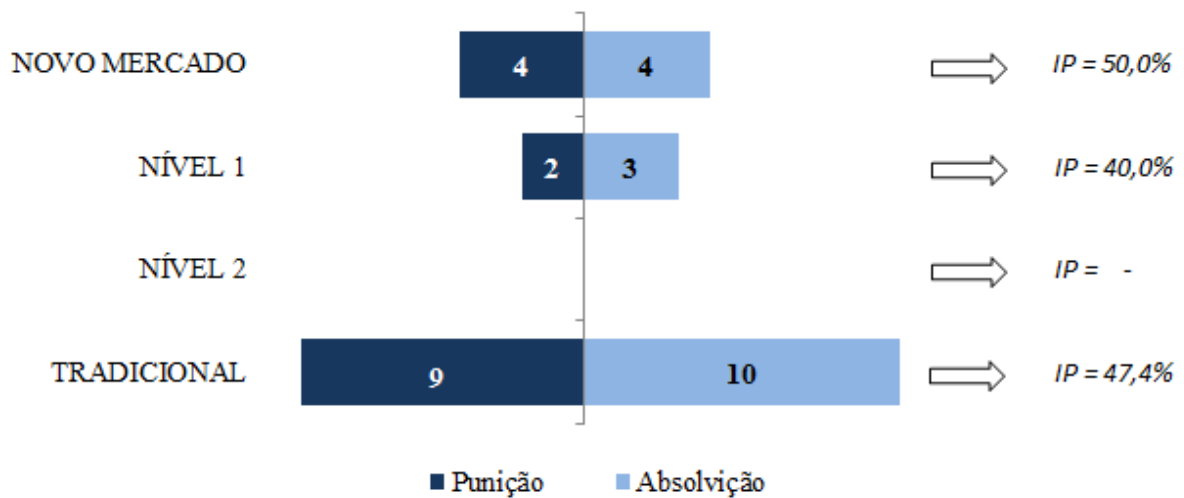
5.5 A INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS NAS DECISÕES DA CVM

As companhias de capital aberto brasileiras são segregadas em níveis de governança corporativa perante a BM&FBOVESPA. Esta forma simplificada de dividir as companhias acaba por facilitar o entendimento do investidor sobre o posicionamento dessas empresas em relação a grandes temas, como por exemplo: percentual mínimo de ações em circulação (*free float*), classes de ações emitidas (ordinárias e preferenciais), mínimo de conselheiros independentes, concessão de melhores condições aos acionistas minoritários em caso de alienação do controle (*tag along*), adoção de câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários, dentre outros.

Desta forma, resta importante analisar a influência das estruturas de governança corporativa das empresas na decisão da CVM em processos envolvendo administradores que nelas estavam à época da suposta negociação com informação privilegiada.

Ressalta-se que o critério para estabelecer o nível de governança corporativa das empresas foi o *status* das referidas companhias à época do suposto *insider trading* por parte de seus administradores, e não à época da decisão da CVM. Este critério foi utilizado, pois parece ser mais razoável que a CVM leve em consideração as condições da época da negociação com valores mobiliários, do que da data de sua decisão.

Gráfico 22 - Punições e níveis de governança corporativa



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Verifica-se, através do gráfico acima, que os níveis de governança corporativa não foram, para a amostra analisada, determinantes nos julgados da CVM. Isso porque, considerando o histórico dos casos entre 2002 e 2014, o resultado do Índice de Punição foi em torno de 50%, tanto para os administradores de empresas no Novo Mercado, quanto para os de empresas do mercado Tradicional, respectivamente o maior e o menor nível de governança corporativa, conforme BM&FBOVESPA (2016).

Segundo Eizirik et al. (2008), ao criar os segmentos diferenciados de listagem, a bolsa de valores brasileira pretendeu oferecer ao mercado ambientes de negociação que atraíssem o interesse dos investidores e que, ao mesmo tempo, valorizassem as companhias neles listadas. Ainda conforme o autor, a passagem para um patamar superior de governança aumentaria o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhoraria a qualidade das informações prestadas pelas empresas.

Portanto, apesar da inegável importância dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA para o mercado de capitais brasileiro, verificou-se que esses possuem baixa relevância quando o assunto é punição de administradores em casos de *insider trading*. A principal razão para este fato é que há pouca diferenciação nos regulamentos dos diferentes níveis de listagem, no que tange aos temas relacionados à negociação de ações com informação privilegiada. Esses fatores, conforme abordado ao longo da presente dissertação, estão em políticas de negociação das companhias abertas, instruções CVM, além das legislações pertinentes.

Entretanto, conforme abordado a seguir nos casos das empresas Lupatech S.A. e Grazziotin S.A., isto não significa que as práticas de governança corporativa das companhias

(e não os segmentos de listagem aos quais aderiram) não sejam importantes nas análises do órgão regulador para sua tomada de decisão acerca de supostos ilícitos de *insider trading*.

5.5.1 Case Lupatech S.A. - Práticas de Governança Influenciaram Positivamente

A Lupatech S.A. fornece equipamentos e serviços voltados, principalmente, ao setor de petróleo e gás. Em 2006, a Lupatech celebrou o Contrato de Participação no Novo Mercado com a BM&FBOVESPA e, assim, passou a negociar seus valores mobiliários no mais alto nível de governança corporativa da bolsa de valores brasileira.

Mesmo assim, em 2011, a CVM decidiu pela punição de um de seus administradores, que ocupava o cargo de conselheiro de administração e diretor, pela negociação de ações da companhia nove dias antes da divulgação das informações trimestrais (ITR) referente ao primeiro trimestre de 2009 (CVM, 2011). Desta forma, o acusado infringiu o disposto no art. 13, § 4º, da Instrução CVM 358/02, que veda a negociação de ações em período inferior aos quinze dias antecedentes à divulgação das informações trimestrais (CVM, 2002).

Entretanto, o que mais chama a atenção neste caso é que, mesmo em se tratando de um caso clássico de negociação de ações em período vedado, o órgão regulador decidiu por punir o administrador da emissora com uma mera advertência, apenas. Segundo Eizirik et al. (2008), a penalidade de advertência é aplicada nos casos de infrações leves, o que significa uma repressão ao acusado por escrito que, apesar de branda, pressupõe a certeza de culpabilidade do infrator.

As razões apontadas pelo Colegiado da CVM, para abrandar a punição do indiciado, deixam clara a influência positiva das práticas adotadas pela Lupatech, em especial, das medidas do Diretor de Relações com Investidores (DRI) ao tomar conhecimento do caso. Isto porque, ainda antes da divulgação do ITR em questão, o DRI da companhia informou à CVM o ocorrido e questionou formalmente o órgão regulador como proceder. Neste comunicado, o diretor ainda informou ao órgão fiscalizador que o negócio ocorreu em função de um descuido da consultoria financeira contratada pelo acusado que, por sua vez, não teria atentado às instruções de não transacionar as ações de propriedade do referido administrador nos períodos que antecedem à divulgação de resultados. Ademais, destacou a possibilidade do mesmo recompor sua posição acionária ainda antes da divulgação do ITR.

Na apresentação de sua defesa, o conselheiro/diretor acusado atestou que foi surpreendido pela transação executada pela sua consultoria financeira, pois não estava ciente que os recursos solicitados para a execução de um projeto pessoal seriam oriundos da venda

das ações da companhia onde era administrador. Adicionalmente, salientou que não auferiu vantagem, visto que as ações da Lupatech alcançaram um patamar superior de preço nos pregões seguintes.

Assim, restou claro o interesse do acusado e da companhia em remediar a situação, com a maior brevidade e eficiência possíveis. Tal entendimento é evidenciado no voto do relator do processo, Sr. Alessandro Lopes (CVM, 2011):

9. Os argumentos de defesa – notadamente aquele relacionado à comunicação feita à CVM logo após a realização do negócio e antes da data prevista para divulgação do ITR – demonstram o evidente arrependimento do acusado, diante da negociação irregular. Servem, assim, como atenuante da infração analisada, pois demonstram que a negociação não teve como *animus* o uso de informação privilegiada – embora tenham ocorrido no período vedado.

Conforme Eizirik et al. (2008), quando resta comprovada a ocorrência de circunstâncias atenuantes, a CVM não deve aplicar, ao indiciado, penalidade mais severa do que a advertência. Neste caso, constituem circunstâncias atenuantes a confissão e a prestação de informações relativas à materialidade do ilícito, que caracterizam a boa-fé do acusado.

Por fim, o Colegiado da CVM decidiu pela aplicação de uma advertência - e não pela absolvição - à luz do disposto no art. 20, inciso II, da Instrução CVM 358/02, segundo o qual as vedações presentes na referida instrução aplicam-se também às negociações realizadas através de terceiros com quem é mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira de ações (CVM, 2002), como foi o caso.

5.5.2 Case Grazziotin S.A. - (Falta de) Práticas de Governança Influenciaram Negativamente

A Grazziotin S.A. é formada pelas redes de lojas Grazziotin (vestuário), Tottal Casa e Conforto (decoração), Pormenos (varejo popular) e pela grife masculina Franco Giorgi, todas localizadas na região sul do Brasil. A Grazziotin não aderiu a nenhum nível especial de governança corporativa da BM&FBOVESPA e, portanto, está listada no mercado Tradicional.

Em julho de 2006, o Colegiado da CVM, por maioria dos votos, decidiu pela punição (CVM, 2006) do conselheiro de administração da companhia em questão, por infringir o art. 13 da Instrução CVM 358/02. A punição se deu em função do administrador ter adquirido, em período vedado, 190 mil ações preferenciais (ao preço de R\$ 71,00 por lote de mil, totalizando R\$ 13.490,00) da emissora para a qual trabalhava, entre o conhecimento de informação relevante e a sua divulgação ao mercado (CVM, 2002). Tratava-se de um anúncio

ao mercado de um plano de recompra de ações deliberado pelo conselho de administração, no qual era membro.

Em sua defesa, o administrador argumentou que, além de adquirir regularmente ações da companhia e tratar-se de um baixo volume, a ordem de compra estava em aberto desde antes da decisão de abrir o programa de recompra de ações. Entretanto, o diretor da CVM, relator do processo, contra-argumentou que, além não ter comprovado que a ordem estava em aberto com antecedência, o acusado deveria ter providenciado a imediata suspensão da ordem, assim que teve conhecimento da reunião de conselho de administração, ocasião onde obteve acesso à informação sobre o plano de recompra.

Ressalta-se que a defesa do administrador foi fragilizada pela falta de uma política de negociação e de um programa de aquisições, também conhecido como programa individual de investimentos, conforme destacado pelo Sr. Sergio Weguelin, diretor relator do processo (CVM, 2006):

9. Um outro argumento relevante - regularidade das aquisições – não preenche, em seu caso, os requisitos que poderiam levar à absolvição. Isso porque não havia um programa de aquisições (a exemplo da política de negociação, prevista no art. 15 da Instrução CVM 358/02) arquivado na Companhia, e a regularidade das compras do acusado não era tão precisa (costumeiramente adquiriu ações no mercado, mas não em datas ou volumes pré-definidos).

Adicionalmente, neste caso, a CVM mais uma vez reforçou o seu entendimento de que a combinação do cargo que ocupava o administrador da companhia com a aquisição dos valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado da informação, criou uma forte presunção de atuação ilícita do acusado, o que reforça a responsabilidade do *insider*.

Portanto, restou claro que a falta de boas práticas de governança por parte da companhia aumentou as chances da ocorrência de *insider trading*, ao mesmo tempo em que diminuíram os argumentos para a defesa de seu conselheiro. Finalmente, ao fixar a multa pecuniária de R\$ 20 mil, a CVM considerou como fatores redutores da gravidade da pena o pequeno volume da operação e a realização das recompras pela companhia por preço igual às aquisições realizadas pelo administrador.

5.6 MELHORES PRÁTICAS DE CONDUTA

O funcionamento adequado do mercado de capitais está constantemente ameaçado pelo usufruto de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Em função de falhas

na divulgação ou na omissão de fatos que influenciam a formação do preço das ações, cada vez mais companhias abertas tornam-se alvo de *insider trading*.

Os administradores de uma companhia aberta devem garantir que a divulgação de informações seja realizada de forma transparente, equitativa e com ampla acessibilidade, assegurando assim, um ambiente de confiança entre os *stakeholders*. A falta de comprometimento com esses princípios representa conduta passível de punição pelos órgãos reguladores.

Com base nessas premissas, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) divulgou, em 2014, uma “Carta de Orientação” às companhias abertas brasileiras guiando-as em como proceder para protegerem-se do uso de informação privilegiada pelos agentes internos, assim como as melhores formas de monitorarem o fluxo de informação relevante e a reação a um possível caso de *insider*.

Conforme o IBGC (2014), para evitar a responsabilização individual de conselheiros, mitigar o risco de dano à reputação da companhia e, ao mesmo tempo, incentivar a adoção das melhores práticas de governança corporativa, os administradores devem executar uma série de medidas classificadas em três tipos: prevenção, monitoramento e reação.

As ações relacionadas à prevenção são de caráter estrutural, ou seja, há de se ter uma preocupação com os pilares internos da companhia para que se minimizem os riscos de vazamento de informações. Portanto, para preservar a companhia e seus agentes, é essencial que as estruturas internas tenham a capacidade de conscientizar os colaboradores e terceiros, quanto à importância da informação que não é pública, além de manter o sigilo em relação à esta, enquanto não divulgada ao mercado. Ademais, destaca-se que as informações devem ser classificadas conforme sua relevância e que controles específicos de sigilo, divulgação e acesso para cada tipo de informação devem ser estipulados.

Em relação às práticas de monitoramento de informações relevantes e aos agentes que as detém, os administradores devem assegurar que empresa tenha um sistema de controles internos para proteger a companhia diante de eventual vazamento de informações estratégicas que possam impactar sua imagem e seus negócios. Desta forma, deve fazer parte do dia-a-dia da direção da companhia monitorar o comportamento de seus valores mobiliários, assim como acompanhar as especulações e rumores veiculados por diversos canais e agentes, sejam eles verdadeiros ou não.

Por fim, referente aos procedimentos reativos no caso de vazamento de informações relevantes, conforme o IBGC (2014), a administração da companhia, por meio da diretoria de relações com investidores, deverá tomar, de imediato e de forma organizada, as seguintes

medidas: avaliar o impacto de uma determinada informação, definindo, inclusive, a eventual forma de divulgação para minimizar efeitos negativos para a companhia; esclarecer ao mercado, quando for o caso, sobre *insider information* ou rumores, que podem ser gerados por fontes diversas, como imprensa e mídias sociais; analisar o processo que gerou o vazamento de informação e estabelecer procedimentos para que atitudes internas sejam tomadas com relação aos envolvidos; e, não obstante; assegurar que a companhia forneça informações para a CVM e demais órgãos competentes, fornecendo os devidos esclarecimentos em relação à situação ocorrida.

Em complemento às medidas sugeridas pelo IBGC e baseado nas melhores práticas de mercado e no comportamento do órgão regulador nos casos julgados nos últimos anos, sugere-se, a seguir, o fortalecimento das estruturas de governança corporativa com a implementação de procedimentos para mitigar o risco de *insider trading*.

5.6.1 *Elaboração/Revisão das Políticas de Negociação de Valores Mobiliários*

Um dos argumentos mais utilizados, por parte da defesa de agentes que supostamente tenham cometido o ilícito, é aquele que busca demonstrar que as negociações se deram de acordo com a política de negociação da companhia. A CVM busca, antes de abrir um processo de *insider trading*, obter esclarecimentos junto aos investigados sobre as razões que o levaram a negociar determinada ação, em determinado período. Caso, durante esta fase inicial, o investigado demonstre que a negociação se deu de acordo com a política de negociação estabelecida pela companhia, o processo possivelmente não será instaurado.

As companhias devem elaborar políticas eficazes de negociação de valores mobiliários e, caso já as tenham, reavaliá-las de modo a contemplarem uma série de prerrogativas para proteger a companhia e seus administradores de atos ilícitos, relacionados à compra e venda de ações, como por exemplo, o *insider trading*.

A companhia deve, em sua política de negociação, prever a obrigatoriedade da manutenção de listas das pessoas físicas e jurídicas que tiveram acesso à determinada informação e explicitar situações específicas, definindo as providências que deverão ser tomadas em cada caso. A política deve ser divulgada de forma detalhada, para gerar a confiança necessária aos públicos de interesse na estrutura de monitoramento da companhia.

O conselho de administração deve contribuir para evidenciar a diligência da administração para agentes e autoridades de mercado, bem como públicos de interesse, além

de acompanhar os instrumentos criados para monitoramento de quem tem acesso às informações.

Um dos pontos que devem estar exhaustivamente explícito na política é a formalização de um período de vedação à negociação (“*black-out period*”) que preveja (i) situações exemplificativas, nas quais o Diretor de Relações com Investidores deva instituir as vedações e (ii) mecanismos concretos de disseminação destas informações aos destinatários da política. Ademais, os procedimentos de disseminação das informações precisam ser fartamente documentados.

Há ocasiões tradicionais de emissão de alertas de *black-out period* (CVM, 2002), como por exemplo, a proibição de negociação de valores mobiliários no período de 15 dias anteriores à divulgação das informações trimestrais e demonstrações financeiras anuais. Além dessas situações, o Diretor de Relações com Investidores da companhia aberta deve suspender a possibilidade de negociação de valores mobiliários, sempre que a empresa estiver envolvida em negociações ou tomar conhecimento de uma informação relevante que ainda não possa ser divulgada ao mercado.

A política de negociação deve prever que qualquer negociação de valores mobiliários durante o *black-out period* seja previamente discutida com o Diretor de Relações com Investidores. Os *black-out periods* não necessariamente precisam conduzir a uma proibição formal de negociação, mas simplesmente exigir que qualquer negociação passe pelo crivo da diretoria de RI nestes períodos antes de ser realizada. Este cuidado é justificado pela presunção de posse de informação relevante por administradores.

Portanto, os procedimentos de comunicação ao departamento de Relações com Investidores de fatos relevantes devem ser amplamente disseminados em todos os níveis da empresa e fartamente documentados. A informação sobre a existência de uma informação relevante é imprescindível para que a área de RI possa realizar o controle efetivo dos *black-out periods*.

5.6.2 *Chinese Wall e Manuais Internos de Compliance*

A Comissão de Valores Mobiliários se manifestou em inúmeros processos administrativos sancionadores sobre a relevância da criação de barreiras de informação, ou também conhecidas como *Chinese Walls*, dentro das companhias abertas e instituições financeiras.

Este argumento é usualmente utilizado pela defesa de acusados para demonstrar que não houve acesso à informação privilegiada, notadamente em casos envolvendo instituições financeiras e intermediárias. Normalmente, informações sigilosas sobre determinada companhia tem sua circulação restrita a determinado setor. Assim, em alguns casos¹⁰, a CVM já discutiu se procedimentos adequados de *Chinese Wall* seriam suficientes para provar que, não obstante a existência de uma informação relevante, o suposto *insider* não teria negociado com base nela, uma vez que a segregação das diversas áreas teria impedido que a informação chegasse até ele.

As regras de *Chinese Wall* são apontadas como mecanismos que minimizam riscos relacionados à existência de conflitos de interesse, cujo objetivo principal é o de evitar a comunicação e disseminação de informações confidenciais entre áreas ou setores existentes dentro das instituições. Para a eficácia desta prática, é essencial o estabelecimento de políticas e procedimentos que visam inibir o fluxo de informações sensíveis, cujo conhecimento não seja de domínio público.

Embora não haja regras definindo padrões de políticas e procedimentos, até mesmo pela diferenciação dos contextos mercadológicos e geográficos de cada organização, alguns pontos são primordiais como Manuais de *Compliance* e Códigos de Ética. Esses documentos devem definir os padrões comportamentais mínimos que os colaboradores devem seguir, sendo ainda mais importante a divulgação e permeação da essência destes valores por toda a estrutura organizacional. Ademais, outros papéis importantes dessas políticas são:

- a) identificar e definir as potenciais áreas de riscos e geradoras de situações conflitantes;
- b) instalar procedimentos de gerenciamento de riscos relacionados ao vazamento de informações e conflitos de interesse;
- c) definir planos contingenciais para situações não planejadas, de forma a reduzir o seu impacto na companhia;
- d) prever contínuos treinamentos dos colaboradores para garantir o aprimoramento destes acerca de legislações e normas internas e externas.

Frisa-se que os julgados recentes revelam que só é aceita a utilização do *Chinese Wall* como defesa em processos administrativos de *insider trading*, quando o acusado comprovar

¹⁰ Para casos que envolveram a discussão sobre a adoção de procedimentos de *chinese wall* como prova de que não houve acesso a informações relevantes, confira-se (i) PAS CVM n° 18/01, j. 04.11.2004; (ii) PAS CVM n° 06/2003, j. 14.09.2005; e (iii) PAS CVM n° RJ2009/13459, j. 30.11.2010.

quais medidas foram efetivamente tomadas na prática para coibir a negociação com informações privilegiadas. Este posicionamento é ratificado em excerto do voto do Sr. Alessandro Lopes, no processo administrativo sancionador nº 19/06, “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.” Conclui-se, portanto, que a CVM tende a ignorar alegações que meramente mencionem estruturas de *Chinese Wall* e Manuais de *Compliance*.

5.6.3 Programas Individuais de Investimentos (PIIs)

Conforme a BM&FBOVESPA (2016), o Programa Individual de Investimento é um plano individual de aquisição de valores mobiliários de uma companhia, arquivado em sua sede, pelo qual administradores, acionistas controladores, consultores e colaboradores, com acesso a informações relevantes, tenham indicado sua intenção de investir com recursos próprios em valores mobiliários da companhia.

Para esse propósito, o Programa Individual de Investimento deverá conter disposições que impeçam a utilização, pelo investidor, de informação privilegiada em benefício próprio, direta ou indiretamente, devendo ser elaborado de tal forma que a decisão de compra ou venda de valores mobiliários da companhia não possa ser tomada após o conhecimento de informação privilegiada, abstendo-se a pessoa titular do PII de exercer influência acerca da operação na pendência de fato relevante ainda não divulgado.

Verifica-se no PAS CVM nº 22/04 de 2007, uma evidência de que o correto uso de um PII poderia ter evitado a aplicação de multas a administradores de uma companhia, conforme relatório:

No caso da Randon, contudo, a Política de Negociação, aprovada em 14 de junho de 2002, limitou-se a repetir as normas da Instrução 358/02, inclusive quanto às vedações, e não previu a aprovação de Políticas Individuais de Negociação, como autorizado pelo § 2 do art. 15 da Instrução. Tais Políticas Individuais é que poderiam estabelecer as intenções de negociação de cada administrador, e servir para afastar de maneira contundente a acusação de violação à vedação para negociar. O mesmo ocorreu com a Fras-Le, cuja Política de Negociação foi aprovada em 27 de junho de 2002.

Ademais, para que não seja aplicável a vedação à negociação de valores mobiliários da companhia aos administradores, acionistas controladores, consultores e colaboradores com acesso a informações relevantes, os Programas Individuais de Investimento devem estabelecer

o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir os valores previamente estabelecidos, nas datas previstas; a impossibilidade de adesão aos Programas Individuais de Investimento na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado e durante os 15 dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR e DFP¹¹; a obrigação de prorrogação do compromisso de compra, mesmo após o encerramento do período originalmente previsto de vinculação do participante ao Programa Individual de Investimento, na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado e durante os 15 dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR e DFP; e a obrigação de seus participantes reverterem à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com valores mobiliários, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios definidos no próprio Programa Individual de Investimento.

5.6.4 Construção de Provas

A tendência de inversão do ônus da prova observada na análise dos julgados recentes do órgão fiscalizador do mercado de capitais impõe que as companhias adotem medidas concretas de documentação de todas as medidas tomadas para mitigação do uso indevido de informação privilegiada.

As dificuldades na elaboração de defesas de acusações de *insider trading* usualmente esbarram na capacidade de construção de provas concretas. Neste sentido, algumas medidas são importantes para que, posteriormente aos fatos, se possibilite a defesa dos administradores acusados:

- a) registro do universo de agentes envolvidos em operações que possam se materializar em informações relevantes e, conseqüentemente, conduzir a uma vedação na negociação de valores mobiliários como, por exemplo: atas de reuniões, e-mails, etc.;
- b) cópia das correspondências, eletrônicas ou não, enviadas às pessoas informadas a respeito do *black-out period* pela área de Relações com Investidores (RI);

¹¹ Conforme a Instrução CVM 480 de 07 de dezembro de 2009, o formulário ITR e o formulário DFP são as “Informações Trimestrais” e as “Demonstrações Financeiras Padronizadas”, respectivamente. Ambos devem ser enviados à CVM, pelas companhias de capital aberto, periodicamente.

- c) registro dos procedimentos adotados pela área de RI para disseminar, dentro da companhia, informações sobre a necessidade de comunicação de informações relevantes;
- d) manter registro de todas as reuniões realizadas que possam envolver assuntos que constituam fatos relevantes, documentando-se as pessoas presentes e as discussões.

Ressalta-se que, em alguns casos, pela falta de celeridade do início do processo, a reconstrução dos fatos e a busca de evidências para a comprovação da inocência dos administradores são tarefas extremamente árduas, o que valoriza ainda mais a organização e formalização de documentos como práticas anteriormente sugeridas.

5.6.5 Cuidado na Avaliação de Fatos Relevantes

A avaliação sobre a necessidade de publicação de fato relevante pela empresa deve levar em consideração a possibilidade de administradores terem negociado com valores mobiliários da companhia aberta em questão. Portanto, esta avaliação deve contar com o apoio do jurídico da companhia e levar em consideração os procedimentos previstos pela área de Relações com Investidores, evitando que uma determinada decisão abra espaço para investigações por parte da CVM.

Destaca-se que os posicionamentos extremos em relação a esta avaliação expõem riscos às companhias, ou seja, uma postura muito conservadora – classificar um evento trivial como fato relevante - poderia dar à CVM elementos para buscar uma condenação de *insider trading* sem que a informação em questão fosse realmente relevante a ponto de justificar a publicação de um fato relevante. Por outro lado, uma postura muito agressiva poderia abrir espaço para questionamentos por parte do órgão regulador sobre a necessidade de publicação de fato relevante e, concomitantemente, abrir uma lacuna para a investigação de negociação de valores mobiliários com informação privilegiada.

Além disso, é importante ressaltar que, muitas vezes, o fato relevante é apenas a conclusão de uma sucessão de eventos relevantes sobre os quais o mercado não estava oficialmente informado, mas o acusado estava. Por exemplo, Eizirik et al. (2008) fazem a seguinte provocação: em que momento da negociação sobre uma incorporação de companhia aberta a informação torna-se relevante, impedindo os *insiders* de negociarem, enquanto não

divulgada? Ainda neste sentido, confere-se o voto do diretor da CVM, Marcelo Trindade, no PAS nº 04 de 2004:

36. Estudos mais aprofundados em finanças, notadamente nos Estados Unidos, confirmam que o momento do fato relevante, na maior parte das vezes, não é representado por um evento objetivo localizado no tempo, que de forma clara e definitiva simbolize a ocorrência relevante nos negócios da companhia. Verificou-se naqueles estudos que, frequentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante. Além disso, cada vez mais o mercado tenta se antecipar à divulgação de informações, ao invés de aguardá-las passivamente, fazendo apostas quanto aos eventos que serão anunciados, independentemente da importância do anúncio em si, o que também dificulta a identificação de eventos relevantes no tempo.

Cabe destacar que a CVM, em conjunto com as instituições do mercado de capitais brasileiro, têm discutido a possibilidade de aprimoramentos à Instrução CVM 358/02, que trata da divulgação de fatos relevantes. Uma das principais discussões diz respeito à solicitação da suspensão de negociações de valores mobiliários por parte da companhia para que o mercado absorva uma nova informação originada na divulgação de um fato relevante. Atualmente, o pedido de suspensão dos negócios é facultativo, conforme a instrução supracitada.

Justifica-se a discussão porque os administradores de uma companhia aberta, tendo conhecimento de uma informação relevante ainda não divulgada e sabendo que não podem negociar com ações da companhia, enquanto tal informação não se torne pública, poderiam esperar a divulgação da informação ao mercado para, no minuto seguinte, adquirir ou alienar (dependendo da natureza da informação) as ações da companhia. Com isso, o administrador provavelmente conseguiria obter um preço pelas ações que ainda não reflete, de forma completa, o valor da informação recentemente divulgada.

Sendo assim, o ajuste teria como objetivo padronizar o procedimento de suspensão de negociações para comunicados emitidos durante o pregão, o que, segundo a BM&FBOVESPA (2016), não é raro acontecer. Conforme a bolsa de valores brasileira, em 2014, cerca de 20% dos fatos relevantes foram apresentados ao mercado menos de meia hora antes ou durante o horário de funcionamento do mercado. Origina-se, assim, a necessidade das companhias notificarem à BM&FBOVESPA a iminência de divulgação de fato relevante com pelo menos quinze minutos de antecedência e requerer a suspensão dos negócios. Os defensores da mudança argumentam que a medida ajudaria na absorção da informação, o que resultaria em uma melhor formação de preços.

Por fim, em fevereiro de 2016, a CVM emitiu ofício circular em que orienta as companhias com relação a diversos temas, dentre eles, o *timing* de divulgação de fatos relevantes (CVM, 2016). Segundo a autarquia, ainda que a Instrução CVM 358/02 contemple a possibilidade de divulgação de fato relevante antes do início dos negócios em mercado, entende-se como uma boa prática, que a divulgação ocorra preferencialmente após o encerramento dos negócios em todos os países em que os valores mobiliários sejam negociados, possibilitando um período maior para que os investidores possam analisar os efeitos decorrentes da informação divulgada. No limite, caso seja necessária a divulgação antes da abertura do pregão, esta deve ser feita com, pelo menos, uma hora de antecedência, a fim de evitar atrasos no início das negociações. Portanto, a CVM desencoraja o arquivamento de fatos relevantes antes da abertura do mercado, favorecendo seu arquivamento após o fechamento do pregão, a menos que a divulgação pela manhã seja estritamente necessária.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O ilícito de *insider trading* envolve o conhecimento e utilização de informação não disponível no mercado, capaz de provocar oscilação no valor dos ativos. Em razão deste conhecimento privilegiado, o sujeito pode negociar papéis com vantagem informacional, de modo a obter lucro.

Ainda que administradores de companhias abertas, reconhecidamente conselheiros de administração e diretores, não estejam envolvidos em um determinado evento que possa ser considerado uma “informação relevante”, a negociação por parte destes agentes não está livre de questionamentos por parte da CVM, dado que a autarquia já se manifestou reiteradamente sobre a presunção de posse de informações relevantes por parte de administradores e controladores.

A proposta da presente dissertação foi analisar os processos administrativos sancionadores instalados pela CVM, em que administradores de companhias de capital aberto brasileiras foram acusados de negociar ações com informação privilegiada para, desta forma, identificar e analisar as formas com que as companhias abertas brasileiras podem se proteger desta prática. A partir desta análise, possibilitou-se evidenciar o papel da estrutura de governança corporativa das sociedades no processo de punição ou absolvição dos agentes.

No que tange ao posicionamento de uma empresa brasileira de capital aberto em relação ao *insider trading*, constatou-se, através da análise dos julgados da CVM entre 2002 e 2014, que ele se materializa nas efetivas práticas das sociedades e não simplesmente no nível de governança corporativa no qual a companhia transaciona seus valores mobiliários.

A adoção das práticas sugeridas mitiga consideravelmente o risco de dano à reputação das companhias que as adotarem e, concomitantemente, evita a responsabilização individual de conselheiros e diretores. As medidas foram elaboradas com base nas melhores práticas sugeridas pelas instituições de mercado e permeiam as faces preventivas, de monitoramento e de reação, relativas ao *insider trading*.

Dentre as práticas propostas, destacam-se duas, dada a sua essencialidade no combate e na prevenção ao ilícito: a elaboração de uma política de negociação robusta e o cuidado na avaliação de fatos relevantes. A primeira medida permite às companhias determinarem períodos de vedação, prevendo situações análogas às possíveis em que, quando ocorrerem, o Diretor de Relações com Investidores possa instituir a proibição de negociação de valores mobiliários emitidos pela companhia. Igualmente, os procedimentos de disseminação da

política de negociação, assim como os avisos de vedação com seus respectivos destinatários devem ser diligentemente documentados.

Já o julgamento da companhia quanto à relevância de um fato, conforme destacado em votos proferidos por diretores da CVM em processos administrativos sancionadores, é fundamental, uma vez que decisões extremas representam riscos às companhias e aos seus administradores. Isso porque, se a companhia considerar um fato corriqueiro como relevante, pode abastecer à CVM de fundamentos para a condenação de um administrador que tenha negociado valores mobiliários antes da divulgação do suposto evento relevante. Em contrapartida, deixar de publicar uma informação que seria relevante, além de faltar com transparência para o mercado, também abre espaço para a investigação de negociação de valores mobiliários com informação privilegiada.

A experiência brasileira, do período de 2002 a 2014, indica que a compreensão da atuação da CVM no combate ao *insider trading* aumenta na medida em que o número de processos sancionadores expande e, conseqüentemente, se amplia a base de dados de precedentes sobre o assunto. Os dados empíricos analisados revelaram um aumento no número de processos administrativos sancionadores relacionados com a prática de *insider trading*; fortalecimento do regulatório e autorregulatório de repressão ao *insider* com reformas na legislação e nas instruções CVM, além de manifestações de instituições do mercado de capitais sobre o assunto; crescimento do ativismo da CVM na busca de condenações na esfera penal e na justiça comum com parcerias consolidadas com a BSM e com o Ministério Público.

Por fim, o constante monitoramento das discussões sobre o assunto, a ampliação da análise estatística de casos julgados de *insider trading* no país e do comportamento do órgão regulador brasileiro, munem os responsáveis pela gestão das companhias de capital aberto de direcionamentos estratégicos para a elaboração de planos de ação eficientes, a fim de mitigar o risco a que administradores estão expostos em função de seus cargos.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George. The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, Massachusetts, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. Disponível em: <<http://www.econ.yale.edu/~dirkb/teach/pdf/akerlof/themarketforlemons.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2014.

AKTAS, Nihat; DE BODT, Eric; VAN OPPENS, Hervé. **Evidence of the contribution of legal insider trading to market efficiency**. [S.l.], Feb. 2007. (CORE Discussion Paper, 2007/14). Disponível em: <https://cdn.uclouvain.be/public/Exports%20reddot/core/documents/coredp2007_14.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2014.

ANDREZO, Andrea Fernandes. A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, n. 30, dez. 1999. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/Menu_Academico/Concurso_de_Monografia/premiados/Concurso-01-1-lugar.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2015.

BAINBRIDGE, Stephen. **Insider trading: an overview**. Los Angeles, School of Law, 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=132529>>. Acesso em: 10 out. 2016.

_____. The insider trading prohibition: a legal and economic enigma. **Florida Law Review**, Flórida, v. 38, p. 35-68, 1986. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303880>>. Acesso em: 05 nov. 2014.

BEDICKS, Heloísa. **Governança corporativa e dispersão de capital**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

BENY, Laura. **A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading**. [S.l.], Harvard Law School, n. 264, 1999. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/264.pdf>. Acesso em 19 out 2016.

BM&FBOVESPA. **Governança corporativa**. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/#>. Acesso em: 12 out. 2016.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976b. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999**. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Brasília, 1999. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9784.htm>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/lei10303.asp>>. Acesso em: 30 nov. 2014.

BRAZIER, Gil. **Insider dealing – law and regulation.** Cavendish Publishing Limited, Londres, 1996.

CARLTON, Dennis; FISCHER, Daniel. The regulation of insider trading. **Stanford Law Review**, [S.l.], v. 35, 1982. Disponível em: <http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2424&context=journal_articles>. Acesso em: 19 out. 2016.

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de capitais. **Revista da Comissão Nacional de Bolsas de Valores**, Belo Horizonte, p. 40-41, fev. 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984.** Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Rio de Janeiro, 1984. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst031.doc>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.** Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Rio de Janeiro, 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst400.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Instrução CVM nº 533, de 24 de abril de 2013.** Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst533.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Instrução CVM nº 547, de 5 de fevereiro de 2014.** Altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst547.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2014.

_____. **Ofício Circular nº 2, de 29 de fevereiro de 2016.** Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0216.pdf>. Acesso em: 12 out. 2016.

_____. **Parecer de Orientação nº 6, de 28 de abril de 1980.** Inquérito e processo administrativo instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 1980. Disponível em: <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pare/anexos/pare006.doc>. Acesso em: 13 out. 2016.

_____. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 18/2001.** Rio de Janeiro, 04 nov. 2004. Disponível em: <www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf>. Acesso em 13 out. 2016

_____. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2003/5669.** Rio de Janeiro, 11 jul. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060711_PAS_RJ20035669.pdf>. Acesso em 10 ago. 2016

_____. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/5928.** Rio de Janeiro, 17 abr. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf>. Acesso em 12 out. 2016

_____. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2010/14407.** Rio de Janeiro, 13 dez. 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_RJ201014407.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2016.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider trading e o mercado de capitais:** tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate. 2013. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF>>. Acesso em: 14 out. 2015.

COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. **Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.** Official Journal of the European Communities, vol. 32, [S.l.], 18 Nov. 1989. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31989L0592&from=PT>>. Acesso em: 15 out. 2016.

DOLGOPOLOV, Stanislav. Insider trading and the bid-ask spread: a critical evaluation of adverse selection in market making. **Capital University Law Review**, [S.l.], v. 33, p. 83-180,

2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=440380>. Acesso em: 24 nov. 2014.

EIZIRIK, Nelson. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 22, n. 50, p. 42-56, abr./jun. 1983.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of the theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, Cambridge, 1970. Disponível em: <<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>>. Acesso em: 13 dez. 2016.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

GT INTERAGENTES. **Guia educativo de prevenção ao insider trading**. [S.l.]: [s.n], 2016. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/Guia_do_GT_Interagentes.pdf>. Acesso em: 17 out. 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Carta de orientação: informação privilegiada e o conselho de administração**. São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/Carta_Orientacao_Informacao_Privilegiada_2014.pdf>. Acesso em: 12 out. 2016.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa: 5 ed.: [apresentação]**. Porto Alegre, 2016. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Eventos/Codigo_2016_POA/Apresentacao_Codigo__5a_Ed._Porto_Alegre_040316.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2016.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais & "insider trading"**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

LEVINE, Ross; KING, Robert. Finance and growth: Schumpeter might be right. **The Quarterly Journal of Economics**, Massachusetts, v. 108, n. 3, 1993. Disponível em: <<http://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/05King&Levine-QJE1993.pdf>>. Acesso em: 03 nov. 2015.

LEVINE, Ross; LIN, Chen; WEI, Lai. **Insider Trading and Innovation**. [S.l.], 2016. Disponível em: <http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/Papers/ITI_25march2016.pdf>. Acesso em: 12 out. 2016.

MANNE, Henry G. **Insider trading and the stock market**. New York: The Free Press, 1966.

MCGEE, Robert W. **Ethical Issues in insider trading: case studies**. [S.l.], 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=538682>>. Acesso em: 03 nov. 2015.

PARENTE, Norma. **Aspectos jurídicos do “insider trading”**. Rio de Janeiro: CVM. Superintendência Jurídica, jun. 1978. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_600.asp>. Acesso em: 27 nov. 2014.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PRADO, Viviane; VILELA, Renato. **Radiografia de insider trading na CVM (2002 – 2014)**. São Paulo: Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos – FGV Direito SP, 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2600210>>. Acesso em: 28 fev. 2016.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 147, ano 46, p. 42 – 55, jul./set. 2007. Disponível em: <www.scalzilli.com.br/_files/view.php/download/.../542f5b46d923d.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2014.

SILVA, Andre; LEAL, Ricardo. **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

STIGLITZ, Joseph. Why financial structure matters. **Journal of Economic Perspectives**, [S.l.], v. 2, n. 4, p. 121-126, 1988. Disponível em: <http://academiccommons.columbia.edu/download/fedora_content/download/ac:159720/CURRENT/10702.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2015.

STOCHE, André et al. **Negociação de valores mobiliários com informação privilegiada (insider trading)**. São Paulo: Stocche Forbes, 2014. 35 slides, color.

VARIAN, Hal. **Microeconomia: princípios básicos: uma abordagem moderna**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

YEO, Victor. **A comparative analysis of insider trading regulation – who is liable and what are the sanctions?** [S.l.], 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=260884>>. Acesso em: 19 nov. 2015.