

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE DA
JURISPRUDÊNCIA DA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS

Arthur Motta Milanezi

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Juliana
Oliveira Domingues

Ribeirão Preto, São Paulo
2015

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE DA
JURISPRUDÊNCIA DA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS

ARTHUR MOTTA MILANEZI

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Departamento de Direito
Público da Faculdade de Direito de
Ribeirão Preto da Universidade de São
Paulo para obtenção do título de bacharel
em direito.

Área de concentração: Mercado de
Capitais

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Juliana Oliveira
Domingues

Ribeirão Preto, São Paulo
2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Milanezi, Arthur Motta

Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários, 2015.

120 p.; 30 cm

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentada à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto/USP.

Orientador: Domingues, Juliana Oliveira.

1. O *Insider Trading*. 2. Comissão de Valores Mobiliários. 3. Processo Administrativo Sancionador. 4. Indícios.

MILANEZI, Arthur Motta. ***Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários.*** Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para a obtenção de título de bacharel em direito. Ribeirão Preto, 2015.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof.Dr. _____

Instituição: _____ Julgamento: _____

Assinatura: _____

Prof.Dr. _____

Instituição: _____ Julgamento: _____

Assinatura: _____

*À Deus, por me lembrar todas as manhãs que o
esforço é compensatório*

*À minha família, base da minha sabedoria e de
meu caráter.*

*Aos meus amigos, que sem perceberem, foram
fundamentais para a minha caminhada.*

*Á Jéssica, por me ensinar, com seu próprio
exemplo, o significado das palavras amor e
companheirismo.*

*Agradeço à Profª Drª Juliana Oliveira Domingues por me apresentar
ao Mercado de Capitais e pelo apoio para a produção deste Trabalho*

*À Faculdade de Direito de Ribeirão Preto por tudo o que me
proporcionou nos últimos cinco anos*

“It pays to be a winner”.

LEMA DOS SEAL’S DA MARINHA DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA.

RESUMO

A prática de uso de informação privilegiada é, hodiernamente, tipificada como prática ilícita nas searas cível, penal e administrativa, no nosso ordenamento jurídico, sendo que nesta última, o órgão competente para realizar o julgamento é a Comissão de Valores Mobiliários, uma vez que lhe incumbe a fiscalização do mercado de capitais. Como é cediço, os valores mobiliários refletem os seus valores em pecúnia ao mercado na medida em que as informações ao seu respeito vão sendo veiculadas ao mercado. Entretanto, alguns agentes se aproveitam da situação em que o valor mobiliário ainda não reflete seu valor real, em virtude da não divulgação de determinada informação ao seu respeito, negociando-o a um preço que sabe ser injusto, em prejuízo daquele que não está no mesmo patamar informacional. Referida prática, denominada na doutrina alienígena como “*insider trading*”, não traz malefícios apenas à parte que negociou o título pelo preço injusto, como também aos interesses de todo o mercado de capitais que, à primeira vista, pode ser visto como um instrumento de grande eficiência para a capitalização das sociedades empresárias, mas pode ser visto também, como um ambiente propício ao enriquecimento ilícito. Portanto, trata-se de uma prática que vem sendo combatida pela Comissão de Valores Mobiliários visando a higidez do mercado de capitais pátrio, em virtude da sua importância ao Sistema Financeiro Nacional. Apesar de todo o arcabouço legal construído para afastar tal prática, principalmente na edição de leis preventivas, o tema da comprovação desse ilícito administrativo é constantemente alvo de discussões no âmbito dos Processos Administrativos Sancionadores em virtude de sua extrema dificuldade, por conta das nuances que envolvem a prática de “*insider trading*”. Por conta disso, a condenação com fundamento nos indícios coletados já é uma prática pacificada pela CVM para contornar tal dificuldade. Assim, será neste âmbito que aprofundaremos nossos estudos, ao apresentar, por meio de pesquisa empírica que envolveu os últimos 10 (dez) anos de julgados da Comissão de Valores Mobiliários, no que tange à prática de utilização de informação privilegiada, quais são os indícios levados em consideração, a sistemática de análise desses indícios coletados, como também a sua influência nos julgamentos.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, *Insider Trading*, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador, Indícios.

ABSTRACT

The practice of using privilege information is, in our times, typified as illicit practice in civil, criminal and administrative areas, in our legal system, and in the latter, the appropriate body to conduct the trial is the Comissão de Valores Mobiliários, because it is responsible for the supervision of the brazilian securities market. As we know, securities reflect their cash values to the market in extend that information of its respect is being published to the market. However, some agents take advantage of the situation where the security still does not reflect its real cash value because of the non-disclosure of certain information of its respect, negotiating it at a price that know it is wrong, in detriment of one who is not in the same information level. That practice, called by the foreign doctrine as “insider trading”, not only brings harm to the party who negotiated the title by an unfair price, but also to the interests of the entire securities market that, at first glance, can be seen as an instrument of high efficiency for the capitalization of the enterprises but also can be seen as an enabling environment for illicit enrichment. Therefore, it is a practice that has been countered by the Comissão de Valores Mobiliários seeking the healthiness of the securities market, because of its importance to the National Financial System. Despite the entire legal framework built to ward off such practice, specially the preventive laws, the issue of proof the insider trading is constantly subject of discussion in the context of administrative proceedings because of its extreme difficulty, involving all the nuances of the mentioned practice. Thus, the condemnation based only in evidences collected it is already a practice pacified by CVM to circumvent that difficulty. So, in this core that we will deepen our studies, through an empirical research that involved the last ten (10) years of trials by the Comissão de Valores Mobiliários, regarding the practice of using inside information, presenting the evidences taken in consideration, how it is the examination of that evidences and its influence in trials.

Key-words: Securities Market, Insider Trading, Comissão de Valores Mobiliários, Administrative Proceedings, Evidences.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	19
CAPÍTULO 1 – O <i>Insider Trading</i>	21
1.1 Os efeitos nocivos do <i>Insider Trading</i> e a regulação do Mercado de Capitais	21
1.2 O <i>Insider Trading</i> no direito brasileiro	28
1.2.1 Evolução legislativa e atual regime jurídico.....	28
1.2.2 O conceito de <i>Insider Trading</i>	40
1.2.2.1 Fato Relevante	40
1.2.2.2 <i>Insider</i> primário	48
1.2.2.3 <i>Insider</i> secundário.....	51
1.3 Estudo Comparado	54
1.3.1 Estados Unidos da América.....	55
1.3.2 União Europeia	61
1.3.2.1 Espanha.....	65
1.3.2.2 Portugal.....	67
1.3.2.3 Itália	68
CAPÍTULO 2 – A Comissão de Valores Mobiliários.....	73
2.1 Da natureza jurídica.....	74
2.2 Da estrutura	78
2.3 Da competência	82
2.4 Das funções	85
2.5 Dos regulamentos de combate ao <i>Insider Trading</i>	91
2.6 Do Processo Administrativo Sancionador	98
CAPÍTULO 3 – Análise empírica da jurisprudência da CVM.....	104
3.1 Metodologia.....	104
3.2 Critérios de análise	106
3.3 Apresentação dos resultados: indícios	107
CAPÍTULO 4 - CONCLUSÃO	119
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	122

INTRODUÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, tem como título *Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários*, e destina-se averiguar os indícios coletados pela Comissão de Valores Mobiliários que embasaram a condenação na esfera administrativa pela prática de *insider trading*.

Para a consecução do propósito acima mencionado, foi encadeada uma discussão sustentada em objetivos específicos organizados em três capítulos. O Capítulo Primeiro, intitulado “*Do Insider Trading*” destinou-se à construção do cenário teórico acerca da referida prática ilícita, pontuando-se, em termos condizentes ao presente trabalho, os malefícios ao Mercado de Capitais, evolução legislativa no Brasil, conceito atual e características ilustradas pela doutrina especializada, desencadeando em um estudo comparado ao final.

Em seguida, o Capítulo Segundo intitulado “*Da Comissão de Valores Mobiliários*” objetivou conceituar esta autarquia e sistematizar seus instrumentos regulatórios, ressaltando dentre eles, o Processo Administrativo Sancionador. Destinou-se, nesse sentido, à construção de uma base teórica consolidada para a caracterização do modelo brasileiro de julgamento administrativo de práticas ilegais realizadas no âmbito de competência da Comissão de Valores Mobiliários, ressaltando a importância dos indícios para o reconhecimento da realização da prática em estudo.

Com base nisso, o Capítulo Terceiro, com o título “*Análise empírica da jurisprudência da CVM*”, objetivou coletar, apresentar e analisar os indícios coletados pela Comissão de Valores Mobiliários quando do julgamento da prática de *insider trading*. Para tanto, aludimos sobre a metodologia desta pesquisa empírica, assim como seus critérios de análise, para então, apresentarmos os indícios que sustentam a condenação pela prática de utilização de informações privilegiadas quando da negociação com valores mobiliários.

Para operacionalização dessa pesquisa optou-se pela análise doutrinária para a construção dos dois primeiros capítulos, realizado mediante um levantamento bibliográfico na literatura publicada e nos documentos oficiais, com objetivo de construir uma base teórica acerca dos objetivos específicos acima elencados. Para a construção do terceiro capítulo foi

aplicada a metodologia de análise empírica dos julgados da CVM dos últimos 10 (dez) anos concernentes ao tema ora proposto, para o levantamento de todos os indícios e apresentação conforme os critérios de análise.

Essa pesquisa não tem o fim precípuo de concluir sobre se os indícios coletados são suficientes ou não para a condenação ou absolvição dos investigados, tendo em vista que tal conclusão ultrapassaria os limites de uma pesquisa a nível de graduação. Destina-se, sim, a apresenta-los de forma conjunta, de acordo com a sistemática de julgamento da Comissão de Valores Mobiliários.

CAPÍTULO 1 – Do *Insider Trading*

O estudo sobre os indícios que embasam a condenação do *insider trader* se justifica pela lesividade dessa prática aos investidores *outsiders* e ao próprio mercado de capitais, ambiente ao qual o *insider trading* está inserido, como também pela sua alta complexidade de comprovação. De forma a atingir esse objetivo, é necessária uma elucidação prévia sobre o plano conceitual do *insider trading*.

Nesse sentido, o presente capítulo foi desenvolvido com o escopo de conceituar claramente o instituto, assim como dissertar sobre alguns aspectos essenciais ao tema. De início, exaltaremos os malefícios da prática ao mercado de valores mobiliários, para então, aludirmos sobre sua evolução legislativa no Brasil, conceituarmos a prática em estudo, assim como o fato relevante, em razão da sua importância ao tema, até para fins de caracterização do ilícito ora em estudo, de acordo com a mais balizada doutrina nacional e, ao final dessa parte, diferenciar o *insider* primário do *insider* secundário.

Logo após, descreveremos de forma não exaustiva um estudo comparado sobre o *insider trading* em virtude da construção conceitual realizada no Brasil ter sido alicerçada por incursões ao direito estrangeiro (LEÃES, 1982, P. 60).

Ao fim desse primeiro capítulo, portanto, construiremos um aparato conceitual robusto o suficiente para adentrarmos à atividade de regulação do mercado de capitais pela Comissão de Valores Mobiliários, e por fim, a apresentação dos indícios que conduziram a condenação por uso indevido de informação privilegiada.

1.1 Os efeitos nocivos do *Insider Trading* e a regulação do Mercado de Capitais.

O mercado de capitais, segundo BERLE e MEANS (1999, P. 156-228), tem o objetivo de ser um ponto de encontro entre compradores e vendedores, sopesando os interesses de investimento e empreendedorismo, alocando capital, portanto, conforme a demanda e a procura. Em complemento, PINHEIRO (2012, P. 186) assevera que o mercado de capitais representa um

sistema de distribuição de valores mobiliários com os objetivos de capitalizar as empresas e garantir a liquidez dos títulos emitidos por essas.

Por conta desses objetivos, o mercado de capitais subdivide-se em duas etapas: o mercado primário e o mercado secundário. A primeira etapa, realizada no mercado primário, é referente à emissão de novas ações ao público, ou seja, é aquela em que as empresas negociam a subscrição de novos títulos com o intuito de obter recursos para seus empreendimentos. Já a segunda etapa, consubstancia-se na relação entre compradores e vendedores de ações. Assim, no mercado secundário, são negociados os títulos adquiridos no mercado primário, para que o investidor que comprou esses títulos possa converter suas aplicações novamente em dinheiro (PINHEIRO, 2014, p. 186)¹.

Ademais, ressalta-se que para as companhias emissoras é importante que suas ações tenham liquidez no mercado secundário, pois, assim, torna-se mais fácil a oferta de novos títulos no mercado, uma vez que os investidores normalmente preferem adquirir valores mobiliários que possam mais rapidamente vender.

Desse modo, resta cristalino a inter-relação que há entre os mercados primário e secundário, pois, uma vez que esse garanta a liquidez dos títulos emitidos, aquele atrairá novos investidores aos novos títulos emitidos pelas empresas, garantindo, portanto, a capitalização dessas.

Nesse ínterim, PINHEIRO (2014, p. 186), expõe dois princípios aos quais se deu o surgimento do mercado de capitais: (i) contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada e; (ii) permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.

¹ Nesse ínterim, PINHEIRO (2014, p. 186) assevera que o mercado primário atua com o propósito de capitalizar empresas enquanto o mercado secundário atua para garantir a liquidez dos títulos já emitidos, cumprindo, pois, os dois objetivos mencionados. A diferença básica, portanto, entre os referidos mercados é que, enquanto o primeiro particulariza-se pelo encaixe de recursos na empresa, o segundo tem como característica a mera transação entre compradores e vendedores de ação

Estudos demonstram que existe uma relação próxima entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Há, sobretudo, resultados empíricos que evidenciam um impacto positivo do mercado de capitais sobre o número de empresas criadas, estimulando, assim, a realização de novos empreendimentos (BACHA; FILHOS, 2005, P. 113 APUD EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2011, P. 10).

Essa relação entre mercado de capitais e desenvolvimento econômico pode ser evidenciada, também, pelo plano teórico, uma vez que o mercado de capitais tem a função precípua de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou, ao menos, para alongar os prazos de suas dívidas (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 8).

Nesse sentido, o mercado de capitais atua em paralelo ao mercado de crédito, criando instrumentos de financiamento diferentes de empréstimos, não exigindo, portanto, que os tomadores de recursos paguem juros sob o montante emprestado. O que é exigido, sob a forma de remuneração, é o pagamento de dividendos caso a empresa apresente lucro em suas demonstrações financeiras.

De modo a completar a visão acima descrita, tendo como premissa que não existirá crescimento econômico sem investimento, e que não haverá investimentos sem a formação de capital, o mercado de capitais, desde que bem estruturado e organizado, oferece um cenário propício para promover tanto a formação de poupanças quanto a rapidez do processo de financiamento. Assim sendo, destaca-se que a grande vantagem do mercado de capitais reside na ligação entre a poupança e o investimento de forma eficiente, quiçá a mais produtiva de todas as outras possíveis (PROENÇA, 2005, P. 77).

Antes da década de 1960, em razão da falta de estrutura do mercado de capitais e das corretoras, bem como a situação financeira pátria à época, atingida por uma inflação que chegava ao patamar de 100% ao ano, os investimentos em títulos públicos ou privados possuíam pouca expressão, prevalecendo os investimentos em ativos reais (imóveis) (PINHEIRO, 2014, P. 186).

Entretanto, LEÃES (1982, P. 21) relembra que o Governo, à época, propiciou, mediante uma política fiscal, incentivos para encorajar a aplicação em poupanças privadas, através do mercado de capitais. Adicionalmente, em 31 de dezembro de 1964 e 14 de julho de 1965, foram

promulgadas, respectivamente, as leis 4.595 e 4.728, implantando o sistema financeiro nacional e promovendo os parâmetros legais para o funcionamento do mercado de capitais visando o seu crescimento, como por exemplo a criação do Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil.

Segundo o referido doutrinador (1982, p. 63), tais legislações da década de 60 tinha um caráter intervencionista sendo o maior exemplo disso “a atribuição de poder normativo ao Conselho Monetário Nacional e a execução do policiamento ao Banco Central do Brasil”. Nesse sentido, seguindo o modelo de governo social-intervencionista, as leis promulgadas versavam sobre o funcionamento das sociedades de investimento, como também as atribuições legais das instituições públicas então criadas.

A título ilustrativo, LEAES (1982, p. 65) discorre sobre a Lei 4.728 apontando que as sociedades de investimento somente poderiam funcionar mediante prévia autorização do Banco Central do Brasil. Em complemento, alude LEAES que a referida Lei também “confere ao Conselho Monetário Nacional a competência para fixar normas, a serem observadas pelas referidas sociedades, concernentes a: i) diversificação mínima da carteira; ii) limites máximos de aplicação em títulos de créditos; iii) condições de reembolso ou aquisição de suas ações, ou de resgate das quotas de participação do fundo em condomínio e iv) normas e práticas de administração da carteira e limites máximos de custo de administração”.

Observa-se, pela breve leitura das disposições legais aludidas, que dessas reformas surgiria o embrião do que chamamos hoje de Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal responsável pela fiscalização do mercado de capitais, a qual, com fulcro no artigo 8º da Lei 6.835/76, tem competência para reconhecer e sancionar aqueles que eventualmente incorrem em ilícitos administrativos, segundo o arcabouço legal que rege o mercado de capitais, bem como poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado².

Logo, a CVM zela pelo dever de informar que, uma vez atingido, promove a igualdade de conhecimento entre todos os participantes das negociações com valores mobiliários, assegurando, pois, a estabilidade e a segurança nas negociações (PROENÇA, 2005, p. 123).

² Disponível em: < www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 mar. 2015

Todavia, é cediço que a circulação de ações e outros valores mobiliários envolvem grandes valores pecuniários e que os administradores e terceiros, em razão de informações privilegiadas obtidas em decorrência de sua atividade, beneficiam-se, largamente, a expensas de terceiros (PROENÇA, 2005, p. 123), incumbindo, pois, à CVM frear as condutas abusivas daqueles detentores de informações privilegiadas.

A prática de *insider trading*, um dos ilícitos administrativos e penais do mercado de capitais e objeto de estudo do presente Trabalho de Conclusão de Curso, consiste justamente na utilização de informações relevantes (i.e. informações privilegiadas) sobre valores mobiliários, ou sobre a companhia emissora, com a finalidade, ainda que não alcançada, de evitarem perdas ou observarem lucros, antes que tais informações sejam fornecidas ao público, ou seja, antes que os valores dos ativos emitidos reflitam as informações disponíveis ao mercado.

Nesse viés, a legislação pátria veda a obtenção de vantagem propiciada pelo conhecimento, de uma das partes da negociação, de alguma informação que tenha o condão de influenciar na decisão do investidor quanto a negociar com valores emitidos pela companhia, por motivos econômicos e éticos (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 554), como também por respeito ao desenvolvimento econômico³, posto que se trata de um fundamento constitucional (Art. 170⁴), em razão da já mencionada ligação entre mercado de capitais e progresso econômico⁵.

Ademais, segundo o KARL HÄUSER, a importância da higidez do mercado de capitais é ressaltada pelo fato de contribuir para uma menor concentração de renda e riqueza, uma vez que: permite taxas mais altas de juros ou retornos aos poupadores, particularmente a pequenos

³ O conceito de desenvolvimento é apresentado pela doutrina sob diferentes perspectivas, a depender da corrente analisada. Nesse sentido, como bem pontua MUNHOZ (2006, p. 24 APUD DOMINGUES, 2010, p. 98), na história contemporânea existem duas grandes correntes que fazem o uso do conceito de desenvolvimento de maneira distinta: “(...) uma primeira que considera crescimento econômico como sinônimo de desenvolvimento, e outra que entende que este crescimento faz parte do desenvolvimento, constituindo condição indispensável para este, mas não suficiente”. Destaca-se, dentre essas linhas de pensamento sobre desenvolvimento, a de Douglass C. North e a Escola da Nova Economia Institucional que “busca defender que o crescimento ou a evolução de uma sociedade é condicionado pela formação e evolução de suas instituições” (DOMINGUES, 2010, p. 100).

⁴ *In verbis*: Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios :I - soberania nacional ;II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

⁵ Cf. Capítulo 1.2.1, *infra*.

poupadores e àqueles que vivem de rendas; oferece formas de investimento mais diretas do que quaisquer outras possíveis, ou seja, há mais participação do que exclusivamente direitos à renda monetária, aproximando-se o poupador do investidor; diminuem-se as tensões sociais por meio de uma maior dilação da propriedade do capital privado; e há oportunidade de uma tributação mais direta, mais equânime, pois, na maioria dos casos, dividendo e outros retornos de capital podem facilmente ser taxados na fonte (1975, p. 449).

SALOMÃO FILHO (2006, p. 154-155), por sua vez, nos ensina que o mercado de capitais somente atingirá a máxima econômica de perfeita tradução nos preços em relação a utilidade de cada produto se houver informação distribuída de forma equânime a todos. Dessa maneira, observa-se a importância da atuação da CVM no que tange a proteção do fluxo de informações, uma vez que representa a proteção aos investimentos em valores mobiliários, mantendo o mercado hígido e ético, controlando o estímulo à compra de ações.

Nesse sentido, EIZIRIK ET AL. (2011, p. 20-21) assim lecionam sobre a importância da regulação do mercado de capitais:

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

Destarte, observa-se que o risco⁶ deve estar atrelado somente às atividades de financiamento no mercado de capitais, exigindo, portanto, um alto grau de transparência e confiança no tráfico econômico, sob pena de afastar possíveis investidores que vissem no mercado de capitais um ambiente inseguro e desleal. Sob essa premissa, a de proteção aos investidores, é que a regulação, orientada pelo interesse público, encontra seu objetivo principal.

⁶ O risco, no mercado de capitais, pode ser apenas mitigado, pelo investimento, por exemplo, em títulos de renda fixa, mas nunca poderá ser excluído (PÓVOA, 2007, p. 143).

Nessa esteira, o Diretor Eli Loria (CVM, PAS CVM N° SP2005/0155, J. EM 21/08/2007) ao proferir seu voto assim asseverou:

O mercado de capitais é um mercado onde, mais do que em outros, o risco tem importância fulcral, havendo de se prezar pela devida pulverização da informação, garantindo, assim, a confiabilidade do mesmo e coibindo o temido e iníquo efeito de um desequilíbrio informacional entre as partes, o que proporcionaria a uma delas, quando detentora de informação privilegiada ainda não divulgada, o poder de fazer melhores prognósticos de investimentos e de minimizar os riscos.

Com base no exposto, a relevância do tema está no potencial de degradação que a prática de *insider trading* traz ao mercado de capitais, assim como na instabilidade de mercado que pode surgir quando verificado⁷. Partindo-se do pressuposto de que a prática de *insider trading* tem o condão de alterar todos os objetivos relacionados ao mercado de capitais⁸, é possível afirmar que, uma vez verificado, o referido mercado não contribuiria para promover a formação de capital, para ligar poupança e investimento e para aumentar a eficácia da aplicação econômica do capital disponível (PROENÇA, 2005, p. 76).

Em razão da sua lesividade à ordem econômica, erigido no ordenamento pátrio como um princípio constitucional, faz-se necessária uma incursão ao seu plano conceitual para entendermos a fundo quais são os traços comuns, oriundos de práticas comerciais realizadas por suspeitos de usar informações privilegiadas com fins de locupletamento, para evidenciar, de modo objetivo, as práticas típicas de um *insider trading*.

⁷ Assim, destaca-se que “dentre todas as irregularidades a que está sujeito o mercado de valores mobiliários, poucas – ou talvez nenhuma outra – afetam tanto sua credibilidade quanto o uso indevido de informações privilegiadas, o chamado *insider trading*” (CVM, PAS N° 06/2003, DIRETOR-RELATOR NORMA JONSSSEN PARENTE, J. EM 14/09/2005).

⁸ Vale destacar que propiciar eficiência na determinação do valor dos títulos é um dos objetivos da regulação do mercado de capitais, e quanto mais rápida a reação das cotações dos papéis as novas informações, mais eficiente será o mercado (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 540).

1.2 O *Insider Trading* no Direito Brasileiro

Passamos, então, a aludir sobre o ordenamento jurídico pátrio no que diz respeito à prevenção e repressão ao *insider trading*. É importante destacar que, em respeito ao tema ora abordado, assim como a estrutura deste Trabalho, trataremos, nesse Capítulo apenas das normas cíveis que regem o uso de informação privilegiada, sobretudo a Lei 6.404/76, como também abordando a Lei 6.385/76 e as Instruções Normativa da CVM no Capítulo II, destinado à CVM em si, e seus instrumentos processuais e regulatórios de combate ao uso de informação privilegiada.

Para atingir o objetivo proposto neste tópico, aludiremos sobre a evolução legislativa no Brasil, concernente ao tema proposto, para então, expor a posição da doutrina sobre o atual regime jurídico. Dito isso, conceituaremos o *insider trading*, aludiremos sobre o Fato Relevante e sua importância aos julgamentos da CVM, finalizando com a diferença entre *insider* primário do secundário, em razão de suas consequências para o julgamento pela CVM do ilícito em epígrafe.

1.2.1 Evolução legislativa e atual regime jurídico

No Brasil, o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, foi o primeiro a prever o dever de prestar informações ao público, disposto em seu art. 70, atuando, nesse sentido, de forma preventiva ao uso de informação privilegiada. Contudo, tal dispositivo se restringia apenas às companhias estrangeiras que começavam a se instalar no país, representando simplesmente, uma preocupação com o registro e a autorização de funcionamento destas (PROENÇA, 2005, p. 274).

A adoção ao princípio do *disclosure* para reger o mercado de capitais⁹, isto é, de dar transparência com a ampla divulgação de informações, característica absorvida da legislação

⁹ LEÃES (1984, p. 132-133), nesse sentido, leciona que a adoção ao princípio do *disclosure* para reger as relações no mercado de capitais foi severamente criticado, inclusive pelos Profs. Fábio Comparato e Nelson Eizirik, uma vez que o mercado pátrio não estava preparado, à época, em adotar tal princípio. Argumentavam que, sendo o investidor médio despreparado para absorver a massa de informações colocadas à sua disposição, o diafragma

norte-americana (LEÃES, 1984, p. 132), não é o suficiente para combater o uso indevido de informações privilegiadas. Apenas obrigar a devida prestação de informações às companhias não cessará *per se* o *insider trading*, é necessário, paralelamente a essas medidas, garantir que “todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam” (LEÃES, 1984, p. 173).

Uma vez adotado esse princípio, e seguindo a linha de raciocínio do doutrinador LEÃES, era natural que se cogitasse a proibição ao uso indevido de informação privilegiada, sendo previsto, pois, no artigo 3º, X, da Lei 4.728/65, que incumbia ao Banco Central:

X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.

Esse foi o primeiro dispositivo a reprimir de forma direta o *insider trading* no Brasil, que começava a criar suas normas para a regulação do mercado de capitais. Entretanto, tanto a Lei como o artigo foram criticados por LEÃES (1984, p. 173), em razão daquela não fornecer condições legais para o exercício da fiscalização de polícia, enquanto esse não definiu de maneira precisa os contornos do fato delituoso.

Seria na Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76) que a referida figura delituosa seria prevista em meio a um contexto mais ordenado de preceitos sobre os deveres e a responsabilidade civil dos *insiders* (LEÃES, 1984, p. 174). Nesse sentido, ao ser consagrado os deveres de diligência, lealdade e de informar pela legislação societária brasileira, o combate ao *insider trading* pode ser visto como um produto natural desses princípios, dado que se harmonizam com os fundamentos éticos do agir com probidade e justiça (PROENÇA, 2005, p. 271).

entre esses e os investidores institucionais, que sabiam lidar com essas informações, só iria aumentar, criando um ambiente desigual e injusto. Contudo, o legislador adotou a ideia de que a completa prestação das informações pelas sociedades satisfaria o ideal do *disclosure* e protegeria o mercado. Nesse sentido, reproduziu referido princípio aos dois diplomas fundamentais do mercado: a Lei 6.404/76 e a Lei 6.385/76.

Quanto aos fundamentos éticos, EIZIRIK ET. AL (2011, P. 554) se posicionam no seguinte sentido:

As razões de ordem ética derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, o denominado *market egalitarianism*. Com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público. Assim, a legislação, nos diferentes países, busca impedir que os insiders obtenham vantagens decorrentes da inevitável “assimetria” de informações, uma vez que eles sempre terão acesso a elas antes dos investidores de mercado.

Além de razões éticas que embasam o combate ao *insider trading*, EIZIRIK ET AL (2011, P. 554-555) argumentam que há, também, razões de cunho econômico:

Considera-se que o mercado é eficiente quando os preços das ações refletem todas as informações sobre as emissoras e os títulos negociados; quanto mais rápida for a reação dos títulos às novas informações, em princípio, mais eficiente será o mercado. O ideal, pois, é que a cotação dos títulos reflita apenas todas as informações publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante normas que estabelecem a obrigação de se divulgar todas as informações relevantes. A ampla divulgação de informações completa-se com um segundo princípio, dela decorrente: as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que os *insiders* possam utilizá-las antes da sua divulgação.

Ademais, PROENÇA (2005, P. 272) argumenta que o combate ao *insider trading* não se resume a defesa da eficiência do mercado e a proteção ao investidor. Referido doutrinador alude que o desempenho do mercado de capitais excede o domínio dos seus agentes, abrangendo toda a economia de um país, caracterizando-se, a sua proteção, como de interesse público, erigido pelo ordenamento constitucional pátrio.

Nessa esteira, ZACLIS (2002, P. 18), após amplo estudo sobre os interesses difusos do Mercado de Capitais, argumenta que a proteção coletiva aos investidores conferido pelo Lei 7.913/89 não apresenta apenas interesse aos membros do grupo lesado, como seguramente contribui para o aumento da confiança no mercado de valores mobiliários, pois ao proteger os interesses individuais homogêneos dos investidores lesados, garantindo um instrumento processual coletivo para pedido de ressarcimento pelos danos causados por prática ilícitas,

referida Lei, como efeito mediato, também protege a higidez do mercado, mantendo as suas expectativas de ser um ambiente seguro e eficaz para as relações mercadológicas.

Assim, em razão de seu potencial lesivo, no Brasil, a prática de *insider trading* é reprimida por normas preventivas e repressivas, em três esferas: civil, penal e administrativo. As normas preventivas fundamentam-se nos deveres de lealdade e de informar, que, por sua vez, está lastreado no princípio do *full disclosure*¹⁰, enquanto as normas repressivas estão fundamentadas na proibição da conduta em estudo

Sobre o referido princípio, EIZIRIK ET AL. (2011, p. 485) asseveram que:

O princípio do *disclosure* baseia-se na presunção de que uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos emitidos, o investidor tem condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade os papéis.

Dito isso, a chegada da Lei 6.404/76 ocasionou a regulação mais taxativa da conduta do *insider trading*, tanto em termos preventivos como em repressivos (PROENÇA, 2005, p. 276). Com efeito, a lei societária, sob forte influência da legislação norte-americana, estabeleceu normas de conduta aos administradores, consubstanciadas com a imposição de diversos deveres. Trata-se, nesse sentido, da transcrição do *standard of loyalty*, disposto na legislação societária norte-americana (CARVALHOSA, 2009, p. 292).

Um dos deveres impostos pela referida Lei é o “dever de lealdade”, previsto no artigo 155, cujo teor provém do sistema legal norte-americano (*standard of loyalty*), e está alicerçado no caráter fiduciário das funções do administrador, ao passo que lhe exige colocar os interesses da companhia *sempre* à frente dos seus próprios (PROENÇA, 2005, p. 278). Além disso, referida norma, expressamente, repressa a prática de *insider trading*, atuando, nesse sentido, de forma repressiva contra a prática ora em estudo. O artigo 155 assim prescreve:

¹⁰ Cf. em MAHONEY, Paul G., *The Political Economy of the Securities Act of 1933* (May 24, 2000). UVA Law School, Legal Studies Working Paper, n. 00-11. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=224729>>. Acesso em: 02 ago. 2015.

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

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

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

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

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

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Como se depreende, o dever de lealdade previsto no referido artigo pode ser traduzido como um rol, exemplificativo, de condutas vedadas ao administrador visando a proteção dos interesses sociais (COELHO, 2003, p. 246 APUD EIZIRIK ET. AL., 2011, p. 456-457).

Assim, é vedado ao administrador; utilizar em proveito próprio, as oportunidades de negócios oferecidos à companhia (inciso I); omitir-se no exercício ou na proteção dos direitos da companhia, ou, visando à obtenção de vantagens, deixar de aproveitar oportunidade de negócios de interesse da companhia, ou, visando à obtenção de vantagens, deixar de aproveitar oportunidades de negócios de interesse da companhia (inciso II); frustrar os interesses da companhia, não importando, nesse caso, a obtenção ou não de lucro na transação (inciso III).

Além dessas vedações, o § 1º impõe o dever de sigilo aos administradores, que, segundo EIZIRIK ET AL. (2011, p. 465), comporta em dois aspectos: (i) “o primeiro relacionado à manutenção de reserva sobre os negócios da companhia, quando a divulgação de determinadas informações ao público possa resultar em prejuízo à sociedade”; e (ii) “o segundo relativo à vedação à utilização de informação confidencial”.

Importa-nos, em respeito ao recorte temático, salientar o segundo aspecto, que tem como referência o § 4º do mencionado artigo 155, que repreende de forma direta a prática de *insider trading*, sendo o administrador que auferir vantagem mediante o uso de informação

privilegiada civilmente responsável em caso de comprovação da culpa ou do dolo, segundo o artigo 158¹¹.

Referido parágrafo foi incluído pela Lei 10.303/2001, a mesma que introduziu a criminalização da prática de *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, e trouxe duas novidades à Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76): a utilização do termo “fato relevante” e a finalidade de obter vantagem na utilização da informação privilegiada¹² (NEVES, 2013, p. 30).

Resta claro de que a introdução do § 4º pelo referido dispositivo legal disciplinou a matéria de forma mais clara e detalhada. Contudo, é incorreto aludir que somente a partir de 2001 o administrador da companhia ficou impedido de negociar utilizando informações obtidas em razão do seu exercício profissional, uma vez que o § 1º, artigo 155, já impedia a utilização de qualquer informação, em benefício próprio ou alheio, à qual tivesse tido acesso em razão do exercício do cargo ou função (NEVES, 2013, p. 30).

O artigo 157, por sua vez, estatui o dever de informar, atuando como uma norma preventiva como veremos a seguir. De acordo com PROENÇA (2005, p. 276), referido artigo previne o *insider trading* ao adotar o princípio do ‘dever de informar’, para tanto inspirando-se no *duty of disclosure* do direito societário americano.

¹¹ *In verbis*: O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia geral, tornar-se-á

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

¹² Como analisaremos no Capítulo 3, infra, a finalidade de obtenção de vantagem ao operar por meio de utilização de informação privilegiada é comprovada por meio de indícios, não sendo necessário a efetiva obtenção de resultado para ser condenado.

Antes de analisarmos o artigo 157, é importante aludirmos, mesmo que de forma não exaustiva, o princípio do “*full disclosure*” em razão de sua importância ao Mercado de Capitais, nos dizeres de FÁBIO KONDER COMPARATO (1990, p. 338):

Como se percebe, o dever de informação completa das companhias abertas ao público investidor não é, em nosso país, uma regra menor do sistema de regulação do mercado de capitais, mas princípio fundamental. Nessa qualidade, ele informa o conjunto normativo constituído pelas Leis ns. 6.386 e 6.404, de 1976, a ele devendo se subordinar todas as regras operacionais das companhias abertas.

A aplicação desse princípio se deu em razão da denominada prática do “*full disclosure*” do direito norte-americano, a qual impõe, àqueles que realizam apelos aos recursos da poupança pública nos Estados Unidos da América, a total revelação de informações (TANJI, 2013, p. 106).

Segundo COMPARATO (1990, p. 338), referido princípio invoca o respeito a duas regras básicas: (i) a transparência das informações publicadas e; (ii) a igualdade de acesso e todos os investidores a essas informações. Ademais, segundo referido doutrinador, a clareza da informação não se atinge retirando informações técnicas, mas sim garantido a utilização de uma linguagem técnica de forma adequada e uniforme. Ou seja, a divulgação das informações deve ser simétrica, devendo se criar mecanismos para evitar a formação de “canais privilegiados de conhecimento dos fatos relevantes da vida social” (TANJI, 2013, p. 108).

Por fim, COMPARATO (1990, p. 331-353) alude que a adoção ao mencionado princípio se deu em virtude do princípio da “hipótese do mercado de capitais eficiente”, segundo o qual o investimento em valores mobiliários é um processo racional e a cotação dos referidos valores refletem o nível de informação disponível no mercado. Em razão disso, o “*full disclosure*” alude que uma vez adequadamente informado, o investidor estará apto a tomar suas decisões econômicas que julgar conveniente.

Portanto, como mencionado, o princípio do *full disclosure* se consubstancia em um postulado básico da regulação do mercado de capitais o qual preconiza, como aludido, que o investidor estará protegido na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações a respeito das companhias com os títulos publicamente negociadas. Posto isso, passa-se a análise do artigo 157 em si, cujo teor é o seguinte:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

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

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia 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.

§ 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.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Desse texto, PROENÇA (2005, p. 278) alude dois aspectos importantes, no que concerne à atividade preventiva do artigo supra contra a utilização de informação privilegiada: (i) a primeira refere-se a obrigação imposta aos administradores de revelar qualquer transação que realizaram com qualquer espécie de ativo emitido pela companhia a qual exercem suas funções, incluindo seus derivativos, permitindo a averiguação de possível prática de *insider trading*; e (ii) a segunda que diz respeito a obrigação da companhia de revelar, da maneira mais ampla possível, fatos relevantes sobre si, a menos que, caso vir a ser publicada, prejudique os interesses da companhia. Entretanto, tal decisão de publicar ou não pode ser interferida pela

Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em razão dos poderes conferidos pelo § 5º do referido artigo.

EIZIRIK ET AL. (2011, P. 481), por sua vez, lecionam que referido artigo 157 pode ser analisado sob os seguintes aspectos:

- (i) o primeiro refere-se às informações que devem ser prestadas aos acionistas da sociedade, as quais se desdobram no dever de declaração no tempo de posse (artigo 157, *caput*) e no dever de revelação à assembleia geral ordinária (artigo 157, §§1º e 2º); e (ii) o segundo consiste no dever de comunicação e de divulgação de informações que possam influir no mercado de capitais de uma forma geral (artigo 157, §4º).

Nesse sentido, a análise de EIZIRIK ET AL. explora a necessidade de divulgação da informação tanto aos acionistas, majoritários e minoritários, bem como aos investidores *outsiders*, ou seja, ao mercado de capitais de uma forma geral, para que assim, o princípio de que “todos devem ter igualdade de condições de negociação dos valores e que disponham das mesmas informações para tomada de suas decisões de investimento” (EIZIRIK ET AL 2011, P. 482-483) seja atingido.

PROENÇA (2005, P. 278), a seu turno, analisa para quem a obrigação do dever de informar recai; ao administrador, em caso de movimentação de papéis, de propriedade do administrador, da companhia; à companhia, em caso de consubstanciação de fatos relevantes que têm o potencial de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários emitidos pela companhia, caso fossem publicados.

Ambos se complementam, portanto, ao aludirem sobre a finalidade do artigo 157, assim como sua função preventiva à prática de *insider trading*. Relevante ressaltar que o *caput*, §§ 1º e 6º, visam facilitar o combate ao *insider trading*, ao impor, à um *insider* típico, que comunique aos acionistas da companhia, ao assumir o cargo, qual sua posição acionária, bem como a quantidade de valores mobiliários as quais seja titular (§1º), respeitando, pois, o direito subjetivo dos acionistas em ser informado e puderem exercer seu direito de fiscalização da gestão social (EIZIRIK, 2011, P. 481).

Durante seu exercício, entretanto, o administrador tem a obrigação de informar a CVM em caso de alguma mudança em suas posições acionárias (§6º), facilitando, ainda mais, o combate, uma vez que a CVM terá acesso à toda movimentação com os valores mobiliários,

assim como às publicações dos fatos relevantes (§4º), podendo-se comparar as datas dos fatos e analisar se houve, ou não, utilização de informação privilegiada¹³.

O §4º, por sua vez, é a consagração do já mencionado princípio do *full disclosure* (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 484), impondo transparência às companhias de capital aberto, obrigando-as a publicarem seus fatos relevantes ao mercado, não somente aos seus acionistas. Em razão de sua importância à prevenção do *insider trading*, e por ser um requisito essencial para que haja o reconhecimento da referida prática, aludiremos sobre o fato relevante em capítulo próprio.

Salienta-se que, da interpretação em conjunto do § 1º, artigo 155, com § 4º, artigo 157, que trata do dever de informar (abaixo analisado), resulta cristalino que a Lei 6.404/76 seguiu o padrão do “*disclose or refrain from trading*” original do direito norte-americano, referente ao dever do “*insider*” de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 466).

Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação principal é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do “*disclosure*”. Entretanto, enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele ficará proibido de negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia (EIZIRIK ET AL, 2011, P. 467).

Conclui-se, portanto, que os artigos 155 e 157 da Lei 6.404 construíram, a partir de 1976, a estrutura legal que previne e, concomitantemente, reprime o *insider trading* no direito brasileiro (PROENÇA, 2005, P. 281). Além disso, referida Lei avançou no sentido de estabelecer a presunção de culpa, ao prever a conduta, através de imposição de deveres, dos administradores¹⁴.

Nesse sentido EIZIRIK (1983, P. 50) salienta que¹⁵:

¹³ Como veremos adiante no Capítulo 3, a análise das datas dos fatos e das operações com valores mobiliários pelos investigados, é um dos indícios que precisam ser sopesados, em conjunto com outros, para que haja um substrato probatório suficiente que sustente uma condenação pela prática de *insider trading*.

¹⁴ Aludiremos mais a fundo sobre esse tema, ao analisar o tipo de presunção de culpa que recai sobre os *insiders* primário e secundário, à luz da jurisprudência da CVM.

¹⁵ Importa destacar a posição do Professor Waldírio Bulgarelli sobre o sistema de presunção de culpa a qual considera-o como o mais prudente e justo, pois, “embora aproximando-se do sistema objetivo por risco, dispensando o autor da prova de culpa, permite ao réu provar a ausência de sua atuação culposa, assinalando que o mais cauteloso é a adoção da teoria da presunção da culpa, liberando o autor da prova da culpa, mas admitindo certas escusas por parte do responsável” (BULGARELLI, 1983, P. 96).

O elemento fundamental na análise da responsabilidade civil do *insider* não é, porém, a natureza de sua responsabilidade, mas sim o nexo causal entre a sua conduta ilícita e o dano causado aos investidores. Tratando-se de operação realizada no mercado, que se caracteriza por ser absolutamente impessoal, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*. Exigir tal relação direta seria condenar o combate ao *insider trading* ao absoluto insucesso, uma vez que, dadas as características do mercado de capitais, muitas vezes é impossível ligar as partes contratantes. Não interessa, assim, de quem o *insider* comprou ou vendeu. O nexo de causalidade deve ser inferido mediante a prova de que as informações omitidas eram relevantes e privilegiadas (...). Sendo assim, a responsabilidade puramente objetiva do *insider* seria excessiva. Na realidade há uma presunção de culpa, admitindo-se, porém, prova em contrário. Tal presunção de culpa, que aproxima-se bastante da noção de responsabilidade objetiva, ocorre tanto na esfera cível como na esfera **administrativa** (grifo nosso).

Assim, através da imposição dos deveres de informar, de sigilo e de lealdade, recai, aos administradores, uma presunção de culpa quanto ao uso de informação privilegiada, bem como em relação às outras práticas ilícitas próprias de administradores, cabendo, no entanto, prova em contrário. Portanto, trata-se de presunção relativa que recai sobre *insiders* primários no que concerne à prática de *insider trading*, a qual, como suscitado por EIZIRIK, é também utilizado no âmbito administrativo, quando observamos tal presunção sendo utilizada nos julgados da CVM¹⁶.

NEVES (2013, p. 30) assim conclui sobre a atuação dos deveres impostos pela Lei 6.404/76 à prevenção da prática de *insider trading*:

Desse modo, evidencia-se que, em cumprimento ao dever de informar, o administrador da sociedade anônima de capital aberto tem a obrigação de divulgar toda informação relevante capaz de influenciar o valor das ações. Além disso, em razão do dever de sigilo, está proibido de repassar essa informação a qualquer pessoa, caso ela não possa ser de domínio público. E mais, em decorrência do dever de lealdade, está impedido de utilizar-se dessa informação em proveito próprio ou de outrem.

Posto isso, referida autora (2013, p. 30) conclui que esses 3 (três) deveres são os pilares à prevenção do crime de *insider trading*, aludindo que na maioria das vezes em que o delito é cometido é em razão da não observância desses três referidos deveres. Sendo, portanto, de vital

¹⁶ Melhor detalhado nos tópicos 1.2.4 e 1.2.5, infra.

importância a regulação do mercado de capitais para impedir uso indevido de informação privilegiada e permitir que os investidores *outsiders* estejam protegidos a partir da publicação de todas as informações relevantes a respeito das companhias com os títulos publicamente negociados.

A Lei 6.385 de 7 de dezembro 1976, por sua vez, foi editada justamente para o fim de regular o mercado de capitais e criar a autarquia responsável pela fiscalização. Nesse sentido, mediante a publicação da referida Lei, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários. No texto que compõe referida Lei, podemos encontrar, dentre outras, normas tratando da instituição e natureza jurídica (artigo 5º), composição (artigo 6º), e competência (artigo 8º) da Autarquia. Como já explicado no início deste tópico, aludiremos sobre referida norma mais a fundo no Capítulo II, quando da análise sobre o ordenamento que rege as atividades da CVM.

Após a apresentação das Leis que foram concebidas como núcleo da estrutura normativa do mercado de capitais, nos resta chamar a atenção às lições do Professor SALOMÃO FILHO que advertiu quanto a necessidade de uma concepção lógica e sistemática ao aplicar as referidas Leis, uma vez que a doutrina, bem como a jurisprudência não o fizeram.

Nesse sentido, referido doutrinador (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 153-163) repisa o fato de que, no que concerne ao mercado de capitais, já teria sido firmada a errônea ideia de que a garantia da divulgação das informações e da ausência de manipulação daquele mercado seria suficiente para seu bom funcionamento, não importando, à disciplina do mercado de capitais, a percepção sobre a relevância da disciplina das sociedades por ações para o desenvolvimento do mercado de capitais. Posto isso, clama por uma aplicação sistemática e lógica das Leis 6.404/76 e 6.385/76 com objetivo de aprimorar o regulamento do mencionado Mercado.

Exposta as normas jurídicas civis que regula a atividade das Sociedades Anônimas e, por conseguinte, protegem o mercado de Capitais do uso de informação privilegiada, resta conceituar referida prática de acordo o entendimento doutrinário e da própria Comissão de Valores Mobiliários.

1.2.2 O Conceito de *Insider Trading*

O *Insider Trading* pode ser conceituado como a prática de realizar a compra ou a venda de valores mobiliários, munido de uma informação que a contraparte dessa operação ainda não teve acesso, com a finalidade de obter lucro ou evitar perdas. Trata-se, nesse sentido, da utilização de vantagem informacional que alguns têm em razão de estarem “por dentro” das atividades da companhia que porventura tenha emitido valores mobiliários para a negociação no mercado.

Dessa maneira, há, por parte do agente, um comportamento doloso por omissão¹⁷, uma vez que o *insider* queda-se inerte a respeito do fato ou informação que tenha conhecimento, de modo que a contraparte não celebraria o mesmo pacto, caso soubesse dessa informação ocultada (COMPARATO, 1971, P. 46).

Ressalta-se, entretanto, que a informação utilizada pelo *insider* deve ser privilegiada, ou seja, aquela relevante e sigilosa¹⁸. Assim, para que se compreenda o que constitui uma informação privilegiada, deve-se entender inicialmente o que representa uma informação relevante, haja vista que a informação privilegiada nada mais é do que uma informação relevante que ainda não foi veiculada ao mercado.

1.2.2.1 O fato relevante

De acordo com EIZIRIK ET AL. (2011, P. 485) a construção do conceito de fato relevante pela legislação societária brasileira foi realizada sob influência do conceito de *material fact* da legislação norte-americana, prescrito na *Rule 10 b-5*, promulgado pela SEC.

¹⁷ Imperioso ressaltar que Parente (1978, p. 9), a despeito de não constar o termo “*insider trading*” no Código Civil de 1916, argumenta que três dispositivos do referido diploma legal contemplavam a figura desta prática ilícita: o art. 92, o art. 94 e o art. 159. Como não houve mudança no texto normativo destes artigos quando do início da vigência do Código Civil de 2002, é de se concluir que os atuais artigos 145, 147, e 186 ainda são aplicáveis aos casos de *insider trading*.

¹⁸ Nesse sentido, a Diretora Norma Jonssen Parente ao relatar o PAS CVM nº 06/2003, alude que “Informação privilegiada, por seu turno, é aquela simultaneamente relevante e sigilosa”, considerando que: (i) sigilosa é a informação que não é passível de ser obtida por meios acessíveis ao público em geral, de maneira que, caso já tenha sido disseminada, mesmo que de forma irregular, já não será mais sigilosa; (ii) relevante é o fato que é levado em consideração por qualquer investidor médio ao negociar com ações (DIAS, 2009, P. 4).

Assim, fato relevante seria aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar os valores mobiliários da companhia, ou que, quando da sua divulgação ocasionará um impacto razoável sobre a cotação dos valores mobiliários da companhia (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 485).

É pacífico na doutrina, como já aludido, que o mercado de capitais pátrio foi erigido pelo princípio do “*full disclosure*”, surgindo, portanto, o dever de informar aos administradores, como previsto no artigo 157 da Lei 6.404/76, no pressuposto de que, a partir da publicação da informação, os investidores estejam melhor esclarecidos para avaliar o risco do investimento.

Contudo, além do previsto no §5º, do artigo 157, que estabelece uma exceção à publicação da informação, caso essa coloque um interesse legítimo da companhia em risco, o dever de informar somente transparecerá diante da informação classificada como relevante. O conceito de informação relevante, no direito pátrio, está previsto no artigo 155, §1º, da Lei 6.404/76, a qual será relevante a informação que é “capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”.

Em razão disso, o §4º do art. 157, como já aludido, impõe o dever aos administradores de sociedades anônimas abertas de divulgar eventuais fatos ou atos da companhia que sejam entendidos como relevantes através da comunicação à bolsa de valores onde negocia seus valores mobiliários, títulos negociados, bem como publicar, por meio da imprensa, tais atos ou fatos relevantes.

Imperioso ressaltar, e relembrar que, esta determinação tem como fundamento a busca pela eficiência do mercado, na medida em que os preços dos ativos reflitam em todos os momentos todas as informações existentes relativas aos papéis negociados, como também às suas emissoras. Além disso, a própria credibilidade do mercado de capitais, fundada na premissa de que haverá igualdade de condições para todos quando da decisão de comprar ou vender um valor mobiliário (AMENDOLARA, 2003, P. 161), depende dessa obrigatoriedade de divulgação por parte dos administradores.

Ademais, em razão do marco normativo do artigo 155, §1º (FILHO, 2006, p. 11), a CVM por meio da Instrução 358/2002, artigo 2º, definiu o conceito de informação relevante por meio do seguinte texto¹⁹:

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

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

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

Depreende-se da análise do texto que o referido artigo elaborado pela CVM ampliou o conceito de informação relevante, em relação ao conceito dado pelo artigo 155, da Lei 6.404/76, ao adicionar os incisos II e III, posto que o inciso I, refere-se ao conceito já disciplinado pela Lei das Sociedades Anônimas.

¹⁹ O parágrafo único do mencionado artigo destinou-se a arrolar um rol exemplificativo de ato ou fato potencialmente relevante, merecedores de divulgação ao mercado. *In verbis*: Parágrafo único. Observada a definição do caput, são *exemplos* de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

EIZIRIK ET AL. (2011, P. 487) alertam que para que se possa caracterizar se certa operação deve ou não ser divulgada por meio de fato relevante, não basta que ela esteja enquadrada em uma das proposições da relação exemplificativa prevista no parágrafo único do artigo 2º da Instrução CVM 358/2002, é necessário, sim, que a operação possa ensejar alguma das três circunstâncias referidos nos incisos I a III do artigo 2º da aludida Instrução, isto é, caso possa influir, de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

LEITE FILHO (2006, P. 12), baseado nos estudos de Frederico de Lacerda da Costa Pinto, doutrinador português, assevera que a informação, sob análise do julgador, deve ter duas características para ser considerada relevante e, portanto, apta a ser utilizada pelo *insider*: (i) “não ter sido tornada pública, ou, pelo menos, que tenha sido divulgada somente após seu uso²⁰”; e (ii) “ser idôneo a, com a devida publicidade, influenciar de modo ponderável na cotação de valores mobiliários (*price-sensitive*)”.

Em complemento, EIZIRIK (2011, P. 373) procura estabelecer algumas características próprias das informações privilegiadas, na medida em que será privilegiada a informação que apresentar, cumulativamente, as seguintes especialidades: (i) caráter razoavelmente preciso, ou seja, relacionada a fatos e não boatos, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tida como “*price sensitive*”, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou a seus emissores.

A despeito das referidas normas, bem como de toda exegese da doutrina ora aludida, o enquadramento da informação como relevante ainda exige alta dose de subjetivismo do julgador, portanto, a ser analisada diante de cada caso concreto²¹.

²⁰ No PAS CVM nº 06/2003 (Caso 01), o Colegiado votou no sentido de absolvição em razão de considerarem o fato já publicado por meio dos Formulários de Informações Trimestrais (ITR), documento que obrigatoriamente deve ser publicado ao mercado.

²¹ No PAS CVM RJ nº 2008/9022 (Caso 14), por exemplo, os indiciados foram absolvidos por maioria dos votos, uma vez que alguns Diretores julgaram no sentido de considerarem o fato irrelevante, ao contrário do que julgou o Diretor-relator.

Interessante colacionar, de modo a compreendermos melhor o fato relevante, a posição da CVM, que invariavelmente trata do assunto com o objetivo de uniformizar o entendimento, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2006/4776, relatado por Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17/01/2007²²:

Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a "potência" de impacto e não sobre o real impacto. Para o administrador, é mais fácil calcular essa probabilidade quando o impacto do "fato" sobre os negócios da companhia é direto. Por exemplo, a parada extraordinária de atividade em uma linha industrial da companhia é relevante se essa parada afetar significativamente as receitas, o resultado ou as demais operações da companhia. Outro exemplo, o trânsito em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou um ganho para a companhia será relevante se o montante do ganho ou da perda for significativo em comparação ao patrimônio líquido da companhia. Para completar esses dois primeiros exemplos, que se referiam, respectivamente, a um fato operacional e a outro patrimonial, podemos lembrar de um fato financeiro: a obtenção de um empréstimo pode ser relevante, embora seja, usualmente, um fato do dia a dia da companhia. Digo isso, pois o empréstimo pode ser a condição suspensiva para a conclusão de uma aquisição relevante já divulgada pela companhia ou uma condição necessária ao início da construção de um projeto industrial substancial também já divulgado pela companhia. Um empréstimo pode, ainda, ser suficiente para o equacionamento da situação de liquidez, que poderia levar a companhia à falência ou a requerer recuperação judicial, e que é de conhecimento dos investidores.

Observa-se que a análise da CVM para qualificar o fato como relevante se dá no potencial de impacto que tal fato possa ter na tomada de decisão do investidor ao ser veiculado publicamente, uma vez que é esse o exercício que o administrador deve fazer ao divulgar um fato da companhia.

Alguns fatos, como suscitado supra, já são conhecidos por seu impacto "direto" na tomada de decisão do investidor, sendo, pois, necessária sua imediata publicação ao mercado. Como exemplo, o Diretor-relator alude sobre uma possível parada extraordinária da produção, uma decisão judicial em prejuízo à companhia, ou mesmo a captação de um empréstimo para uma aquisição substancial, um aumento da capacidade produtiva, enfim, que possa ser considerado como uma condição suspensiva para um fato já divulgado como relevante.

²² Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20070117_RJ20064776.html>. Acesso em: 25 mar. 2015.

Por outro lado, para alguns fatos o exercício de classificá-lo como relevante ou não se torna quase impossível pela dificuldade em mensurar seus impactos na decisão do investidor de investir ou não nos ativos emitidos pela companhia:

Muitas vezes, no entanto, o fato não traz um impacto direto mensurável e a análise de sua relevância é mais difícil. O início de uma demanda judicial contra a companhia ou a concessão de um empréstimo, por exemplo. Ambos podem ser neutros, pois a demanda judicial pode ser julgada improcedente e o empréstimo, concedido em taxa similar ao custo de captação, pode ser pago pelo credor e, em ambos os casos, não há, nesse momento inicial, a certeza sobre o resultado futuro. Ocorre que, em ambos os casos, por mais improvável que possa ser, o resultado pode ser negativo e o impacto na situação patrimonial da companhia, relevante. Com relação a esses tipos de fato, o administrador da companhia aberta deve ponderar o impacto potencial pela sua probabilidade, de modo a definir a relevância (...) Fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza (operacionais, patrimoniais, financeiros ou societários) e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Isso porque um determinado fato pode fornecer elementos sobre a capacidade dos administradores (e, conseqüentemente, o rumo de longo prazo da companhia e a maneira com que os negócios sociais serão tratados no longo prazo) ou, ainda, pode demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas (acionista controlador, acionistas não controladores, acionistas sem direito a voto, credores, empregados, administradores, comunidade – vide art. 116, § único) e, com isso, alterar o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais) ou mesmo quanto ao valor absoluto do valor mobiliário (maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações).

Destarte, mesmo àqueles fatos que ainda não tenham seu impacto muito claro quando da sua divulgação, em razão da incerteza sobre seu resultado futuro, devem ser ponderados pelo administrador para que os divulgue em razão de outros aspectos que devem ser observados para cada fato.

Isso porque fatos podem ser considerados relevantes independentemente da sua natureza, seja operacional, patrimonial, financeira ou societária, e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevante sobre a companhia e seus ativos emitidos para negociação, uma vez que essas divulgações podem fornecer elementos aos investidores sobre a capacidade dos administradores em exercício, ou, ainda, pode evidenciar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas: acionista controlador, acionistas não controladores, acionistas sem direito a voto, credores, empregados, administradores e comunidade, alterando o valor entre os tipos e espécies de valores mobiliários

(como por exemplo os administradores darem maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações).

Isto posto, a CVM separa as circunstâncias qualitativas e quantitativas do fato, alertando para que os administradores levem em consideração ambas as circunstâncias tendo em vista que, isoladamente, podem não ser consideradas como relevantes, mas em conjunto, podem ser levadas em consideração pelos investidores:

Por esses motivos, também as características qualitativas do fato, e não apenas as quantitativas, devem ser utilizadas na definição sobre a relevância de um dado fato empresarial. (...) Em certas situações, um fato não é relevante, se olhado isoladamente, ou se forem consideradas, segregadamente, suas características quantitativas e qualitativas. Por isso, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas. Dessa forma, uma informação não deixará de ser relevante se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas, que, isoladamente, não sejam relevantes.

Percebe-se, por essa passagem do julgamento ora exposto, a dificuldade de enquadramento de um fato como relevante. Tanto o administrador, na fase de pré-divulgação do fato, como a CVM, ao julgar casos de *insider trading*, devem ponderar diversas informações, sobretudo a reação dos investidores caso a informação fosse revelada, nos termos do ordenamento jurídico pátrio.

Tendo em vista referida dificuldade, faz-se necessário o destaque à explanação sobre o sistema de presunção, estabelecida pelos regulamentos da CVM²³, que afeta a exegese sobre o fato relevante no caso concreto:

O que a regulamentação desses comandos faz, em diversas oportunidades, é estabelecer algumas presunções. Tais presunções são mecanismos que facilitam o processo de construção da acusação. A primeira presunção é a de que em determinados períodos, como os que antecedem a divulgação de resultados (art. 13, § 4º da Instrução CVM n.º 358, de 2002) ou a oferta pública de valores mobiliários (art. 48 da Instrução n.º 400, de 2003), há informação relevante.

²³ PAS CVM n.º RJ2010/1666, Diretora-relatora Luciana Dias, j. em 03/04/2012.

Semelhante presunção ocorre em relação aos fatos que circundam um evento da vida da companhia que será anunciado como fato relevante (art. 13, caput e §1º, da Instrução CVM n.º 358, de 2002).

A restrição de negociação de ações é transformada em vedação para que não se inviabilize a atuação da CVM em determinados casos de utilização de informação privilegiada, em que a comprovação de posse da informação ou da intenção de auferir vantagem seria quase impossível.

Assim, à título exemplificativo, o art. 13, § 4º da Instrução CVM n.º 358, de 2002²⁴ e o art. 48 da Instrução n.º 400, de 2003²⁵ são regulamentações da CVM que visam a construção de um sistema de presunções, transformados em vedações, para que facilitem a peça acusatória em razão da já mencionada dificuldade em se enquadrar o fato como relevante.

Na verdade, as vedações presentes nos dispositivos aludidos representam a presunção “de que a pessoa detém uma informação relevante por conta das funções que exerce junto à companhia e, caso negocie enquanto tal informação não é divulgada, estará negociando porque teve acesso à informação confidencial e relevante e com a finalidade de auferir vantagem indevida²⁶”.

Quanto à necessidade sobre essa sistemática de presunções/vedações, assim se manifestou a CVM no PAS ora em comento:

Essas presunções são necessárias porque os eventos anunciados por meio de fato relevante são meros desfechos de uma série de fatos, reuniões, tratativas e informações que se espalham no tempo, mas que, encadeados, vão culminar na informação efetivamente divulgada ao mercado, qual seja o conteúdo do fato relevante, das demonstrações financeiras ou das ofertas públicas.

Em especial, fatos relevantes cujo objeto são aquisições e operações societárias, anunciadas ou não, são eventos que se constroem por meio de processos que envolvem uma grande troca de informações nos procedimentos de auditoria, nas reuniões e

²⁴ *In verbis*: § 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15.

²⁵ *In verbis*: Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM: I - até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar: a) a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e b) a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta. II – abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de: (...).

²⁶ PAS CVM n.º RJ2010/1666, Diretora-relatora Luciana Dias, j. em 03/04/2012.

outras tratativas que discutem a estruturação das operações, e nas idas e vindas negociais.

(...)

Reconhecendo que o fato relevante é mero desfecho de atos e informações que se encadeiam no período que o precede, a regulamentação estabelece a vedação à negociação. Essa vedação decorre da presunção de que a equipe envolvida em operações societárias ou ofertas públicas sabe mais que o mercado e, por isso, deve abster-se de negociar com valores mobiliários das empresas envolvidas. Tal presunção se estende por todo período em que esteja em curso a auditoria e as negociações relativas ao negócio relevante para a companhia ou a oferta pública.

Entretanto, a presunção de que exista informação relevante não é absoluta, apenas invertendo o ônus da prova e transferindo-o para o acusado que tem o dever de trazer evidências de que não tinha a posse da informação, de que a informação detida não era relevante ou de que o negócio realizado não decorria do fato de o acusado ter tido acesso a informação relevante e não divulgada ao mercado.

Resta cristalino, portanto, que a CVM, por meio de regulamentos e entendimento jurisprudenciais destrincha a matéria sobre fato relevante para torná-lo menos tormentoso à acusação, estabelecendo, por meio de presunções, relevância à determinados fatos que permeiam a vida da companhia.

Além disso, a prova da posse da informação pelo *insider*, como também sua intenção de auferir ou deixar de perder na operação, são outros obstáculos comprobatórios que devem ser ultrapassados pela equipe de acusação. Entretanto, há de salientar a diferença, no que tange à requisitos para condenação, entre *insider* primário e secundário.

1.2.2.2 O *insider* primário

Insta salientar que a diferença entre *insider* primário e secundário já é amplamente aceita no direito comparado, assim como no direito brasileiro (EIZIRIK; ET. AL., 2011, P. 563). A diferença conceitual entre os tipos de *insiders* reflete diretamente na maneira como são tratados quando do julgamento pela CVM, sendo este o ponto fulcral desse e do próximo capítulo.

Em seu sentido clássico, a prática de *insider trading* pode ser definida como o uso de informações privilegiadas obtidas única e exclusivamente em virtude do cargo exercido ou em

decorrência do exercício da profissão, uma vez que o *insider* conhece a companhia e possui acesso ao funcionamento de seus negócios (DIAS, 2009, p. 4).

A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO, 2003, p. 24), por sua vez, asseveram que os *insiders* “primários” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício, ainda que pública, de um ofício ou de uma profissão, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. Em outras palavras, são as pessoas que recebem, *diretamente*, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para notar que tal informação é relevante.

A previsão de quem seja os *insiders* primários está no *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358 de 2002. Além disso, referida Instrução, editada após a reforma da Lei 6.404/76, realizada pela Lei 10.303/2001, listou, em seu art. 8º, aqueles que têm o dever de manter sigilo sobre informações relevantes que se relacionam às atividades e à própria companhia que ainda não foram divulgadas ao mercado.

Com efeito, podemos concluir da leitura desses dispositivos, acima mencionados, em conjunto com os arts. 116-A, 145, 160 e 165 da Lei 6.404/76, que o ordenamento jurídico brasileiro admitiu como *insider* primário aqueles que ocupam as seguintes funções: (i) administradores, conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei 6.404/76); (ii) membros de órgãos criados pelo estatuto da companhia com funções técnicas destinadas a aconselhar administradores (art. 160 da lei 6.404/76); (iii) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei 6.404/76); (iv) pessoas subordinadas aos que ocupam as funções já mencionadas ou terceiros de confiança (§ 2º do art 155 da Lei 6.404/76) e; (v) acionistas controladores (art. 116-A da Lei 6.404/76 e art. 22, § 1º, V, da Lei 6.385/76)²⁷.

Posto isso, vislumbra-se dois elementos básicos para a caracterização da prática de *insider trading* em seu sentido clássico: (i) a existência de um relacionamento profissional que de acesso direto ou indireto a informações absolutamente sigilosas da companhia; e (ii) o uso

²⁷ É importante destacar também o rol de *insiders* primários do art. 13 da Instrução Normativa CVM 358, quais sejam: “acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante”.

da informação sigilosa com a finalidade de obter vantagem em função do desconhecimento de tal fato pelo mercado (DIAS, 2009, p. 4).

Resta-nos, afim de cumprir os objetivos do presente capítulo, ressaltar como a CVM acolhe o posicionamento da doutrina e reflete em seus julgamentos. De início, cabe lembrar que no campo do direito administrativo sancionador existe uma presunção *juris tantum* de que os *insiders* primários, em razão da posição que ostentam na companhia, detêm a informação relevante, e em virtude disso, eventual operação com o papel seria, no mínimo, suspeita²⁸ (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 564).

Diz-se suspeita em razão da necessidade, ainda, de se comprovar a finalidade da operação, qual seja, a de lucrar ou a de evitar perdas²⁹. Portanto, quanto ao *insider* primário (i.e., aquele que obteve a informação *direto* da fonte), a acusação busca comprovar a sua ligação profissional com a companhia emissora, presumindo, em alguns casos como já visto, que a informação seja relevante e que o investigado estava sob a posse da informação privilegiada quando da operação com valores mobiliários em razão de sua posição na companhia emissora, e por fim, comprovar a finalidade da operação por meio de indícios.

Conclui-se, assim, que todos aqueles que podem ser tipificados como *insiders* primários exercem cargos nas companhias emissoras de títulos mobiliários que lhe possibilitam o acesso incondicional às negociações e decisões da companhia. Em vista disso, caso sejam investigados pela prática do ilícito ora em debate, deverão comprovar sua inocência, ou seja, o ônus da prova, recaíra para o próprio acusado. Tal fato é uma das distinções práticas entre o *insider* primário e o secundário, que será objeto de estudo do próximo capítulo.

Por fim, é importante destacar que, a norma penal, que proíbe a prática de utilização de informação privilegiada, prevista no art. 27-D³⁰, da Lei 6.385/76, somente pode ser aplicada

²⁸ Nesse sentido: “Prevalece na doutrina e nos precedentes da CVM o entendimento de que os “*insiders*” se subdividem em primários (que exercem funções de administração na Companhia e cujo conhecimento de informações relevantes é presumido de forma relativa) (...) (CVM, PAS nº 24/05, Diretor-Relator Sérgio Weguelin, j. em 02/07/2008); “Como sabemos, os *insiders* se dividem, inicialmente, em dois grupos: (a) os *insiders* primários, também conhecidos como *tippees*, que detêm informação em função de sua relação direta com a companhia e possuem conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante (...) (CVM, PAS nº 13/06, declaração de voto do Diretor Otávio Yazbek em 13/12/2011).

²⁹ Cf. tópico 3.2, *infra*.

³⁰ *In verbis*: Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

aos *insiders* em epígrafe, pois recaem sobre esses a obrigação de guardar sigilo. Além disso, tal norma somente incriminará aquele *insider* que utiliza a informação relevante para negociar valores mobiliários. Já aquele *insider* primário que repassa a informação privilegiada a terceiros pode ser punido apenas administrativa e civilmente por infração ao dever de lealdade, previsto no art. 155 da Lei 6.404/76 (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 564).

1.2.2.3 O *insider* secundário

O *insider* secundário foi introduzido em nosso ordenamento jurídico com a chegada do § 4º ao art. 155 da Lei 6.404/76, através da promulgação da Lei 10.303/2001, e é denominado também como *insider* “de mercado” (DIAS, 2009, P. 4).

Conforme reza o texto do mencionado dispositivo, é vedado a *qualquer pessoa* que tenha tido acesso a informação privilegiada, com a intenção de auferir vantagem, a utilização de informação privilegiada. Destarte, *insiders* “secundários” ou de “mercado” são aqueles que recebem a informação, direta ou indiretamente, dos *insiders* primários não recaindo sobre esses a obrigação de dever de sigilo e não necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 563). Desse modo, observaremos algumas mudanças no tratamento dado pela CVM quando do julgamento de casos que envolvam *insiders* secundário.

No que tange ao ônus da prova, “à figura do *insider* de mercado não recai a presunção relativa de ilicitude quanto à transmissão de informação privilegiada, ao contrário do que ocorre com o *insider* primário, cabendo ao ente acusador, a Comissão de Inquérito da CVM, comprovar inequivocamente essa conduta ilícita” (CVM, PAS Nº 24/05, DIRETOR-RELATOR SERGIO WEGUELIN, J. EM 02/07/2008).

Cabe à Comissão de Inquérito, pois, a comprovação de que o *insider* secundário estava sob a posse da informação privilegiada, como também a sua finalidade de obter vantagem, para si ou para outrem, com essa operação. Em virtude da dificuldade em comprovar esses fatos de forma cabal, a Comissão de Inquéritos coleta indícios, como por exemplo, uma relação de amizade entre *insider* primário e secundário, troca de e-mails, vistas, histórico de operações

com esse papel, para tentar comprovar da forma mais robusta possível a posse e a finalidade de obter vantagem³¹.

Nesse sentido, o Diretor Otávio Yazbek (CVM, Declaração de voto no PAS CVM nº 13/09, j. em 13/12/2011) assim se manifestou sobre os julgamentos de *insiders* secundários:

(...) nos casos envolvendo *insiders* secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal.

Observa-se, pois, uma dificuldade acentuada para a comprovação do ilícito quando o agente é um *insider* secundário em comparação quando o agente é um *insider* primário em virtude da posição que ocupam na companhia emissora: o secundário não exerce nenhuma função, não recaindo, portanto, nenhuma presunção de que tenha informação, ou mesmo que saiba sobre a relevância desta informação; enquanto o primário, em virtude da sua atuação dentro da empresa, teoricamente, tem conhecimento sobre a informação, bem como da sua relevância, ou seja, do seu potencial impacto no valor dos ativos emitidos publicamente pela companhia caso for publicada.

Assim, como já aludido, os *insiders* se dividem, inicialmente, em dois grupos: (i) os *insiders* primários, também conhecidos como *tippers* (aqueles que dão as “dicas”), que detêm informação em razão de sua relação *direta* com a companhia e possuem conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante; e (ii) os *insiders* secundários, também conhecidos como *tippees* (que recebem as “dicas”), ou *insiders* de mercado, que recebem informação direta ou indiretamente de alguém que teria tido acesso direto à informação privilegiada.

³¹ Cf. tópico 3.3, *infra*.

Além desses grupos, de acordo com o Diretor Marcos Barbosa Pinto, em voto proferido no julgamento do PAS CVM nº 155/05, é possível, dentro da sistemática da Instrução CVM nº 358/02, classificar os casos de negociação com base em informação privilegiada em quatro grandes grupos, quais sejam:

No primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais vigora uma vedação absoluta, ou seja, eles não podem negociar com ações da empresa enquanto o Fato Relevante não for divulgado ao público.

No segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa.

No terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar.

No quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção.

Importante destacar que, trata-se de mais uma construção jurisprudencial da CVM, ao estabelecer as responsabilidades para cada tipo de *insider*, tanto primário como secundário, firmando, nesse sentido, o tipo de presunção que recai para cada um desses, no intuito de facilitar os julgamentos sobre uso de informações privilegiadas.

Assim, é através dessa construção jurisprudencial que a CVM enquadra os investigados para determinar a sistemática de distribuição do ônus *probandi*, fundamental para garantir a possibilidade de comprovação do crime, assim como garantir o direito de defesa dos acusados.

Conclui-se, nesse íterim, que qualquer um está à mercê de um julgamento de negociação mediante uso de informação privilegiada, desde que atue como investidor no mercado de valores mobiliários. Todavia, para cada um haverá uma maneira de se defender a depender de sua posição em relação a informação: quanto mais próximo (*insider* primário), maior será a presunção de que estava sob a posse e sabia da relevância da informação e, quanto mais longe da informação (*insider* secundário), menor, até mesmo nenhuma presunção recaía sobre ele, mudando o ônus da prova, como já aludido. No que tange à finalidade do agente em obter vantagem, para ambos os casos recai para a acusação tal ônus.

1.3 Estudo Comparado

O presente capítulo buscará demonstrar, por meio do estudo comparado, a origem da legislação sobre *insider trading*, assim como apresentar as principais legislações que influenciaram o Direito brasileiro no que toca ao uso indevido de informação privilegiada, evidenciando, ademais, as diferentes relações entre as normas jurídicas e a subjacente realidade social.

TULIO ASCARELLI (2001, p. 34) leciona que:

[...] através do estudo do direito comparado, somos frequentemente levados a investigar o que chamarei de ‘premissas implícitas’ (econômicas, sociais, doutrinárias etc.) nos diversos direitos, premissas às vezes não formuladas e, no entanto, de importância para evidenciar o alcance das soluções jurídicas, bem como para explicar a diretriz da evolução de determinado direito. Por este caminho é que o estudioso do direito comparado acaba por se tornar mais consciente das premissas e das características do direito do seu país. Estudando o direito estrangeiro e descobrindo-lhe as premissas eventualmente diferentes das do seu direito nacional, ocorrer-lhe-á, às vezes, encontrar, ao cabo do estudo de um direito estrangeiro, uma explicação melhor para alguns problemas do direito do seu país.

Dito isso, salienta-se que será sob esta premissa que o presente capítulo será construído.

Em média, as legislações sobre o uso indevido de informação em países desenvolvidos datam de 1990 (PROENÇA, 2005, p. 205). Quanto aos países emergentes, por sua vez, a média se situa no ano de 1991 (PROENÇA, 2005, p. 208). Posto isso, conclui-se que o Brasil se encontra em uma boa posição no que concerne ao vanguardismo na produção de lei sobre o uso indevido de informação privilegiada, posto que nosso legislador já havia se preocupado com o tema ao elaborar a Lei nº 4.728, de 1965.

Além disso, um estudo constatou que a produção e a efetiva aplicação das leis sobre *insider trading* realmente deram início na década de 1990. Dos 103 (cento e três) países pesquisados, 87 (oitenta e sete) haviam regulado sobre o assunto e apenas 38 (trinta e oito) já haviam aplicado referidas Leis. Antes de 1990, esses números eram 34 (trinta e quatro) e 9 (nove), respectivamente (BHATTACHARYA; DAOUK, p. 2).

1.3.1 Estados Unidos da América

Os Estados Unidos aparecem como o pioneiro na elaboração das normas sobre *insider trading*, posto que a *Securities Act* e a *Securities Exchange Act* foram sancionadas em 1933 e 1934, respectivamente. A primeira disciplinava a emissão de títulos vendidos no comércio interestadual e internacional por via do correio enquanto a segunda legislava sobre as bolsas de valores e os mercados de balcão, operando no comércio interestadual e internacional, por via do correio (LEÃES, 1982, p. 86)³².

Insta salientar que foram os Estados Unidos que consagraram o princípio do *full disclosure* nas *securities regulations*, ao escolherem uma atuação preventiva ao invés da repressiva em face das irregularidades no mercado na década anterior, proclamando referido princípio como “uma antítese de um programa intervencionista na economia, posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado” (LEÃES, 1982, p. 90)³³.

Assim, ao optar pelo conceito de *disclosure*, o então Presidente Roosevelt impôs a divulgação de dados financeiros imprescindível à justa e eficiente operação do mercado de valores mobiliários, destinados a: (i) precaver manipulações financeiras e; (ii) prover investidores e especuladores de informações suficiente para tomarem decisões racionais (AVOLIO, 2006, p. 2).

Além disso, em razão da referida escolha, a legislação americana alavancou o princípio do *full disclosure* como uma questão a ser enfrentada por vários países, inclusive o Brasil (PROENÇA, 2005, p. 209). Referido princípio adveio como uma resposta à crise vivenciada em

³² LEÃES leciona, contudo, que haviam leis estaduais sancionadas antes da década de 1930. As “*blue sky laws*” eram leis que visavam disciplinar o mercado de títulos respeitando os limites fronteiriços dos estados norte-americanos (1982, p. 83). Referidas Leis exigiam, por exemplo, o registro ou o licenciamento de pessoas que atuavam no mercado, assim como medidas repressivas contra infrações no mercado, autorizando o exercício do poder de polícia (1982, p. 89-90).

³³ Ademais, LEÃES alerta que a escolha pelo sistema de controle pelo *full disclosure* se deu, além de outros motivos, pelas reivindicações de Louis. D. Brandeis, juiz da Suprema Corte, enfatizando a necessidade da publicidade como um remédio aos problemas sociais e econômicos (1982, p. 91).

1929, no intuito de, por meio de regras preventivas de publicação de informações, garantir a equidade entre os agentes do mercado de capitais.

PROENÇA (2005, p. 210), nesse sentido, conclui que a “legislação acerca do *insider trading* atém-se, fundamentalmente, à alocação dos direitos da propriedade em informações corporativas e, conseqüentemente, à distribuição da renda derivada de tais informações. O Estado aparece, destarte, criando e protegendo os direitos de propriedade”.

Adicionalmente, COMPARATO (1971, p. 41) alude que o escopo dessa legislação como se declarou nos debates parlamentares que antecederam o *Securities Act* de 1933, foi por os proprietários de títulos em posição de igualdade, naquilo que for possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem.

Cumprе ressaltar, de todo o arsenal jurídico disponível à época para o combate ao uso de informações privilegiadas na legislação norte-americana, dois dispositivos: a Seção 16 (b) da *Securities Exchange Act*, e a Regra 10 b-5, regulada pela SEC. Com efeito, esses dois dispositivos são essenciais à proteção do mercado de capitais, assim como aos investidores (PROENÇA, 2005, p. 214).

PROENÇA (2005, p. 214-215) alerta que a Seção 16 (b) deve ser interpretada em conjunto com a Seção 16 (a), uma vez que obriga todos os possuidores de qualquer categoria de ações que representem mais de 10% do capital da companhia, ou a quem for administrador ou alto empregado da mesma, a informar a SEC sobre o número de ações que possui e, por meio de relatórios mensais noticiar, ainda, eventuais alterações ocorridas.

A Seção 16 (b), de acordo com LEÃES (1984, p. 143), prescreve que:

[...] a fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompra ou a revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter em

proveito da sociedade emissora, independentemente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita.

Contudo, a Seção 16 (b), com o tempo, mostrou imperfeições e lacunas que restringiram sua eficiência no combate ao uso de informação privilegiada, apesar de produzir um resultado positivo, mesmo que mínimo (LEÃES, 1984, p. 150)³⁴. Além disso, a Seção 16 (b) não era auto executável, ou seja, ela dependia de uma auto regulação pela SEC a qual foi realizada apenas 8 (oito) anos mais tarde, quando a Regra 10 b-5 foi baixada pela SEC, à título de ato interpretativo da Seção 10 (b) da Lei de 1934 (PROENÇA, 2005, p. 214/220). Ou seja, as limitações da Seção 16 (b) levaram à construção jurisprudencial da Regra 10 b-5, cuja função era servir como instrumento para refrear, de modo efetivo, a utilização abusiva de informações confidenciais no mercado de valores, por pessoas que obtenham dentro das empresas (PROENÇA, 2005, p. 220).

Assim, em 1942 foi introduzida a Regra 10 b-5³⁵, que, inegavelmente se configura como a mais importante da legislação norte-americana no que concerne ao uso indevido de informação privilegiada (PROENÇA, 2005, p. 223; NEVES, 2013, p. 46-47). Referida regra erigiu-se como um dispositivo que efetivamente coibia a prática do *insider trading* em suas mais abrangentes possibilidades³⁶ (PROENÇA, 2005, p. 222).

Além desses dispositivos, é crucial, para a completa compreensão do instituto do *insider trading* sob o ponto de vista da legislação norte-americana, aludir sobre dois casos

³⁴ Segundo PROENÇA (2005, p. 217), o dispositivo sofreu demasiadas críticas em razão do seu alcance limitado. Primeiro porque só obstava o *insider trading* que operasse dentro do prazo de seis meses. Segundo, pois a referida Seção não outorgou à SEC a possibilidade de aplicar penalidades aos infratores, resultando, apenas, na possibilidade do prejudicado (acionistas ou a companhia) em ajuizar uma ação de responsabilidade contra o infrator.

³⁵ Regra 10 b-5: Emprego de práticas de manipulação e engano: Será ilegal a qualquer pessoa, diretamente ou indiretamente, pelo uso de quaisquer meios ou intermédio de comércio interestadual, ou por qualquer facilidade de qualquer bolsa de valores nacional: a – empregar qualquer dispositivo, esquema ou artifício para defraudar; b – fazer qualquer afirmação falsa ou deixar de afirmar fato relevante necessário, a que à luz das circunstâncias sob as quais elas foram feitas, não sejam enganosas; ou c – enganar-se em qualquer ato, prática ou negociação que opere ou operaria como uma fraude ou engano a qualquer pessoa, relativamente à compra e venda de qualquer valor mobiliário (NEVES, 2013, p. 46).

³⁶ Referida norma, ao contrário da Seção 16 (b), foi tratada como um dispositivo sancionador, ao qual assegurava à SEC mecanismos de correção após à prática ilegal, bem como a aplicação de penalidades aos infratores. Além disso, a Regra 10 b-5 abrangia não só operações fraudulentas realizadas por administradores, mas também aquelas realizadas por terceiros ligados aos administradores, seja qual for o vínculo, e ainda, a qualquer pessoa física ou jurídica que se apoderava da informação, em razão de sua proximidade à Companhia, para operar mediante informação privilegiada ainda não divulgada ao público (PROENÇA, 2005, p. 222). Tal forma de *insider*, hodiernamente, é classificada como *insider* secundário, como aludido no tópico 1.2.4, supra.

emblemáticos que recorrentemente são mencionados pela doutrina para narrar o início da aplicação da Regra 10 b-5 contra o uso indevido de informação privilegiada.

O primeiro deles é o caso do *Texas Gulf Sulphur*, de 1963. A *Gulf Sulphur* era uma companhia mineira que ao realizar escavações próximas ao lago Ontário, em 12 de novembro de 1963, descobriu ricas jazidas de cobre, zinco e prata. Sob o mais absoluto sigilo, a referida companhia adquiriu a concessão para a exploração da área, e começar as atividades de extração. Contudo, a sociedade empresária somente divulgou tal fato ao mercado em 16 de abril de 1964, após os administradores, funcionários, amigos e parentes adquirirem um grande número de ações da *Gulf Sulphur* (LEÃES, 1982, P. 166), ou seja, se aproveitaram de informação relevante não divulgada ao mercado para investir nas ações de emissão da referida empresa, e assim, auferiram grandes lucros na venda dessas ações quando a informação foi relevada.

Após a instauração do procedimento pela SEC em 1965, observou-se que os investigados se aproveitaram de uma valorização das ações da *Gulf Sulphur* que de 18 dólares a unidade em novembro de 1963, alcançou o valor de 100 dólares a unidade ao final de 1996 (LEÃES, 1982, P. 166), uma valorização, pois, de 555,55%. Os investigados foram considerados culpados, assim como a própria companhia, após julgamento em segunda instância (PROENÇA, 2005, P. 230).

Esse foi o primeiro caso em que a regra do “informe ou abstenha” (*disclose or abstain rule*) foi aplicada, a qual assevera que o agente deve se abster de realizar uma operação caso não seja possível revelá-la ao público. Em suma, caso o agente não revele ao público sua operação, essa não poderá ser realizada até que tal informação seja revelada (GUTIERREZ, 2010, P. 30 APUD NEVES, 2013, P. 48).

O segundo caso, por sua vez, é o *Chiarella*, muito discutido na doutrina em razão de uma dissonância na interpretação entre a primeira instância e a Suprema Corte. *Vincent Chiarella* trabalhava em uma gráfica financeira chamada *Pandick Press* e ao imprimir alguns documentos financeiros obteve informações privilegiadas, ainda não divulgadas, sobre ofertas públicas de aquisição de ações de empresas. Em posse dessas informações, *Chiarella* comprou as ações e as vendeu em seguida nas ofertas públicas de aquisição, auferindo lucro em prejuízo dos outros investidores (NEVES, 2013, P. 49).

No entanto, apesar de a primeira vista *Chiarella* ter agido como um típico *insider*, a Suprema Corte, afastando o entendimento da primeira instância, julgou *Chiarella* como

inocente em virtude desse não precisar divulgar nenhuma informação pois não tinha o dever de fidúcia com a companhia e seus acionistas. Destarte, a Suprema Corte firmou o entendimento de que só se poderia responder pelo ato de *insider trading* caso recaísse, sobre o agente, o dever de confiança entre esse e a companhia e seus acionistas (NEVES, 2013, p. 49).

Em decorrência deste julgamento (PROENÇA, 2005, p. 233), entrou em vigor, em 1980, a Lei 14 e-3, cujo teor foi fundamental para conferir ilegalidade à atividade de *tipping* nas ofertas públicas de aquisição de ações, independente se dessa atividade resultar ou não uma operação realizada pelo *tipper* (EIZIRIK, 1983). A atividade de *tipping* é aquela em que o *insider* oferece “dicas” ao *tipper* (*insider* secundário) para operar no mercado.

Até a criação da referida Regra, a atividade de *tipping* só era considerada ilegal quando resultava em uma operação posterior do *tipper*, munido da informação privilegiada repassada pelo *insider*. Após a promulgação da Regra 14 e-3, a operação do *tipper* deixou de ser requisito para qualificar o *tipping* como ilegal, bastando apenas, a transmissão da “dica”. Em suma, referida regra proibiu a negociação por parte de qualquer pessoa que possuísse uma informação relevante relativa à oferta pública de aquisição (NEVES, 2013, p. 49).

Além da criação da Regra 14 e-3, a construção da “*misappropriation theory*” (teoria da apropriação) pelos tribunais americanos também foi outra consequência do caso *Chiarella*. Referida teoria prega que um indivíduo também pode ser responsabilizado por *insider trading* mesmo sem recair sobre ele o dever de fidúcia com a companhia, emissora das ações com as quais foi realizada a operação ilegal, assim como com os seus acionistas (SAINZ, p. 120, APUD NEVES, 2013, p. 50), ampliando as possibilidades de condenação daquele que negocia munido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

A despeito de todo o avanço na jurisprudência americana no que concerne ao caso de *insider trading*, como até aqui aludido, os casos de uso de informação privilegiada ainda eram corriqueiros no mercado de valores mobiliários americano. Em vista disso, foi promulgado, em 1984, a *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA) que: aumentou a multa civil para três vezes o montante auferido, ou que deixou de ser perdido na transação baseada em informação privilegiada; e aumentou a sanção penal prevista em caso de violação às regras do mercado de capitais; e, por fim, expandiu a autoridade da SEC (PROENÇA, 2005, p. 234).

Tal medida foi criticada por BAINBRIDGE (1985, p. 498) em razão da fragilidade, à época, dos instrumentos de persecução da SEC, concluindo que antes de aumentar a pena, o Estado

deveria investir na própria agência reguladora, sob pena de gerar ineficiência no mercado de valores mobiliários ao propor severas penas, sem ao menos serem competentes o suficiente para comprovarem o uso de informações privilegiadas.

Após a ITSA, em 1988, entrou em vigor o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA), com o fim precípua de prevenir o *insider trading* bem como outras fraudes. Como instrumento para atingir tal objetivo, o referido estatuto criou o instituto do *chinese wall*³⁷ (CACCESE, 1997 APUD PROENÇA, 2005, P. 235) impondo às companhias emissoras de ações “separações claras entre os diversos departamentos de uma instituição financeira, procurando obstar que informações sigilosas, envolvidas em um determinado negócio, vazem para outras áreas da instituição, a exemplo de áreas de pesquisa da corretora e do banco de investimento” (PROENÇA, 2005, P. 235).

Após a comprovação científica da eficácia do combate preventivo ao *insider trading*³⁸, a SEC, em 10 de agosto de 2000, adotou as regras 10 b5-1 e 10 b5-2, bem como o Regulamento FD (*Fair Disclosure*), a qual previa que as companhias públicas deveriam divulgar o mesmo material à todos os investidores, o que não acontecia posto que aos investidores e analistas institucionais as informações divulgadas eram mais selecionadas, completas (PROENÇA, 2005, P. 235).

E por fim, o último e mais importante diploma pertinente ao mercado de capitais americano (PROENÇA, 2005, P. 236) foi desenvolvido após uma crise de governança corporativa atingir a confiança dos investidores quanto à higidez do mercado americano, levando o Congresso a aprovar a *Sarbanes-Oxley Act*, em julho de 2002. O objetivo principal da referida legislação era assegurar a veracidade das informações prestadas ao mercado, ampliando, nesse sentido, o dever de informar dos administradores (PROENÇA, 2005, P. 236). Ademais, referido diploma garantia que a formação dos preços dos ativos emitidos pelas companhias públicas era

³⁷ Poderemos perceber no Capítulo 3 infra, que o instituto do *chinese wall* se tornou um instrumento vital de prevenção ao *insider trading*, ao ponto da Comissão Valores Mobiliários (CVM) considerar inocentes aqueles que comprovarem de forma cabal o cumprimento ao *chinese wall*, imposto pela Companhia a qual estão ligados, ao operarem com ações sob investigação da referida Agência Reguladora (Caso 01).

³⁸ GARFINKEL em seu artigo conclui que: “*The enactment of ITSFEA appears to have curtailed insider trading activity in general and to have had a stronger impact on pre-event trading activity versus post-event trading activity. Because of the reduction in pre-event informed trading, earnings announcements themselves appear to contain more informations*” (1997, p. 3).

mais leal às informações disponíveis no mercado³⁹, mostrando-se um efetivo instrumento preventivo ao uso de informações sigilosas.

Conclui-se que a despeito de ser uma das legislações mais avançadas no mundo no que concerne à prevenção e repressão à prática de *insider trading*, não há ainda na legislação americana uma definição do que seja uma informação privilegiada, sendo tal conceito construído a partir da casuística (INIESTA, 1997, P. 52 APUD NEVES, 2013, P. 51). Ademais, acrescenta-se o fato de que “o sistema americano funciona bem graças à forte atuação desempenhada pela SEC, tanto na prevenção quanto na aplicação de sanções (SAINZ, P. 123 APUD NEVES, 2013, P. 52)

1.3.2 União Europeia

Quanto à legislação comunitária europeia, o primeiro movimento no sentido de harmonizar as legislações para o controle das informações que influenciam as cotações dos ativos emitidos pelas companhias públicas foi o *Informe Segré*, realizado em 1967, em Bruxelas, na qual houve uma reunião sobre especialistas em integração dos mercados de capitais (NEVES, 2013, P. 52).

Já em 1977, em razão da referida reunião, foi criado o Código Europeu de Boa Conduta, que, a despeito de não impor a obrigatoriedade aos países membros de introduzi-lo ao respectivo direito interno, já previa a necessidade de se reprimir o uso de informação privilegiada (NEVES, 2013, P. 52), mesmo sem conter uma previsão específica sobre o *insider trading* (PROENÇA, 2005, P. 243).

O primeiro documento comunitário que tratava especificamente da prática de *insider* foi editado em 1989. Tratava-se da Diretiva CEE 89/592, que partiu das seguintes premissas: (i) o mercado secundário de valores mobiliários desempenha um papel fundamental no financiamento dos agentes econômicos; (ii) para que esse mercado possa desempenhar o seu

³⁹ PROENÇA anota, à título de ser o principal mandamento da *Sarbanes-Oxley Act*, a adoção da “responsabilização direta aos administradores pelas informações financeiras divulgadas ao mercado, que passam a responder por imprecisões, omissões, declarações falsas ou que deixem de representar, de forma precisa, os resultados da empresa” (2005, p. 236-237).

papel de forma eficaz, devem ser tomadas medidas com vista a assegurar o seu bom funcionamento; (iii) o bom funcionamento do mercado depende da confiança que inspire aos investidores; (iv) essa confiança é assegurada por meio da garantia dada aos investidores de que estão colocados num plano de igualdade e que estão protegidos do abuso da informação privilegiada; e (v) as operações dos *insiders tradings* podem prejudicar a confiança e prejudicar o bom funcionamento dos mercados (NEVES, 2013, P. 53).

Nesse sentido, a mencionada Diretiva tratou especificamente da prática de *insider trading* aludindo sobre, mas não se limitando, ao conceito de informação privilegiada⁴⁰, das pessoas que são *insiders*⁴¹, bem como as que não são mas estão sujeitas à Diretiva⁴². Outro aspecto importante sobre esse diploma comunitário é que foi imposto aos Países Membros a designação das autoridades administrativas competentes para fiscalização e controle sobre a aplicação das normas contidas na referida Diretiva⁴³.

A Diretiva 89/592/CEE, como já era de se esperar em razão de sua obrigatoriedade, influenciou de modo direto a legislação dos Países-Membros, uma vez que o teor dessa Diretiva foi introduzido aos ordenamentos internos de cada país. Destaca-se, dentre esses, a Itália, que até então não havia ainda promulgado nenhuma legislação a esse respeito (MONROY, 2006, P. 121 APUD NEVES, 2013, P. 55)

⁴⁰ Article 1 – 1. ‘inside information’ shall mean information which has not been made public of a precise nature relating to one or several issuers of transferable securities or to one or several transferable securities, which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of the transferable security or securities in question. Disponível em: <http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_89_592.PDF>. Acesso em: 19 mar. 2015.

⁴¹ Os *insiders* são aqueles que negociam valores mobiliários: Article 2 – 1. “Each Member State shall prohibit any person who (i) “by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer”; (ii) “by virtue of his holding in the capital of the issuer, or”; (iii) “because he has access to such information by virtue of the exercise of his employment, profession or duties possesses inside information from taking advantage of that information with full knowledge of the facts by acquiring or disposing of for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, transferable securities of the issuer or issuers to which that information relates”. Disponível em: <http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_89_592.PDF>. Acesso em: 19 mar. 2015.

⁴² “Article 4. Each Member State shall also impose the prohibition provided for in Article 2 on any person other than those referred to in that Article who with full knowledge of the facts possesses inside information, the direct or indirect source of which could not be other than a person referred to in Article 2”. Disponível em: <http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_89_592.PDF>. Acesso em: 19 mar. 2015.

⁴³ Article 8 – 1. “Each Member State shall designate the administrative authority or authorities competent, if necessary in collaboration with other authorities to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied. It shall so inform the Commission which shall transmit that information to all Member States”; 2. “The competent authorities must be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of their functions, where appropriate in collaboration with other authorities”. Disponível em: <http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_89_592.PDF>. Acesso em: 19 mar. 2015.

Em 2003, em razão do ataque terrorista de 11 de setembro de 2001, bem como a luta travada contra o financiamento terrorista⁴⁴, foi editada a Diretiva 2003/6/CE que reforçava a ideia sobre “o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários e a confiança do público (investidores) como condições essenciais ao crescimento econômico e de prosperidade aos Estados-Membros” (NEVES, 2013, p. 55).

Além dessas preocupações, a referida Diretiva, em seus Considerandos 1 (um) e 2 (dois), expôs os motivos aos quais tais regras sobre proteção ao uso indevido de informação privilegiada foram criadas:

- (1) Um verdadeiro mercado único para os serviços financeiros é fundamental para o crescimento económico e a criação de emprego na Comunidade.
- (2) A criação de um mercado financeiro integrado e eficiente pressupõe que seja garantida a integridade do mercado. O bom funcionamento dos mercados dos valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial do crescimento económico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados.

Assim, observa-se que o fim imediato da legislação ora em comento é a de uniformizar a legislação dos Estados-Membros, no que se refere a proteção ao mercado de capitais, para então criar um mercado financeiro integrado na Comunidade. Entretanto, como efeito mediato, resta cristalino que referido diploma busca “o crescimento econômico e a criação de emprego na Comunidade”.

Ou seja, a legislação Comunitária visa a proteção desse mercado de modo uniforme nos Estados-Membros, com o objetivo de criar um mercado financeiro integrado, seguro e efetivo, tendo em vista que o mercado de capitais é um instrumento vital para o crescimento econômico e a geração de emprego⁴⁵.

⁴⁴ De acordo com o Considerando (14): “A presente directiva vai ao encontro das preocupações manifestadas pelos Estados-Membros na sequência dos ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 no que se refere à luta contra o financiamento de actividades terroristas”. Disponível em: <http://www.mibel.com/index.php?mod=documentos&mem=descargar&fichero=documentos_LexUriServ_PT_12e5d87a.pdf>. Acesso em: 21 mar. 2015

⁴⁵ Cf. tópico 1.1, supra.

Nota-se, portanto, uma preocupação intensa com a integração do mercado financeiro da União Europeia. De acordo com a Diretiva, “o abuso de informação privilegiada e a manipulação do mercado impedem uma transparência plena e adequada do mercado, indispensável às operações de todos os agentes económicos num mercado financeiro integrado⁴⁶”.

Além disso, o Considerando n.º 24⁴⁷ trata sobre o modo de divulgação das informações, e sua importância para a integridade do mercado de capitais, aludindo, portanto, sobre a importância das medidas preventivas ao *insider trading*, consubstanciadas em medidas de controle da efetiva divulgação de todas as informações relevantes, como também de instrumentos específicos como “as listas cinzentas⁴⁸” e o “*chinese wall*”.

Referida Diretiva traz ainda, uma nova, e mais completa, definição para informação privilegiada em relação a conceituação realizada pela Diretiva 89/592/CEE, externando, como já aludido, a preocupação da Comunidade em integrar os mercados:

Informação Privilegiada é toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.

E em seu artigo 2.º a Diretiva trata especificamente do prática ilegal de *insider trading*, proibindo quem: (i) Em virtude da sua qualidade de membro dos órgãos de administração, de gestão ou de fiscalização do emitente; (ii) Em virtude da sua participação no capital do emitente; (iii) Em virtude do acesso a essa informação privilegiada por força do exercício da sua atividade, da sua profissão ou das suas funções; ou (iv) Em virtude das suas atividades

⁴⁶ Considerando n.º 15 da Diretiva 2003/6/CE.

⁴⁷ Considerando n.º 24: “Uma divulgação rápida e leal da informação ao público reforça a integridade do mercado, enquanto uma divulgação selectiva pelos emitentes pode conduzir a uma perda de confiança do investidor na integridade dos mercados financeiros. Os agentes económicos profissionais devem contribuir para a integridade do mercado por várias formas. Tais medidas poderão incluir, por exemplo, a criação de «listas cinzentas», a aplicação do *window trading* a categorias de pessoal sensíveis, a aplicação de códigos de conduta internos e o estabelecimento de sistemas de segregação (*Chinese walls*). Tais medidas preventivas só poderão contribuir para combater o abuso de mercado se forem aplicadas com determinação e devidamente controladas. Um controlo adequado da aplicação implicaria, por exemplo, a designação de funcionários de controlo nos organismos interessados e a realização de verificações periódicas por auditores independentes”.

⁴⁸ As listas cinzentas são usadas como instrumento de prevenção ao uso de informação privilegiada, na medida em que nela, estão inseridas companhias cuja negociação com os respectivos papéis emitidos tornar-se-iam suspeitos em razão de acesso à informações privilegiadas, tratando-se, pois, de uma regra de *compliance*.

criminosas, utilizar informação privilegiada “ao adquirir ou alienar, tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente, os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito”.

Importante destacar também, para cumprimento dos objetivos do presente tópico, abordar as legislações de países europeus que exercem maior influência na legislação brasileira a respeito da prática de *insider trading* (NEVES, 2013, p. 60).

1.3.2.1 Espanha

Na Espanha, a criminalização do *insider trading* se deu por meio da Lei Orgânica 10/1995, sob forte influência das Diretivas, já aludidas, emitidas pela Comissão da União Europeia. Após a reforma do Código Penal espanhol de 2003, a redação do artigo 285 passou a ser a seguinte:

Quem de forma direta ou através de um intermediário usar alguma informação relevante para precificar qualquer classe de valores ou instrumentos negociados em mercados organizados, oficial ou reconhecido, o qual teve acesso restrito em virtude do desempenho da sua atividade profissional ou empresarial, ou mesmo fornecer à alguém, obtendo para si ou para um terceiro um benefício econômico superior a 600.000 (seiscentos mil) euros ou causando um prejuízo de idêntica quantidade, será punido com pena de prisão de um a quatro anos, multa na razão de um triplo do benefício observado ou favorecido e inhabilitação especial para prática de exercício da profissão ou atividade de dois a cinco anos.

Se aplicará a pena de prisão de quatro a seis anos, a multa na razão de um triplo do benefício observado ou favorecido e inhabilitação especial para prática de exercício da profissão ou atividade de dois a cinco anos, quando as condutas descritas no Seção 1, acima, ocorrer de acordo com as seguintes circunstâncias:

1ª Os sujeitos se dediquem de forma habitual a tais práticas abusivas

2ª Que o benefício obtido seja de notória importância

3ª Que se cause graves danos aos interesses gerais⁴⁹

⁴⁹ 1. Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para si o para um terceiro um beneficio económico superior a 600.000 euros o causando um perjuicio de idéntica cantidad, será castigado com la pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.

2. Se aplicará la pena de prisión de cuatro a seis años, la multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de los a cinco años, cuando em las conductas

A normal penal foi promulgada, portanto, para reforçar a norma administrativa nos casos mais graves (PROENÇA, 2005, P. 258), nos quais, de acordo com a norma supra, são os casos em que o benefício, em razão da utilização de informação privilegiada, ultrapassar os 600.000 (seiscentos mil) euros.

Portanto, NEVES (2013, P. 63) ao comparar as legislações brasileira e espanhola conclui que:

[...] ao contrário do disposto na atual legislação brasileira, a legislação espanhola exige a obtenção de vantagem ou a causa de um prejuízo para a configuração do tipo penal. Não só exige a ocorrência da vantagem ou do prejuízo, como aponta um valor mínimo a partir do qual a conduta passa a ter relevância criminal. Apenas a partir de 600.000 (seiscentos mil) euros o dano passa a ter relevância penal. Se o valor for menor do que esse limite, o agente pratica somente infração administrativa e não infração penal.

A despeito dessa diferença, a legislação espanhola, como na legislação brasileira, faz também referência à informação relevante, que deve ser prevista em regulação extra-penal (NEVES, 2013, P. 62-63). Na Espanha, utiliza-se o conceito de informação relevante disposta na Diretiva 89/592, o qual impõe que devem ser observados os seguintes requisitos: (i) a informação deve ter caráter concreto e preciso, não pode tratar-se de apenas rumores; (ii) que diga respeito a um ou a vários emissores de valores mobiliários ou ainda dos próprios vários mobiliários; (iii) que a informação não tenha-se tornado pública, sendo, portanto reservada ou oculta; (iv) caso fosse tornada pública, poderia influenciar de maneira considerável o valor dos valores mobiliários.

É muito comum, na Espanha, a utilização de informações privilegiadas sobre Ofertas Públicas de Ações (OPA's), pois na maioria das vezes em que ocorre, o preço da oferta é maior que o preço de mercado dessas ações, incentivando os *insiders* a adquirirem essas ativos antes da realização da oferta (SAINZ, P. 90 APUD NEVES, 2013, P. 65).

descritas em l apartado anterior concorra alguna de las siguientes circunstancias: 1ª Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas. 2ª Que el beneficio obtenido sea de notória importância. 3ª Que se cause grave daño a los intereses generales”

1.3.2.2 Portugal

Portugal, por sua vez, também influenciado pela Diretiva CEE 89/592 (NEVES, 2013, P. 65), sobretudo por prever uma pena de três anos (PROENÇA, 2005, P. 251) àquele que negocia mediante o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, há a seguinte previsão em seu art. 378 do Código de Valores Mobiliários:

- 1) Quem disponha de informação privilegiada:
 - a. Devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respectivo capital; ou
 - b. Em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou
 - c. Em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou
 - d. Que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito; e a transmita a alguém fora do âmbito normal de suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão de até 5 anos ou com pena de multa.
- 2) Qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a transmita a outrem ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punida com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.
- 3) Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, directa ou indirectamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.
- 4) Em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, entende-se por informação privilegiada toda a informação com carácter preciso que não tenha sido tornada pública e respeito, directa ou indirectamente a um ou mais desses instrumentos derivados e que os utilizadores dos mercados em que aqueles são negociados esperariam receber ou teriam direito a receber em conformidade, respectivamente, com as práticas de mercado aceites ou com o regime de divulgação de informação nesses mercados

Através de um alargamento no conceito de *insider*, a legislação portuguesa prevê penas “à entidade emissora e a quem quer que obtenha informação privilegiada em função do seu trabalho, mesmo que ocasional, inclusive ou à outra qualquer” (PROENÇA, 2005, P. 252). Ou

seja, assim como a legislação brasileira, o diploma português reconhece a prática de *insider trading* tanto cometido pelos *insiders* primários quanto pelos secundários (*tippees*).

Além disso, o conceito de informação relevante é o mesmo conferido pela legislação brasileira, a qual atribui a relevância às informações com potencial de influenciar o valor dos ativos caso fosse publicada. A diferença reside no fato de que no Brasil, o conceito está disposto na Instrução CVM 358, artigo 2º, ou seja, em diploma extra-penal, enquanto em Portugal o conceito está disposto na própria normal penal, diretamente influenciado pelo artigo 1º da Diretiva 2003/06/CEE (NEVES, 2013, p. 71), supra aludido.

Ferreira (2001, p. 153-154, APUD PROENÇA, 2005, p. 252) salienta, ademais, no que tange a previsão preventiva “a nova legislação portuguesa também se mostra completa pois, acompanhando os passos da Diretiva CEE 89/592, muito se preocupa com a isonomia de tratamento dos investidores e com a defesa do mercado, exigindo a divulgação de informações completas, verdadeiras, atuais, claras e lícitas, nesse ponto atendo-se às informações periódicas fornecidas ao mercado pelas empresas abertas, às ofertas primárias aos intermediários financeiros”.

1.3.2.3 Itália

A Itália, por fim, tratou sobre a legislação do uso indevido de informação privilegiada após a Diretiva 89/592 da União Europeia. Em razão disso, sua primeira legislação a tratar do assunto foi a Lei 157 de 1991 (NEVES, 2013, p. 71). Ressalta-se que o legislador italiano preferiu uma legislação essencialmente penal para regular o *insider trading*, caracterizando-o como um dos tipos de crime financeiro (PROENÇA, 2005, p. 252).

Já em 1998, entrava em vigor a “Consolidação das leis sobre intermediação financeira”, mais conhecido como TUF (“*Testo Unico della Finanza*”), que regulamentou a conduta do *insider trading* em seu art. 184, a qual derogou a Lei 157 de 1991, sob o seguinte texto:

1. É punido com reclusão de um a seis anos e com multa de vinte mil a três milhões de euros qualquer um que, tendo posse da informação privilegiada, em razão da sua qualidade de membro do órgão de administração, direção ou controle do emitente, da participação do capital do emitente, ou do exercício de uma atividade ocupacional, de uma profissão ou de uma função, inclusive pública, ou de um ofício:

- a. Adquire, vende ou faz outras operações, diretamente ou indiretamente, por conta própria ou por conta de terceiros, com instrumentos financeiros utilizando essas mesmas informações;
 - b. Comunica tais informações ou outras àqueles que estão fora do exercício normal do trabalho, da profissão, da função ou do ofício;
 - c. Recomenda ou induz outros, com base nas informações, à realização de quaisquer operações indicadas na letra “a”.
2. A mesma pena que trata o parágrafo primeiro se aplica a qualquer um que tiver posse de informação privilegiada em razão da preparação ou execução de atividade delituosa realiza quaisquer das ações que trata o mesmo parágrafo 1.
3. O juiz pode aumentar a multa até o triplo ou até à máxima importância de dez vezes o produto do lucro obtido pelo crime quando, pela relevante ofensividade do fato, pelas qualidades das pessoas do culpado ou pela entidade do produto ou do lucro obtido pelo crime, ela parecer inadequada, mesmo se aplicada ao máximo.
3. bis. No caso de operações relativas aos instrumentos financeiros de que trata o artigo 180, parágrafo 1, letra “a”, número “2”, a sanção penal é aquela da alteração até cento e três mil e duzentos e noventa e um euros e do arresto até três anos.
4. Para os fins do presente artigo por instrumento financeiro se entendem também os instrumentos financeiros de que trata o artigo 1, parágrafo 1, cujo valor depende de um instrumento financeiro de que trata o artigo 180, parágrafo primeiro, letra “a”.

Mediante análise do texto legal supratranscrito, observa-se que a redação do tipo penal italiano é muito parecido com português, até por ambos terem sido influenciados pela mesma fonte legal, a Diretiva 89/592.

Ademais, insta registrar a análise de PROENÇA (2005, p. 255) do texto legal italiano, registrando que o número 1 do artigo 180 trata sobre o *insider* primário, enquanto o número 2 sobre o *insider* secundário, ou *tippee*, aquele que se aproveita de uma informação privilegiada repassada pelo *insider* primário. O *insider*, por seu turno, não pode ser qualquer pessoa uma vez que o parágrafo 1º do artigo 184, do TUF, traz as hipóteses em que o agente pode figurar como sujeito ativo do crime de abuso de informação privilegiada: (i) fazer parte do conselho de administração; (ii) integrar a direção ou controle da companhia; (iii) participar do capital social da sociedade; (iv) exercer uma atividade ocupacional, uma profissão, uma função, inclusive pública, ou um ofício (NEVES, 2013, p. 72).

Além disso, diferente da legislação portuguesa, mas semelhante à brasileira, a legislação italiana não prevê o conceito de informação privilegiada no próprio tipo penal, mas sim no artigo 181 do TUF, baseando-se, nesse ponto igual à legislação portuguesa, do conceito emitido pelas Diretivas Europeias (NEVES, 2013, p. 73). O referido artigo tem a seguinte redação:

- 1. Para os fins do presente título por informação privilegiada se entende uma informação de caráter preciso, que não foi feita pública, concernente, diretamente ou

indiretamente, a um ou mais emitente de instrumento financeiro ou a uma ou mais instrumento financeiro, que, se restasse pública, poderia influir de modo sensível no preço de tais instrumentos financeiros.

2. Em relação aos derivativos de mercadoria, por informação privilegiada se entende uma informação de caráter preciso, que não foi feita pública, concernente, direta ou indiretamente, a um ou mais derivativos de mercadoria, cujos participantes do mercado do qual tais derivativos são negociados esperam receber segunda prática de mercado permitida em tal mercado.

3. Uma informação se julga de caráter preciso se:

a) se refere a um complexo de circunstâncias existente ou que se possa razoavelmente prever que virá a existir ou a um evento ocorrido ou que se possa razoavelmente prever que se verificará;

b) É suficientemente específica para permitir trazer conclusões sobre possível efeito do complexo de circunstâncias ou do evento de que trata o item “a” sobre os preços dos instrumentos financeiros.

4. Por informação que, se restasse pública, poderia influir de modo sensível sobre os preços dos instrumentos financeiros se entende uma informação que presumivelmente um investidor razoável utilizaria como um dos elementos sobre os quais fundamentar suas próprias decisões de investimento.

5. No caso das pessoas responsáveis pela execução de ordem relativa a um instrumento financeiro, por informação privilegiada se entende também informação transmitida por um cliente e concernente às ordens do cliente à espera de execução, que tiver um caráter preciso e que concirna, diretamente ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros, que, se restasse pública, poderia influir de modo sensível sobre os preços de tais instrumentos financeiros.

Denota-se que a principal característica que uma informação deve ter para ser considerada privilegiada, como no caso da legislação brasileira e portuguesa, é o potencial de influenciar no valor dos valores mobiliários caso fosse publicada. Ademais, o texto normativo ainda prevê o conceito sobre “informação de caráter preciso”, bem como “informação que poderia influir de modo sensível sobre os preços dos instrumentos financeiros” cuja definição é a informação que o investidor razoável, potencialmente, poderia utilizar para fundamentar suas decisões de investimento.

Quanto a regulação administrativa, NEVES (2013, p. 74) alude que “a lei italiana repete a mesma redação utilizada para descrever a infração penal para descrever a infração administrativa, com a previsão inclusive de pena de multa idêntica e com as mesmas circunstâncias que podem elevá-la, com as diferenças de que, para a infração administrativa, a tentativa é expressamente equiparada à consumação, de acordo com o artigo 187-bis, § 6º, do TUF, e de que a infração administrativa também pode ser praticada por aquele que utiliza informação privilegiada obtida de qualquer forma, sem cometer delito para tanto e sem que tenha acesso em razão de sua função, nos termos do artigo 187-bis, § do TUF”.

No que tange a averiguação e fiscalização do mercado de capitais italiano, sólidos poderes são outorgados à CONSOB (Comissão Nacional para as Sociedades e a Bolsa) (PROENÇA, 2005, p. 255). Nesse sentido, o artigo 185 dispõe que:

1. O ministério público, quando tem notícia de algum dos crimes previstos nos artigos 180 e 181, informa disto, sem atraso, o Presidente da CONSOB.
2. A CONSOB investiga as infrações, valendo-se dos poderes a ela atribuídos perante os sujeitos submetidos à sua fiscalização.
3. Com a mesma finalidade, a CONSOB pode também: a) pedir informações, dados ou documentos, a qualquer pessoa que se suponha informado sobre os fatos, estabelecendo o prazo para a pertinente comunicação; b) ouvir qualquer um que possa ser informado sobre os fatos, redigindo a relativa aa; c) valer-se da colaboração das administrações públicas e acessar o sistema informático do registro tributário, conforme modalidades previstas pelos artigos 2 e 3, parágrafo 1, do decreto legislativo de 12 de julho de 1991, n. 212.
4. Os poderes previstos pelo parágrafo 3, letras “a” e “b”, são exercidos com a observância das disposições dos artigos 199, 200, 201, 202 e 203 do Código de Processo Penal, na medida em que sejam compatíveis.

Além disso, de acordo com o artigo 187, parágrafo 1, do TUF, a CONSOB pode atuar no processo criminal representando os interesses lesados pelo crime. O parágrafo 2, por sua vez, confere legitimidade ativa à CONSOB a pedir indenização pelos danos causados pelo crime (Neves, 2013, p. 74). No Brasil, entretanto, a CVM não tem essa legitimidade ativa, sendo a sua atuação em processos judiciais limitada à possibilidade de atuar como *amicus curiae*⁵⁰.

Após análise das legislações estrangeiras, observa-se que não há ainda um conceito universal para *insider trading*, variando entre as legislações estudadas. A não ser, como visto, uma tentativa da Comunidade Europeia em uniformizar o conceito com o objetivo de criar um mercado financeiro unificado.

Além disso, conclui-se que a legislação sobre uso indevido de informação privilegiada remonta, como concluído por PROENÇA (2005, p. 205), da década de 90, mostrando-se realmente

⁵⁰ Nos termos do art. 31, da Lei 6.385/76, *in verbis*: Art. 31 - Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação. À título exemplificativo, a manifestação da CVM nos autos do processo AI nº 2006.002.24234 julgado pelo TJRJ, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2006/20061130-1-arquivo-peticao_amicus_tnl.pdf>. Acesso em: 29 maio 2015

como um instituto novo, e ainda sob constantes mudanças, como por exemplo, a recente criminalização da prática em alguns países.

PROENÇA (2005, p. 267) alude sobre duas tendências ao analisar a história da legislação sobre *insider trading*: (i) a ampliação do conceito de *insider trading*, para atingir não somente os *insiders* primários, como também, os secundários, os *tippees*, e; (ii) a valoração, e portanto, a consequente regulação sobre a dinâmica das informações, mostrando-se como um efetivo instrumento preventivo à prática de *insider trading*.

Como já analisado, percebemos o quanto a legislação pátria aderiu à essas tendências observadas por PROENÇA, na medida em que qualquer um já pode ser condenado pela prática de *insider trading*, como também pelo crescente número de regulações sobre o tráfego de informações que circulam no Mercado de Capitais. De forma a detalhar essas tendências, passamos a aludir sobre a Autarquia responsável pela regulação do Mercado de Capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários.

CAPÍTULO 2 – A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Segundo EROS ROBERTO GRAU a atuação do Estado *sobre* o domínio econômico pode se dar por duas maneiras: por indução ou por direção. A primeira modalidade é realizada por meio de incentivos fiscais, aos quais buscam objetivos extrafiscais, ou seja, não somente arrecadar receitas para o Estado, mas sim, atingir outros objetivos de índole econômica e social, que pode ser atingido por meio de legislação fiscal indutora de determinados comportamentos (2010, P. 107).

A segunda modalidade, por sua vez, é atingida por meio de normas específicas as quais se caracterizam por comandos imperativos apontados aos agentes que atuam no campo da atividade econômica em sentido estrito, inclusive às empresas estatais que explorem referida atividade (TANJI, 2013, P. 149). Trata-se, portanto, de atuação *sobre* o mercado através da regulação⁵¹.

Dito isso, a CVM, como já mencionado, é a autarquia sob regime especial competente para cumprir a função reguladora do mercado de capitais pátrio, com o fim precípua de assegurar o funcionamento eficiente e regular do referido mercado e estimular a formação de poupança e sua consequente aplicação em valores mobiliários.

Em razão disso, o presente capítulo destinar-se-á a analisar a CVM, sua natureza jurídica, estrutura e funções, para então, adentrarmos em seus principais instrumentos regulatórios e o Processo Administrativo Sancionador com o objetivo de cristalizar todo o procedimento adotado pela referida autarquia ao julgar práticas ilegais no mercado de capitais. Após, passaremos a analisar, no Capítulo III, o acervo de julgados coletados e apresentaremos os indícios coletados nos julgamentos da CVM em razão da prática de uso de informação privilegiada.

⁵¹ Há ainda, a forma de atuação do Estado *no* mercado, quando este atua como agente econômico, nas modalidades de intervenção por absorção ou por participação (TANJI, 2013, P. 185).

2.1 Da natureza jurídica

No direito pátrio, as agências reguladoras têm sido criadas e qualificadas institucionalmente como autarquias sob regime especial, uma vez que lhes são asseguradas uma atuação efetivamente autônoma, que permita o cumprimento de sua finalidade. Ou seja, trata-se de pessoas jurídicas de direito público, criadas por lei, com autonomia gerencial, administrativa e financeira, ampliada em relação às autarquias comuns, para que possam exercer suas atribuições e atingir seus objetivos (ARAGÃO, 2006, p. 274).

Posto isso, de acordo com o artigo 5º da Lei 6.386/76, modificado pela Lei 10.411 de 26 de fevereiro de 2002, a CVM, atualmente, é considerada como uma *autarquia sob regime especial*, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira e orçamentária.

Referida Lei alterou, também, o artigo 6º da Lei 6.386/76 consolidando, como mencionado, o mandato do Presidente e dos quatro Diretores da CVM em cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado, e estes somente perdem o mandato em virtude de (i) renúncia; (ii) condenação judicial transitada em julgado; ou (iii) processo administrativo disciplinar, retirando a possibilidade de demissão *ad nutum*. Dessa maneira, a alteração veio para reforçar a independência do Colegiado da CVM⁵² (TANJI, 2013, p. 155).

A criação da CVM em 1976 teve por inspiração a *Securities Exchange Commission* (SEC), sua correlata norte-americana. Entretanto, a despeito da atribuição de função normativa à autarquia brasileira desde 1976, a independência de seus dirigentes foi apenas conferida em 2001, após o surgimento, e influência, das agências reguladoras, na década de 1990. Nesse sentido, TANJI (2013, p. 155) salienta que surgiu dúvidas a respeito da natureza jurídica da CVM por essa não ter surgido na época do processo de privatização, restando o questionamento acerca da possibilidade de oposição de qualificação de agência reguladora à CVM.

⁵² Aliás, note-se que esta alteração promovida no artigo 6º teve o cuidado de atribuir-lhe redação com estreita observância das condições presentes nas disposições da Lei 9.986/2000, que tratam da gestão de recursos humanos das agências reguladoras (FLECK DA ROSA, 2012, p. 75).

Além disso, referida autora argumenta que, muito embora a CVM tenha dirigentes nomeados para exercício de mandato com prazo determinado (“mandato fixo”) e não possam ser exonerados ao livre exercício do Chefe do Poder Executivo, marcando, dessa maneira, a sua autonomia orgânica, as decisões tomadas por seu Colegiado, em sede de processo administrativo sancionador estão sujeitas a recurso administrativo interposto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRFSN), órgão integrante do Ministério da Fazenda (MF), razão pela qual, para alguns autores, a sua autonomia funcional seria atenuada, o que a desqualificaria como uma típica agência reguladora independente (2013, p. 157).

Com efeito, o artigo 11, §4º, da Lei 6.385/76, determina o seguinte:

§4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no §2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

O CRSFN é um órgão composto por membros especializados na matéria que concerne ao BACEN e à CVM, uma vez que atua como segunda e última instância na esfera administrativa, julgando recursos oriundos das referidas instituições. Logo, EIZIRIK ET AL. (2011, p. 369) assim lecionam sobre a diferença entre a composição técnica e paritária entre o CRFSN e a CVM:

O exame da gravidade das penas pode ser realizado com maior conhecimento de causa pela CVM do que pelo CRFSN, uma vez que tal autarquia constitui o órgão estatal especializado para a regulação do mercado de capitais, apto, portanto, a realizar um exame mais acurado das eventuais consequências negativas de determinada conduta e da adequação da medida punitiva cabível

Assim, enquanto a CVM é especializada apenas no mercado de capitais, o CRFSN, além dessa matéria, julga questões atinentes a todo mercado financeiro. Em vista disso, verificamos que há o afastamento do caráter final das decisões proferidas pela CVM, que se tornam passíveis de apreciação por outro órgão do Poder Público, questionando-se, nesse ponto, a natureza jurídica de agência reguladora frente a redução da autonomia das decisões técnicas da Comissão comparada com as agências reguladoras.

Nesse sentido, ARAGÃO (2006, p. 303-304), não obstante as mudanças trazidas pela Lei n. 10.411/2002, argumenta que:

A nosso ver, contudo, este importante reforço da autonomia orgânica da CVM não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, uma vez que a sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões sancionatórias permanecer cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Nessa esteira, ALEJANDRO BUGALLO ALVAREZ (1993, p. 14-15) assevera que:

A Comissão de Valores Mobiliários não exerce apenas uma missão vinculada a uma magistratura de influência na medida em que propõe ao Conselho Monetário Nacional a elaboração de normas, mas também pratica atos que visam assegurar o funcionamento concreto do sistema (...). Está dotada de autonomia administrativa e, consequentemente, dos poderes inerentes à sua responsabilidade jurídica. Trata-se de poderes atribuídos por lei e sua função é essencial ao funcionamento do mercado. Tecnicamente, integra a estrutura descentralizada do Estado na medida em que se configura como autarquia. Neste sentido, embora sua atuação esteja sob a supervisão do Conselho Monetário Nacional, é autônoma no exercício de suas funções. A função da CVM não se reduz a uma simples inspeção dotada de efeito jurídico direto. Seus controles não são resultado de uma vigilância a posteriori, mas têm um sentido de direção, de império. Dessa forma, sua função é globalizante em relação ao setor, não simplesmente corretiva, mas também preventiva, simultânea e reparadora.

Contudo, a autonomia, característica que qualifica as agências reguladoras, deve existir não somente do ponto de vista das funções reguladoras, mas também do ponto de vista da estrutura orgânica, especificamente no que concerne ao nível de independência no exercício de suas funções.

Destarte, falta à CVM: (i) autonomia funcional, no que concerne a nomeação de seus membros, podendo a composição da CVM ser direcionada por interesses unilaterais e setorizado, comprometendo sua representatividade e isenção; (ii) autonomia financeira, uma vez que, segundo o art. 7º da Lei 6.385/1976, os recursos para o custeio das atividades da CVM provém (a) de dotações orçamentárias atribuídas pelo CMN; (b) de dotações que lhe forem consignadas no orçamento federal; (c) das receitas provenientes de prestação de serviços tabelados pelo CMN e; (d) de rendas de bens patrimoniais (ALVAREZ, 1993, p. 20)

Assim, referido autor conclui que em virtude do aspecto operacional, especialmente tomando em consideração a composição, processo de escolha e nomeação de seus membros, a Comissão de Valores Mobiliários resta fragilizada no exercício de suas funções. Em sua atuação, ressent-se da discricionariedade do Poder Político e parece vinculada aos componentes conjunturais da formulação e implementação das políticas públicas no setor. A dependência financeira e a instrumentalização dos exercícios de suas funções desqualificam qualquer pretensão ao exercício da função de intermediação (ALVAREZ, 1993, p 20).

Por outro lado, conforme lição de CELSO ANTÔNIO BANDEIRA DE MELLO (2003, p. 160), a autonomia das autarquias especiais está ligada a uma questão de intensidade, argumentando que:

Ora, “independência administrativa” ou “autonomia administrativa”, “autonomia financeira”, “autonomia funcional” e “patrimonial e da gestão de recursos humanos” ou de qualquer outros que lhe pertençam, “autonomia nas suas decisões técnicas”, “ausência de subordinação hierárquica”, são elementos intrínsecos à natureza de *toda e qualquer autarquia*, nada acrescentando ao que lhes é inerente. Nisto, pois, não há peculiaridade alguma; o que pode ocorrer é um grau mais ou menos intenso destes caracteres (grifo do autor).

Nessa perspectiva, segundo FLECK DA ROSA, no caso da CVM, houve apenas uma diminuição na intensidade de sua autonomia, uma vez que a Comissão não perdeu seu caráter de autarquia especial, dotada de maior autonomia em relação à Administração Direta, como também a garantia da estabilidade de seus dirigentes, que, como já mencionados, não poderão ser exonerados *ad nutum* (2012, p. 78). Deste modo, na visão de referida autora “tal revisão não possui o condão de anular, por si só, o seu poder normativo, nem tampouco de retirar-lhe o status de agência reguladora” (2012, p. 79).

A importância sobre a classificação, ora debatida, tem fundamento no fato de que a autonomia das agências tem a principal função de evitar sua captura por quem esteja governando em determinado momento. A autonomia, pois, serve para blindar a agência da influência política do chefe do executivo e seus ministros, assim como dos partidos políticos ao qual eles pertencem, evitando assim o direcionamento político-partidário na atuação do órgão (FLECK DA ROSA, 2012, p. 79).

Com efeito, a revisão das decisões da CVM pelo CRSFN não acarreta necessariamente tal contaminação política, pois este último também é um órgão cujos membros são nomeados por critérios e tem sua composição paritária, uma vez que metade dos integrantes provém de órgãos públicos (Ministério da Fazenda, Banco Central do Brasil, Banco Nacional da Habitação e Comissão de Valores Mobiliários), enquanto a metade restante é composta por representantes de classe do mercado financeiro e de capitais (FLECK DA ROSA, 2012, p. 80).

Além disso, o artigo 10-A, da Lei nº 6.385/76, classifica, em seu texto normativo, a CVM como agência reguladora ao permitir que essa possa realizar convênios, como segue:

Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e *agências reguladoras* poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto e estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas (grifo nosso).

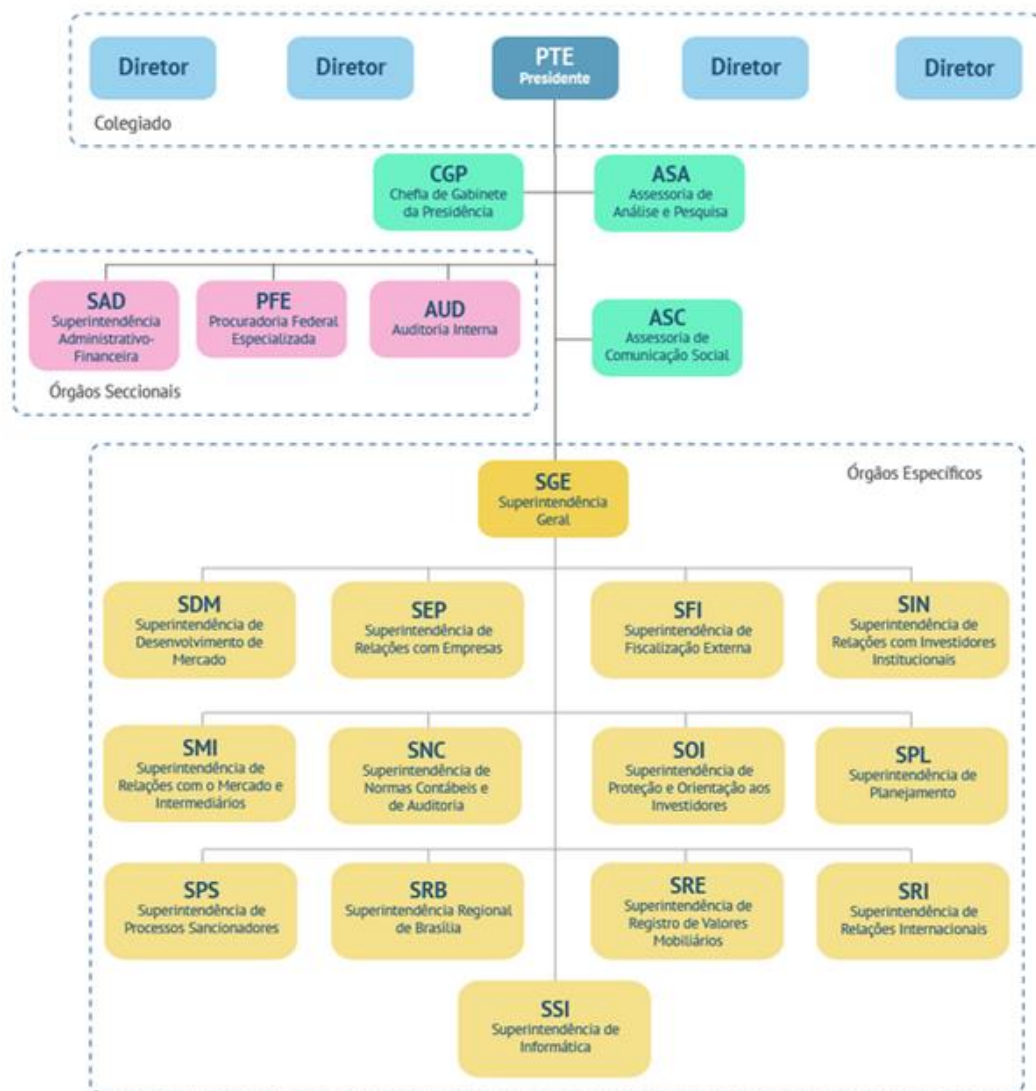
Como podemos depreender, não há ainda um consenso na doutrina sobre a natureza da CVM, a depender da interpretação de cada um sobre o conceito de autonomia e os seus efeitos às agências reguladoras. Exposto o panorama atual sobre a natureza da CVM, passamos a aludir sobre a sua competência.

2.2 Da estrutura

A CVM situa-se na cidade do Rio de Janeiro com jurisdição em todo o território nacional e funciona como órgão de deliberação colegiada de acordo com seu Regimento Interno aprovado pelo Decreto 6.382 de 27 de fevereiro de 2008.

A estrutura organizacional da CVM é disposta da seguinte maneira:

Figura 1: Organograma CVM



Fonte: BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários⁵³.

Destarte, a CVM é integrada por um órgão colegiado, ao qual compete: (i) fixar a política geral da referida Autarquia: e (ii) expedir os atos normativos e exercer outras atribuições legais e complementares de competência da referida Autarquia (TANJI, 2013, p. 158).

⁵³ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/estrutura.html>. Acesso em: 20 abr. 2015.

São órgãos de assistência direta e imediata ao Presidente da CVM: (i) Gabinete; (ii) Assessoria de Comunicação Social; e (iii) Assessoria de Análise e Pesquisa. Nesse passo, são órgãos seccionais: (i) Auditoria Interna; (ii) Procuradoria Federal Especializada; e (iii) Superintendência Administrativo-Financeira.

A Procuradoria Federal Especializada, criada pela Lei 10.480/2002, é órgão executivo da Procuradoria-Geral Federal, vinculada à Advocacia-Geral da União. Compete ao referido órgão: (i) representar judicial e extrajudicialmente a CVM; (ii) exercer atividades de consultoria e assessoramento jurídico aos órgãos da CVM, aplicando-se, no que couber, o disposto no art. 11 da Lei Complementar nº 73, de 10 de fevereiro de 1993; e (iii) realizar a apuração da liquidez e certeza dos créditos, seja qual for a natureza, no que diz respeito às atividades da CVM, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial. Salienta-se que o Procurador-Chefe será nomeado por indicação do Advogado-Geral da União (TANJI, 2013, p. 158).

A Superintendência-Geral, por sua vez, é um órgão específico e singular, cuja competência é de: (i) coordenar as atividades executivas da CVM, por intermédio das Superintendências a ela subordinadas, cumprindo as diretrizes e determinações solicitadas pelo Colegiado; (ii) supervisionar as atividades executadas pelas Superintendências; e (iii) acompanhar e controlar o desempenho das áreas técnicas (TANJI, 2013, p. 158-159).

Como infere-se do organograma exposto supra, são, atualmente, treze Superintendências subordinadas à Superintendência-Geral da CVM, cuja competência está disposta no Decreto 6.382/2008. Tendo em vista uma melhor elucidação sobre as atividades da CVM que afetam o tema ora proposto, passamos a descrever, de forma breve, as competências das Superintendências de Relações com o Mercado e Intermediários e de Processos Sancionadores.

A Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SRI) segundo o *website* da CVM⁵⁴, tem as seguintes atribuições: (i) coordenar, supervisionar e fiscalizar as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, assegurando a observância de práticas comerciais equitativas e o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa, de balcão, de balcão organizado e de mercados derivativos; (ii) coordenar,

⁵⁴ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/smi.html>. Acesso em: 20 abr. 2015.

supervisionar e fiscalizar os credenciamentos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários, bem como o dos prestadores de serviços, tais como, custódia e liquidação, escrituração e emissão de certificados de títulos e valores mobiliários; (iii) propor e fiscalizar a observância de normas relacionadas ao funcionamento do sistema de distribuição de valores mobiliários e ao funcionamento dos mercados derivativos; e (iv) fiscalizar os serviços e atividades das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários e no mercado de derivativos, inclusive quanto à veiculação de informações.

Os seguintes componentes organizacionais são subordinados ao órgão ora estudado: (i) Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (GMA-1); (ii) Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (GMA-2/SP); (iii) Gerência de Análise de Negócios (GMN/SP); e (iv) Gerência de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos (GME).

Referida Superintendência e suas subordinadas, tendo em vista suas responsabilidades, são de vital importância ao combate contra o uso de informação privilegiada, posto que, através de sistemas de monitoramento, controlam todas as operações no mercado de valores mobiliários. Em razão disso, na maioria das vezes, são os primeiros a detectarem anormalidades no volume de negócios, como também no valor do respectivo ativo, se deparando, portanto, no primeiro indício de uso de informação privilegiada⁵⁵. É a partir do material colhido pelas Gerências de Acompanhamento de Mercado (GMA-1 e GMA-2/SP) que, normalmente, se dá o início às investigações da prática de *insider trading*.

Por conseguinte, é importante destacar a Superintendência de Processos Sancionadores, posto que é a responsável por conduzir, na forma da regulamentação da CVM, os Processos Administrativos Sancionadores, tendo como componentes organizacionais subordinados: (i) Coordenação de Controle de Processos Administrativos (CCP); (ii) Gerência de Processos Sancionadores 1 (GPS-1); (iii) Gerência de Processos Sancionadores 2 (GPS-2); e (iv) Gerência de Processos Sancionadores 3 (GPS-3/SP).

Aduzimos, portanto, a estrutura básica da CVM, assim como sua estrutura organizacional e as Superintendências com vistas a cristalizar o entendimento sobre os órgãos

⁵⁵ Cf. tópico 3.3, *infra*.

que dizem respeito quando do julgamento de processos administrativos sancionadores relacionados à prática de *insider trading*.

2.3 Da competência

Como ente de Administração Pública, a CVM tem sua competência atribuída por Lei, que no seu caso em específico, trata-se da Lei n° 6.385/76. Referida Lei atribui à CVM competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a um determinado setor do sistema financeiro, qual seja, o de valores mobiliários⁵⁶.

O conceito de valores mobiliários, portanto, é, de fato, o balizador da competência da CVM, uma vez que as operações decorrentes desse tipo de título ou contrato serão fiscalizados e regulados pela referida autarquia (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 263). Nesse sentido, conforme estabelecido no art. 1° da Lei 6.385/1976, redação e inclusão dos incisos VII e VIII pela Lei 10.303/2002, a competência da CVM abrange a disciplina e fiscalização das seguintes atividades no mercado de valores mobiliários: (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (iii) a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (iv) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; (v) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (vi) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (vii) a auditoria das companhias abertas e; (viii) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

É da competência da CVM, também, a organização e o funcionamento das operações das Bolsas de Valores e das de Mercadorias e Futuros. Além disso, companhias abertas, empresas de auditoria, corretoras de valores mobiliários, agentes autônomos de investimentos, fundos de investimento, administradores de carteira, enfim, todas as entidades que exercem atividades dentro do escopo previsto no já mencionado art. 1° da Lei 6.385/1976 e envolvendo valores mobiliários serão reguladas e fiscalizadas pela CVM. Portanto, referida autarquia tem

⁵⁶ Os outros segmentos do Sistema Financeiro Nacional são: de crédito, o monetário e o de câmbio, todos regulados e supervisionados pelo Banco Central do Brasil (BACEN) (EIZIRIK, 2005, P. 263).

poderes para regular, fiscalizar e sancionar todas as atividades ligadas ao conceito de valores mobiliários (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 264).

O art. 2º da Lei 6.385/1976, tratou, portanto, de arrolar, de modo exaustivo, os ativos considerados como valores mobiliários (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, P. 481). Tal caráter de exaustividade se deu em virtude da promulgação da Lei 10.303/2002 que inclui, como já mencionado, os incisos VII e VIII ao rol do referido art. da Lei 6.385/1976, incluindo, pois, os conceitos flexíveis de “derivativos” e “contratos de investimento coletivo”, não cabendo mais ao CMN e à CVM a inclusão de quaisquer outros valores mobiliários mediante a edição de normas regulatórias (EIZIRIK ET AL, 2011, P. 58).

O art. 8º da Lei 6.385/1976, nesse sentido, assevera que compete a CVM:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

De acordo com o inciso I supra, compete à CVM o poder de regular as matérias expressamente previstas da Lei 6.404/1976 e na própria Lei 6.383/1976, com fim precípuo de atingir o preceituado no art. 4º dessa Lei. Exemplificando, compete à CVM: definir os tipos de instituições financeiras que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários,

assim como as espécies de operações e serviços que poderão realizar neste mercado (art. 15, § 1º); expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante (art. 21-A); expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a natureza das informações que devam divulgar e sua periodicidade, relatório da administração e demonstrações financeiras, etc.⁵⁷ (art. 22, § 1º, incisos).

Já a competência para fiscalizar está prevista no art. 8º, III, da Lei 6.385/1976, de forma genérica (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 265; FLECK DA ROSA, 2012, P. 93), sob o seguinte texto normativo: “fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do *mercado de valores mobiliários*, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados” (grifo nosso). Salienta-se, portanto, que cabe à CVM fiscalizar as atividades e serviços ligados ao conceito de valores mobiliários, como já supra destacado.

EIZIRIK ET AL. (2011, P. 265) ressaltam, ademais, outros dispositivos esparsos que acrescem poderes de fiscalização à CVM, entre eles, “o artigo 8º, V, que permite à CVM fiscalizar e inspecionar às companhias abertas; o artigo 9º, § 1º, que relaciona as ações fiscalizatórias da CMV; e o artigo 9º, § 6º, que se refere à apuração e à punição, pela CVM, de condutas fraudulentas que tenham produzido efeitos no território nacional, ainda que tenham sido praticadas fora do seu âmbito”.

Exposto os dispositivos legais que tratam sobre a competência da CVM, passamos a aludir sobre as funções que decorrem de tal competência, são elas: fiscalizadora, julgadora, de

⁵⁷ *Ipsis litteris*: Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão. § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; II - relatório da administração e demonstrações financeiras; III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria; IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; VI - a divulgação de deliberações da assembleia e dos órgãos de administração da companhia, ou 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; VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados; VIII - as demais matérias previstas em lei.

registro, consultiva ou de orientação, sancionadora, de fomento e normativa (FLECK DA ROSA, 2012, p. 93).

2.4 Das funções

O presente subcapítulo foi construído com base na interpretação da Lei 6.385/1976 pela pesquisadora FLECK DA ROSA ao defender sua tese de mestrado, intitulada “*O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários*”, em 2012. Trata-se, nesse sentido, de um rol de funções exemplificativo e não exaustivo, com o fim de propiciar um melhor entendimento da CVM no que concerne as suas atividades funcionais.

As funções conforme elencadas pela pesquisadora serão abaixo analisadas:

a) Função fiscalizadora:

Como já aludido no tópico supra, a função fiscalizadora da CVM está descrita de forma genérica no art. 8º, III, da Lei 6.385/1976, com o fim precípuo de que a referida autarquia evite danos ao mercado de capitais de forma a proteger o interesse coletivo e difusos que orbitam referido mercado (FLECK DA ROSA, 2012, p. 93).

Dessa maneira, foi atribuída à CVM o poder de polícia administrativa, para que essa dê executividade às normas que concernem ao mercado de capitais, inclusive as próprias, decorrentes de seu poder normativo. Como exemplo desse poder, o artigo 9º da Lei 6.385/1976 confere à CVM poderes para averiguar fatos e comportamentos⁵⁸, desde que observado os

⁵⁸ Para tanto, o art. 9º prescreve que a CVM poderá: (i) examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes (inciso I); (ii) intimar pessoas a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11 (inciso II); (iii) requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública (inciso III); (iv) determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas (inciso IV).

limites do art. 15, § 2º, que enfatiza a competência da CVM restringida aos assuntos relacionados aos valores mobiliários.

Com relação ao tema ora proposto, é importante ressaltar os incisos V e VI, do art. 9º, que tratam, respectivamente sobre os poderes da CVM de instaurar processos administrativos sancionadores, em razão de atos ilegais e práticas não equitativas praticadas por administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, e sobre os poderes para aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

b) Função julgadora:

Como salientado, cabe a CVM julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado de valores mobiliários, podendo, diante da suspeita, dar início a inquérito administrativo, através do qual levanta informações, colhe depoimentos, e reúne provas com objetivo de identificar claramente o responsável pelas práticas ilegais, oferecendo-lhe o direito de ampla defesa. Ademais, cabe à CVM, por intermédio de seus procuradores, dirimir eventuais conflitos entre a própria CVM e os agentes privados (FLECK DA ROSA, 2012, p. 94).

c) Função de registro:

O art. 19 da Lei 6.385/1976 salienta que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída sem o prévio registro junto à CVM. Nesse sentido, FLECK DA ROSA (2012, p. 95) nos relembra que o art. 21 da referida Lei impõe à CVM o dever de manter um sistema de registro para: (i) negociação na bolsa (inciso I) e; (ii) negociação no mercado de balcão, organizado ou não (inciso II), sendo que somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada poderão ser negociados em bolsa de valores e/ou mercado de balcão, seja organizado ou não.

Portanto, ambos os registros se complementam, sendo que a CVM apenas apreciará o pedido de registro de oferta pública de distribuição para a companhia que mantenha o registro de companhia aberta atualizado (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 142). Destarte, a CVM, por meio da função de registro, atingirá sua política de *full disclosure* que consiste precisamente na divulgação de informações amplas e completas sobre a companhia e os valores mobiliários por ela publicamente ofertado (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 142).

Assim, tendo em vista a importância do sistema de registro à política de *full disclosure*, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários exerce as seguintes atribuições: (i) coordenar, supervisionar e fiscalizar o registro de distribuição pública de valores mobiliários; (ii) propor e fiscalizar a observância de normas sobre atividades relacionadas aos registros de distribuição de valores mobiliários; e (iii) coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de emissores que não estejam sob a esfera de competência das demais Superintendências, bem como sua atualização, conforme dispuser o regimento interno⁵⁹.

Além disso, a não observância ao regime de registro pode causar consequências graves, como no caso de distribuição pública de valores mobiliários sem o prévio registro junto à CVM, poderá culminar em penalidades relevantes nas esferas administrativas, civil e penal (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 175). No âmbito administrativo, segundo o art. 20 da Lei 6.385/1976 e o art. 19 da Instrução CVM nº 400/2003, a CVM mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando: (i) a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro (inciso I) e; (ii) a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas (inciso II) (FLECK DA ROSA, 2012, P. 95).

d) Função consultiva ou de orientação:

⁵⁹ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/sre.html>. Acesso em: 18 abr. 2015.

Referida função está disposta no art. 13 da Lei 6.385/1976 a qual dispõe que a CVM “manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor”. Essa função, segundo FLECK DA ROSA (2012, P. 95), contribui para as iniciativas de fiscalização, sobretudo quando prévias à realização de atos societários, revestida, nesse sentido, de caráter preventivo a disputas e a danos ao mercado.

Ademais, como bem relembra FLECK DA ROSA (2012, P. 96), segundo o art. 31 da Lei 6.385/1976, a CVM, nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída de sua competência, será sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos.

e) Função sancionadora:

Decorrente da função julgadora, referida função encontra seu alicerce legal no art. 11 da Lei 6.385/1976, por meio do qual, a CVM, respeitado o disposto no art. 9º, § 2º⁶⁰, poderá impor aos infratores das normas da Lei 6.385/1976, 6.404/1976, das suas próprias resoluções, assim como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumbia: (i) advertência (inciso I); (ii) multa (inciso II)⁶¹; (iii) suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários (inciso III)⁶².

⁶⁰ § 2º - O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão

⁶¹ § 1º - A multa não excederá o maior destes valores: I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997); III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

⁶² Referido artigo, estipula ainda as seguintes possibilidades de multa: IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Insta salientar também o disposto no § 5º do referido artigo, que dispõe sobre o instituto do Termo de Compromisso a qual poderá ser assinado pelo investigado ou acusado, a exclusivo critério da CVM, se o interesse público permitir, suspendendo, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários. Entretanto, o acusado, ao assinar o Termo, obrigando-se-á: (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliário (inciso I) e; (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos (inciso II).

É importante adentrarmos ao tema do Termo de Compromisso, mesmo que de modo superficial, uma vez que é utilizado em alguns casos de nossa amostragem⁶³. EIZIRIK ET AL. (2011, P. 354) asseveram que tal instrumento, introduzido pela Lei nº 9.457/1997, foi inspirado na figura do *Consent Decree* do direito norte-americano, destinados a “facultar a celebração de acordo entre o investigado ou o acusado da prática de algum ilícito e o ente público responsável por sua apuração e eventual condenação”.

Portanto, no curso do procedimento administrativo investigativo ou sancionador instaurado pela CVM, com o objetivo de reprimir eventuais infrações às normas legais e/ou regulamentares cujo cumprimento é de sua incumbência, o investigado ou acusado pode propor à Autarquia a celebração do Termo de Compromisso, visando a suspender o curso do procedimento. Para tanto, o acusado ou investigado deve satisfazer os dois requisitos já mencionados: cessar a prática sob investigação e, se for o caso, indenizar possíveis prejuízos dela decorrentes (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 355).

f) Função de fomento:

Descrito no art. 4º da Lei 6.385/1976, inciso I e II, a função de fomento da CVM constitui em estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários (inciso I), assim como promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (inciso II). Trata-se, nesse sentido, de adoção de

⁶³ Cf. Anexo, casos: 05, 10, 11, infra.

medidas que buscam o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, para que promova sua expansão, como também assegurem seu funcionamento eficiente e regular (FLECK DA ROSA, 2012, p. 96-97).

Para exemplificar, podemos exaltar o serviço de atendimento ao público para fornecimento de informações, assim como os programas de educação, tais como concurso de monografias sobre temas do mercado e convênio com universidades (FLECK DA ROSA, 2012, p. 97).

g) Função normativa:

Tal função, decorrente da competência para emitir comandos normativos, exige que a CVM oriente comportamentos no mercado de valores mobiliários por meio da edição de normas jurídicas. Encontramos o permissivo para o exercício dessa função no art. 8º, inciso I, da Lei 6.835/1976, que dispõe sobre a competência da referida Autarquia para regulamentar as matérias expressamente previstas na mencionada Lei, como também na Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76).

É importante ressaltar que, tendo em vista o tema da presente dissertação, o art. 21, da Lei 6.385/1976 que delega a função normativa à CVM para expedir normas aplicáveis à natureza e periodicidade das informações a serem publicadas por quem tenha acesso à informação relevante. Tal regulação foi realizada por meio da edição da Instrução CVM 358/2002, que será analisada no tópico infra.

EIZIRIK ET AL. (2011, p. 271), sobre essa função, assim lecionam:

A atuação da CVM, portanto, deve pautar-se pela eficiência de seus atos, procurando, sempre que possível, agir com rapidez; para tanto, precisa ser tratada, a exemplo do que ocorre no sistema jurídico norte-americano – sua inegável fonte de inspiração – como verdadeira instância regulatória que é, cuja capacidade normativa, frente a conceitos indeterminados como *condições artificiais de demanda*, *manipulação de preço*, *operações fraudulentas*, *práticas não equitativas*, revela-se necessária à disciplina eficaz no mercado (grifo do autor).

Assim, conclui referidos doutrinadores que a liberdade de atuação da CVM é mais ampla em comparação as outras Autarquias que são incapazes de inovar a Lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta. Contudo, relembra que como as outras autarquias, a atuação normativa da CVM é balizada pelo princípio da legalidade (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 271).

2.5 Dos regulamentos de combate ao *Insider Trading*

Como o objetivo da presente dissertação é apresentar todo o panorama jurídico do *insider trading* antes que apresentemos as premissas da pesquisa, assim como o resultado da coleta dos indícios por meio de análise dos julgados da CVM e, alinhado ao tópico supra, no que concerne ao poder normativo, passaremos a aludir sobre os instrumentos normativos editados pela própria CVM com vistas a combater o uso indevido de informações privilegiadas.

As instruções a seguir analisadas, em ordem cronológica, foram retiradas dos próprios julgados que fazem parte do espectro amostral do presente Trabalho de Conclusão de Curso. Ressaltaremos, de forma breve, os principais dispositivos de cada Instrução com objetivo de construir uma base teórica imprescindível para a compreensão da atividade da CVM.

a) Instrução CVM 08/1979

A Instrução em epígrafe foi editada com o fim de proibir os administradores e acionistas de companhias abertas, e os demais participantes do mercado de valores mobiliários de: (i) criarem condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) manipularem o preço; (iii) realizarem operações fraudulentas e; (iv) utilizarem práticas não equitativas (inciso I).

Após prever a vedação, passa a Instrução 08/79 a arrolar e conceituar as referidas práticas ilegais (inciso II, alíneas). Em respeito ao tema da presente dissertação, trataremos apenas das *práticas não equitativas*, uma vez que se trata, dentro do contexto da presente

Instrução, do único fundamento utilizado pela CVM nos julgamentos que concernem à utilização de informação privilegiada.

Portanto, a despeito de não ser uma norma que alude diretamente ao *insider trading*, por uma interpretação extensiva de seu conteúdo, tal norma ainda é utilizada pelo Colegiado da CVM para justificar a aplicação das sanções do art. 11, da Lei 6.385/1976, quando da condenação do acusado.

Destarte, o inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM 08/1979, assim conceitua a prática não equitativa: “no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”.

Referido dispositivo foi utilizado, por exemplo, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM nº SP2005/0155, ao servir como base legal para a imposição da sanção de advertência aos condenados pela prática de *insider trading*⁶⁴.

b) Instrução CVM 31/1984

A Instrução CVM 31/1984, por sua vez, dispõe diretamente acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Destarte, referida Instrução, sob o título de “Uso de Informação Privilegiada”, assim dispõe em seus arts. 10, 11 e 12:

Art. 10 - É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

⁶⁴ Cf. caso 5 do Anexo.

Parágrafo único - A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.

Art. 12 - Cabe, ainda, aos administradores zelar para que subordinados a terceiros de sua confiança:

I - guardem sigilo sobre informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado;

II - não se utilizem daquelas informações para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

Resta cristalino, após breve leitura dos textos normativos supra, de que a presente Instrução trata tanto dos *insiders* primários quanto dos secundários, ou de mercado, proibindo, ambos, de se aproveitarem de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Além disso, estabelece a responsabilidade aos administradores em caso de um possível uso de informações privilegiadas por subordinados a terceiros de sua confiança, precavendo-se, nesse sentido, da possível utilização de “laranjas” para realizarem a operação.

Salienta-se, ademais, que a referida Instrução prevê sobre o Fato Relevante (art. 1º), estabelecendo, as modalidades de fatos considerados relevantes, prescindindo-se, portanto, de análise pelo Colegiado sobre a qualidade do ato ou fato. Por conseguinte, estabelece-se o dever de comunicar e divulgar ato ou fato relevante (art. 2º ao art. 8º)⁶⁵, assim como o dever de guardar sigilo acerca da informação privilegiada (art. 9º).

Por fim, a CVM já se posicionou positivamente quanto a possibilidade de a acusação subsumir o fato à mais de um artigo, como por exemplo, no caso de acusar o *insider trading* em razão de infração ao artigo 11, da Instrução CVM nº 31/84, como também do item II, alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79⁶⁶.

c) Instrução CVM 306/1999

⁶⁵ Inclusive com a mesma exceção prevista no art. 157, § 5º, da Lei 6.404/76, sobre a não obrigatoriedade de veicular informações que eventualmente têm o condão de pôr em risco interesse legítimo da companhia, prevista no art. 4º da invocada Instrução.

⁶⁶ “Também alegam os indiciados que não se poderia perquirir pela aplicação do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, e do item II, alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, porquanto seria necessário o recurso à regra mais especial. Tal alegação não se sustenta, dado que a imputação é compatível com os fatos narrados pela Acusação”. (Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2005/0155, Diretor-relator Eli Loria, j. em 21/08/2007).

Dessa Instrução é importante destacarmos o seu art. 15 que dispõe sobre o sistema de *chinese wall*, mediante o seguinte texto:

Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando:

I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa;

II - a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros;

III - a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento;

IV - o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e

V - o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade.

Destarte, em razão multifuncionalidade de alguns bancos, é necessário que esses mantenham uma segregação de suas atividades, para que informações confidenciais de companhias, que eventualmente as revelaram ao banco em razão de assessoria ou outros tipos de serviços financeiros, não vazem ao setor de *Asset Management* do banco, que gere os recursos de terceiros, e do próprio banco, investindo em valores mobiliários.

A CVM (PAS 18/01, DIRETOR-RELATOR MACELO TRINDADE, J. EM 04/11/2004) já se posicionou quanto à importância do *chinese wall* no julgamento de *insider trading*:

Um dos pontos jurídicos importantes deste processo é a adequação e o cumprimento das políticas de *chinese wall*. Os mecanismos de *chinese wall* são criados, exatamente, porque coincidências acontecem. Esta é sua razão de existir: a coincidência. Entretanto, os órgãos reguladores do mundo inteiro não podem acreditar na casualidade das coincidências, e, por isto, criaram mecanismos para prevenirem-se contra a ocorrência de coincidências, de forma a restringir ao máximo as possibilidades de construções e defesas ensaiadas a posteriori, de acordo com as conveniências de cada um.

Em outras palavras: para que não se tome por coincidência o que é intencional, e vice versa, os reguladores vêm insistindo na adoção prévia de procedimentos de alerta ou, dependendo do caso, de proibição, que, se completos e efetivos, têm a função de sinalizar e evitar a ocorrência de determinados eventos, pouco importando se são, ou não, resultado do acaso.

(...) *Chinese wall* não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis.

Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o *chinese wall* adequado equivalerá à proibição de negociar".

Além disso, no PAS RJ2009/13459, sob relatoria do Diretor Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 30/11/2010, esse aludiu sobre a importância da comprovação sobre a eficiência do *chinese wall* para que se afaste a acusação sobre o uso indevido de informação privilegiada, eis o teor:

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

Não se trata aqui de presumir culpa ou inverter o ônus da prova quanto à procedência das acusações. Obviamente, a CVM deve apurar minuciosamente os fatos e buscar, por todos os meios, a reconstituição do ocorrido, levando em consideração, inclusive, as provas que encontre sobre a existência de práticas de segregação de atividades e informações adotadas pelo acusado. Também não se discute que se as provas apresentadas pela acusação não forem suficientes, o acusado será absolvido ainda que não consiga demonstrar a eficácia da sua segregação de atividades.

(...)

Preciso que fique claro que essa defesa não se resume a enviar à CVM um manual de normas internas do grupo. O acusado deve demonstrar como essas normas são aplicadas na prática e, acima de tudo, como elas foram utilizadas para controlar o fluxo de informações no caso concreto. Só assim a pessoa jurídica pode demonstrar que, apesar de seus funcionários terem tido acesso a informação privilegiada, a negociação não foi realizada com base nessa informação.

Registra-se, portanto, que a comprovação sobre a eficiência do *Chinese Wall* é suficiente para afastar as acusações sobre *insider trading*, sendo necessário que se comprove nos autos as normas que são práticas, sobretudo a forma como são utilizadas para controlar o fluxo de informações dentro da companhia acusada. Comprovada a eficiência do *Chinese Wall* afasta-se o requisito necessário à condenação que é o *acesso* à informação privilegiada, resultando, pois, na absolvição da companhia.

d) Instrução CVM 358/2002

A Instrução em epígrafe “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”.

Como já aludido, referida Instrução em seu art. 2º dispõe sobre o que considera relevante para fins de publicação de fatos que circundam a vida da companhia. Além disso, no parágrafo único do mencionado art. 2º, a Instrução elenca, como realizado pela Instrução 31/1984, um rol exemplificativo de atos ou fatos que são considerados, *prima facie*, pelo Colegiado da CVM como relevante. Todavia, na Instrução 31/1984, em razão de seu confuso texto normativo, não ficava claro se se tratava de um rol taxativo ou exemplificativo. Agora, a classificação do rol está expressamente contida no texto do parágrafo do art. 2º (PROENÇA, 2005, p. 295).

Ademais, estabelece em seu art. 3º que cabe ao Diretor de Relação com Investidores enviar à CVM, ou veicular à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os respectivos valores mobiliários estejam disponíveis para negociação, qualquer ato ou fato relevante relacionado aos seus negócios, bem como zelar pela eficiente propagação de referida notícia.

Além disso, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relação com Investidores, que promoverá sua divulgação.

Em caso de omissão do Diretor de Relações com Investidores, caberá as pessoas referidos no parágrafo supra a comunicação imediata à CVM do fato ou ato relevante para se eximirem de sua responsabilidade.

PROENÇA (2005, p. 295) nos relembra, ademais, que, sempre que possível os atos ou fatos relevantes devem ser veiculados publicamente antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, no mercado de

valores mobiliários, onde os títulos de emissão da companhia estejam disponíveis à negociação⁶⁷.

No tocante ao dever de sigilo, em comparação à Instrução 31/1984, houve um aumento na sua acepção subjetiva (PROENÇA, 2005, P. 296), determinando, a Instrução 358/2002 em seu art. 8º 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, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento”.

Relevante destacar também o art. 13 da Instrução ora comentada, a qual aduz que:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

§3º A vedação do caput também prevalecerá:

I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e

II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

⁶⁷ Como já mencionado no tópico sobre a Instrução 31/1984 supra, a presente Instrução mantém a exceção de não divulgar o fato ou ato relevante em caso de risco aos interesses legítimos da companhia.

Note que o artigo supra, em seu *caput*, apresenta uma presunção absoluta de que determinados agentes, por possuírem informações privilegiadas, estariam incorrendo no crime de *insider trading* (BLOK, 2012, P. 7), exatamente como já expomos no tópico 1.2.2.2 supra, quando aludimos sobre a sistemática de presunções imposta nos casos que envolvam *insiders* primários. O §1º, por sua vez, amplia o espectro de agentes que podem vir a ser considerados como *insiders* primários, e sobre eles recaírem a presunção de que estavam sob a posse da informação privilegiada caso negociem antes da divulgação.

Resta claro, pois, que a Instrução ora em estudo garante suporte legal à sistemática de presunções do Colegiado da CVM já aludida, ao vedar a negociação com valores mobiliários pelos agentes expostos no *caput* e no §1º.

Portanto, a Instrução CVM 358/2002, na opinião de BLOK (2012, P. 7), é o conjunto de regras mais completo e sucinto no que tange à divulgação e ao uso de informações privilegiadas, estabelecendo vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na iminência de divulgação de fato relevante.

2.6 O Processo Administrativo Sancionador

Seguindo nossa linha de raciocínio, exposto os principais instrumentos regulatórios da CVM no que concerne à prática de *insider trading*, passaremos a aludir sobre o Processo Administrativo Sancionador, ou seja, o instrumento utilizado pela referida autarquia para conduzir o julgamento das práticas ilegais ocorridas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

O Processo Administrativo da CVM, além de observar o devido processo legal, abaixo analisado, deve também se coadunar com as disposições da Lei 9.784/1999, que estabelecem os princípios orientadores do processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, destacando-se os princípios da: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa, publicidade e segurança jurídica.

Além disso, EIZIRIK ET AL. (2011, p. 290) destacam que é imprescindível que “exista uma separação funcional entre as fases de instrução e de decisão; cada uma delas deve ser desenvolvida por um órgão distinto, de maneira a garantir a obrigatória imparcialidade da decisão proferida”.

Em vista disso, a edição do Decreto nº 6.382 alterou a estrutura organizacional da CVM, criando a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), com a função de dirigir os Processos Administrativos Sancionadores instaurados pela referida autarquia, promovendo, pois, a segregação das funções acusatórias das funções de fiscalização. Referida segregação tem o fim precípuo de garantir mais qualidade nas peças acusatórias, como também eficiência na condução dos processos administrativos sancionadores (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 291)⁶⁸.

No âmbito da CVM, cabe-nos destacar que há duas modalidades de procedimento administrativo sancionador: (i) procedimento de rito ordinário, regido pela Resolução CMN n° 454/1977 e pela Deliberação CVM n° 538/2008; (ii) procedimento de rito sumário, regulado pela Resolução CMN n° 1.657/1989 e pela Instrução CVM n° 251/1996.

Em razão do recorte temático aqui proposto, trataremos apenas sobre o rito ordinário, uma vez que as hipóteses em que cabe a utilização de rito sumário estão enumeradas exhaustivamente na Instrução CVM 251/1996 (EIZIRIK, 2011, p. 292), não estando prevista a hipótese de julgamento de *insider trading* sob o mencionado rito.

O procedimento de rito ordinário tem início com a elaboração do termo de acusação por alguma das áreas técnicas da CVM, a qual descreve as práticas ilegais supostamente realizadas, como também os indivíduos aos quais se imputa a responsabilidade pelo cometimento das respectivas práticas ilegais.

O Superintendente Geral, em conjunto com as áreas técnicas da CVM, analisará o termo de acusação, especialmente se os elementos de autoria e materialidade são suficientes para o oferecimento do referido termo. Em caso negativo, será instaurado um processo administrativo pela Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), em conjunto com a

⁶⁸ Ademais, salienta os referidos doutrinadores que (2011, p. 291): “Com efeito, um dos mais importantes elementos constitutivos do modelo teórico acusatório, por ser pressuposto de todos os outros, é o da separação entre juiz e acusação, que comporta não só a diferenciação entre os sujeitos que desenvolvem funções judicantes e os que desenvolvem funções de postulação, como também a garantia do distanciamento do juiz em relação às partes em causa”.

Procuradoria Federal Especializada (PFE), com vistas a reunir os elementos necessários à apuração das práticas que cogitam serem irregulares (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 293).

Mesmo após uma segunda rodada de investigação não for obtido provas suficientes para a formulação de acusação ou se restar evidenciado a inexistência de infração, ou mesmo a ocorrência de prescrição, a SPS e a PFE solicitarão o arquivamento junto ao Superintendente Geral, em respeito ao prescrito na Lei nº 9.873/1999 (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 293).

Caso os elementos de autoria e materialidade sejam suficientes, concluir-se-á o Inquérito e oferecer-se-á o termo de acusação para que os autos possam ser remetidos à Coordenação de Controle de Processos Administrativos (CCP) que encaminhará a intimação aos acusados para a apresentação de defesa, nos termos do art. 12, da Deliberação CVM nº 538/2008 (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 294).

Imperioso lembrar que a peça acusatória (Termo de Acusação ou Relatório) deve apresentar todos os requisitos considerados indispensáveis à caracterização da prática ilegal, aplicando, dessa maneira, o disposto no art. 41 do Código de Processo Penal⁶⁹. Destarte, é inadmissível a imputação da prática de ilícitos com base em acusações vagas, sem observar os requisitos do referido artigo, sob pena de caracterizar-se o cerceamento ao direito de defesa. Nesse sentido, “o relatório deverá conter a conclusão do órgão de instrução, devidamente justificada, ou seja, fundamentada e motivada com a indicação das normas aplicáveis e explicitações das razões de seu convencimento” (EIZIRIK ET AL, 2011, p. 294 - 295).

Da referida intimação, é obrigatório que conste em seu texto a possibilidade do acusado de firmar um Termo de Compromisso⁷⁰, com exceção aos casos de apuração de irregularidades relacionadas com a Lei 9.616/1998 (Lavagem de Dinheiro) (EIZIRIK ET AL, 2011, p. 296).

Logo após a apresentação da defesa os autos seguirão para o Colegiado afim de que seja sorteado um dos Diretores como relator do processo. Somente haverá a designação de um Diretor como relator, caso o processo não seja suspenso pela formalização do termo de compromisso que, caso for solicitado por um ou mais acusados, será analisado pelo Comitê de

⁶⁹ Art. 41. A denúncia ou queixa conterá a exposição do fato criminoso, com todas as suas circunstâncias, a qualificação do acusado ou esclarecimentos pelos quais se possa identificá-lo, a classificação do crime e, quando necessário, o rol das testemunhas.

⁷⁰ Já aludido no item 2.3, “e”, supra.

Termo de Compromisso, após manifestação da PFE, que deverá elaborar, para o Colegiado, um parecer sobre a oportunidade e a conveniência da celebração deste pedido, nos termos do artigo 8º da Deliberação CVM nº 390/2001 (EIZIRIK ET. AL., 2011, P. 296).

Em sua defesa, o indiciado poderá solicitar a produção de provas, cabendo ao relator deferi-las ou não. É facultado também, ao relator, requerer outras diligências com vistas a esclarecer eventuais dúvidas que obstem o completo julgamento, que poderão ser realizadas por qualquer das Superintendência ou pela PFE (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 296).

O Colegiado da CVM realiza os julgamentos dos processos administrativos, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, com nomeação do Presidente do Colegiado que presidirá a respectiva sessão. A decisão proferida pelo Colegiado será publicada no Diário Oficial da União, sob a forma de ementa, fundamentada, identificando as partes e respectivas sanções aplicadas. Será dado, por escrito, a notificação da decisão ao acusado para, querendo, interpor recurso no prazo de 30 (trinta) dias a contar de ciência da decisão ao CRSFN, mediante petição encaminhada à CVM (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 297).

De forma breve, é assim que se dá o procedimento ordinário junto à CVM em casos de julgamento de práticas ilícitas consubstanciadas no âmbito do mercado valores mobiliários, sendo uma delas, os casos de *insider trading*. Além desses dispositivos, o Processo Administrativo Sancionador deve se balizar pelos princípios que orbitam o devido processo legal, exposto no art. 5º, LIV, da Constituição Federal.

Destaca-se, nesse sentido, que a processualidade das relações punitivas, estejam no âmbito administrativista ou penalista, é uma das características marcantes do Estado Democrático de Direito. Em razão disso, o Processo Administrativo Sancionador está submisso à Lei e ao Direito, ou seja, deve respeitar o devido processo legal, sob pena de se tornar um instrumento inconstitucional. Do devido processo legal decorrem direitos e garantias fundamentais, especialmente aos acusados, impondo formas adequadas às relações punitivas, abarcando, em tal âmbito, os devidos procedimentos (OSÓRIO, 2011, P. 394).

Com efeito, a garantia ao devido processo legal supõe, de imediato, a submissão do Processo Administrativo Sancionador à legalidade, à segurança jurídica e a todas as cláusulas constitucionais que acolhem direitos fundamentais que circundam as relações punitivas submetidas à dimensão processual, como por exemplo: formas adequadas, prazos razoáveis,

contraditório, defesa, publicidade, ônus probante distribuído de modo equânime e razoável, presunção de inocência, direitos de informação e publicidade (OSÓRIO, 2011, p. 394).

Destaca-se, dentre esses direitos fundamentais, o da presunção da inocência, em virtude do fato de que a condenação ao *insider trading*, se dá, em sua maioria, com base em provas indiciárias, suscitando uma certa tensão entre a presunção de inocência e a receptividade desse tipo de prova pela CVM.

A presunção de inocência, como bem aduz OSÓRIO (2011, p. 397), opera tanto no terreno administrativo como no penal, com rasas diferenças, em razão de tratar-se de uma garantia genérica estendida a pessoa humana, a partir de um ordenamento jurídico de liberdade outorgado originariamente aos cidadãos e às pessoas que estão sob o regimento de um Estado Democrático de Direito.

O indício já é largamente utilizado pelo Direito Processual Penal, em razão do art. 239⁷¹ do Código de Processo Penal, e há de sê-lo usado, também, no Direito Administrativo Sancionador. Isso porque, se “mesmo para a sentença penal condenatória podem ser suficientes os indícios”, é plenamente possível, portanto, a admissão desse tipo de prova no Direito Administrativo Sancionador, desde que observadas as exigências peculiares quando à distribuição do ônus acusatório, posto que, em tese, o Direito Penal “é mais severo e rigoroso do que o Direito Administrativo Sancionador” (OSÓRIO, 2011, p. 412).

A CVM também já formou seu entendimento nesse sentido, no julgamento, em 13/12/2011, do PAS CVM nº 13/2009 (Caso Sadia), cujo relato foi elaborado Diretor Eli Loria o qual aduziu⁷²:

Trata-se de mais um caso tipificado como de *insider trading* em que é natural que a acusação seja constituída por indícios. Dado o princípio do livre convencimento do julgador, os indícios equivalem a qualquer meio de prova, estando inclusive previstos no art. 239 do Código de Processo Penal, dentro do Título VI, correspondente às provas, sendo a decisão obrigatoriamente motivada.

⁷¹ Art. 239. Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias

⁷² Adicionalmente, “a condenação por indícios é aceita, mas deve ser calcada em indícios convergentes, concludentes e além de qualquer dúvida razoável, sem que tenham sido ilididos por contraindícios, caso contrário não serão suficientes para autorizar a condenação. Nesse caso, deveria prevalecer o princípio da presunção de inocência. A acusação não teria reunido um conjunto convergente de indícios” (CVM, PAS nº 11/08, Diretora-relatora Luciana Dias, j. em 21/08/2012).

Como já tive oportunidade de me manifestar em diversas ocasiões, o sistema jurídico brasileiro não estabelece uma hierarquia de provas, todas tendo o mesmo valor. Determinante é que os indícios sejam vários, fortes e convergentes, suficientes a sustentar uma condenação.

Para a resolução de casos em que a prova direta torna-se impossível, a prova indiciária é fundamental, porquanto a solução somente seria viável na hipótese em que a intenção dos acusados pudesse ser pesquisada e afirmada, independentemente, é óbvio, de confissão.

Entretanto, como qualquer meio de prova, um indício, ou mesmo um conjunto de indícios sem consistência, não é suficiente para a condenação. A robustez deste conjunto de indícios é salutar para que se tenha o fato por provado.

Para que tenham validade, portanto, o *conjunto* de indícios devem formar um sólido entendimento o suficiente para gerar convicções razoavelmente persuasivas, com o condão de produzir segurança jurídica ao precedente gerado, como também ao seu exemplo pedagógico. Logo, “o conjunto decorrente de um somatório de indícios pode apresentar-se tão somente idôneo (...) quando estiver revestida de plausibilidade intensa, em confronto com outras alternativas suscitadas ou suscitáveis” (OSÓRIO, 2011, P. 413)⁷³.

Nessa esteira, EIZIRIK (2011, P. 320) assevera que:

A prova indiciária somente é suficiente para permitir a condenação do acusado quando existente uma cadeia de indícios que relacione a atuação à infração supostamente praticada e quando não existam contra-indícios que lancem dúvidas sobre a efetiva responsabilidade do indiciado.

Posto isso, passaremos a aludir sobre os indícios que quando analisados, em conjunto, pelo Colegiado da CVM, embasam as condenações em virtude da prática do crime de *insider trading*. Aduziremos primeiro sobre as premissas sob a qual foi realizada a pesquisa empírica, para então, apresentarmos o resultado dessa pesquisa, ou seja, demonstrar quais indícios devem estar presentes para ocorrer a condenação pela prática de uso de informação privilegiada.

⁷³ Além disso, OSÓRIO (2011, P. 413) trata das fases de valoração desses indícios e da intensidade de cada etapa: “Uma valoração preliminar é feita para o desencadeamento de investigações ou apurações dos atos apontados como ilícitos. Uma outra valoração se dá no tocante ao cabimento de um processo punitivo *strictu sensu*. E a valoração final, mais rigorosa, se produz no momento do decreto condenatório ou absolutório, em qualquer que seja o processo”.

CAPÍTULO 3 – ANÁLISE EMPÍRICA DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

Apresentados os planos conceituais do *insider trading* e da CVM, passaremos a dissertar sobre os indícios coletados por essa autarquia nos julgamentos da prática ilícita de *insider trading*.

Como já mencionado, em razão da alta complexidade de comprovação da prática, sobretudo pela necessidade de comprovação da intenção do agente, elemento intrínseco à vontade interna desse, a prova indiciária se faz elemento indispensável para a comprovação do ato. Não a prova em si, interpretada de forma alheia ao conjunto fático, mas sim o conjunto de indícios capaz de fornecer subsídios robustos o suficiente para embasar a fundamentação do órgão julgador.

Nesse sentido, através de uma análise da jurisprudência dos últimos 10 (dez) anos da CVM, no que tange aos julgados sobre a utilização de informação privilegiada, o presente Trabalho de Conclusão de Curso coletou os indícios que, de forma conjunta, foram levados em consideração para condenar os investigados.

Antes da apresentação desses indícios, é importante aludirmos sobre a metodologia utilizada para a coleta, assim como os critérios de análise dos indícios coletados.

3.1 Metodologia

Segundo DEMO (2000, P. 21), pesquisa empírica é aquela dedicada ao tratamento da face empírica e factual da realidade mediante a produção e análise de dados coletados. Frisa-se que a valorização desse tipo de pesquisa se dá pela “possibilidade que oferece de maior concretude às argumentações, por mais tênue que possa ser a base fatural. O significado dos dados empíricos depende do referencial teórico, mas estes dados agregam impacto pertinente, sobretudo no sentido de facilitarem a aproximação prática” (DEMO, 1994, P. 37).

A pesquisa empírica em direito elege como objeto “o ser” antes de prescrever “o dever ser”, ou seja, analisa-se a prática para então sopesá-la com a norma. Hodiernamente, quase não

existe fonte de informação precisa sobre a realidade da aplicação da norma e o funcionamento das instituições jurídicas (IPEA, 2013, p. 11).

Outras ciências sociais aplicadas, como a ciência política, a sociologia e a economia que começaram as investigações sobre a norma como elemento dinâmico e concreto, sobre de que maneira o direito opera, como atuam os órgãos e instituições do sistema de justiça. A pesquisa em direito no Brasil especializou-se na norma como “dever ser”, esquecendo um pouco do conhecimento da norma como “ser”, como ela de fato é cumprida (IPEA, 2013, p. 11).

Com efeito, no lugar de interpretação da norma, a pesquisa empírica investiga os meandros de sua produção e os efeitos de sua aplicação. Assim, “em vez de discutir os limites da competência que as leis atribuem a cada órgão incumbido de poder público de decisão, investiga como esses órgãos e principalmente como os seus membros pensam e atuam em concreto” (IPEA, 2013, p. 11).

Nessa medida, o presente Trabalho de Conclusão de Curso buscou, através da análise empírica de 22 (vinte e dois) julgados, correspondentes aos últimos 10 (dez) anos de julgamento da CVM no que toca à prática de *insider trading*, evidenciar quais são os indícios coletados pela referida Autarquia que embasam a condenação pelo uso indevido de informação privilegiada.

Como se trata de método eleito como o mais apropriado para esse tipo de pesquisa, em razão da necessidade de averiguar as informações direto da fonte, ou seja, nos julgados da CVM, o método empírico foi utilizado para descobrir quais foram os indícios que essa autarquia julgou suficiente para que houvesse a condenação dos acusados. Passou-se, então, à coleta dos julgados que envolviam *insider trading* no sítio eletrônico da própria CVM.

Entretanto, para uma correta apresentação dos resultados não basta apenas a coleta dos indícios, é necessário estabelecer critérios de análise que viabilizem a apresentação dos resultados de modo satisfatório.

3.2 Critérios de análise

Como critérios para análise e apresentação dos indícios coletados nos julgados dos últimos 10 (dez) anos da CVM, no que concerne aos julgamentos sobre *insider trading*, foram escolhidos aqueles que refletiam o conceito de *insider trading*, mais precisamente os fatos que precisam ser comprovados para que haja a condenação do investigado.

Nesse passo, a própria CVM, no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/11654 (DIRETORA-RELATORA ANA DOLORES MOURA CARNEIRO DE NOVAES, J. EM 23/09/2014), já definiu quais são os fatos que são necessários ser comprovados para que haja a condenação, são eles: i) a utilização de informação relevante; ii) referida informação não ter sido ainda divulgada ao mercado e; iii) com a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem.

Assim, referidos critérios foram escolhidos pois, como a apresentação dos indícios seguirá a ordem dos critérios, poderemos demonstrar os indícios que são necessários para a condenação pelo uso indevido de informação privilegiada, segundo a sistemática de julgamento da CVM.

Ressalta-se que tais critérios foram extraídos do próprio conceito de *insider trading*, sendo condenado aquele que opera mediante o uso de informação privilegiada com intuito de obter vantagem para si ou para outrem. Dito isso, busca a Comissão de Inquérito, por meio da coleta de indícios, comprovar os três pontos acima aludidos, para que o conjunto probatório construa uma tese suficiente para embasar eventual condenação.

Como já aludido, a construção da peça acusatória por meio de prova direta torna-se quase impossível tendo em vista tais critérios para condenação, a não ser por confissão do acusado, sendo necessário, pois, que a análise de todos os indícios, por meio dos referidos critérios, convirja no sentido de condenação.

No tocante ao primeiro critério, a utilização de informação relevante, trata a Comissão de Inquérito de levantar indícios contra o acusado, no sentido desse, ao realizar transações com valores mobiliários, o fez mediante o uso de informações privilegiadas. Assim, incumbe à Comissão de Inquérito comprovar a *posse* da informação pelo investigado antes das operações sob investigação, como também demonstrar que a informação tem *caráter relevante*.

Quanto ao segundo critério, a Comissão de Inquérito busca comprovar que a informação, já considerada como relevante, não fora já divulgada ao mercado, o que descaracterizaria o seu caráter sigiloso, e como consequência, seu caráter privilegiado.

E, por fim, no último e terceiro critério a acusação procura demonstrar a finalidade do investigado em obter vantagem, para si ou para outrem, ao negociar munido de informação privilegiada, já caracterizada mediante comprovação do primeiro e segundo critério. Frisa-se que, dentre os critérios, esse é de maior dificuldade em razão da natureza do que se busca comprovar, que é o desejo interno do agente.

3.3 Apresentação dos resultados: indícios

A amostra da presente pesquisa empírica consiste em 22 (vinte e dois) PAS cujo objeto do julgamento foi a utilização de informação privilegiada⁷⁴. No total, foram julgados 122 (cento e vinte e dois) acusados da referida prática ilícita, divididos em *insiders* primários e secundários. Do total, 42 (quarenta e dois) acusados eram *insiders* primários e 80 (oitenta) eram *insiders* secundários. Salienta-se que da amostragem, foram excluídos aqueles em que a prática imputada era diferente do tema ora proposto, como por exemplo a quebra do dever de sigilo do administrador.

Posto isso, e tendo em vista os critérios de análise supra, passamos a apresentar os indícios coletados pela Comissão de Inquérito de acordo com cada critério aludido.

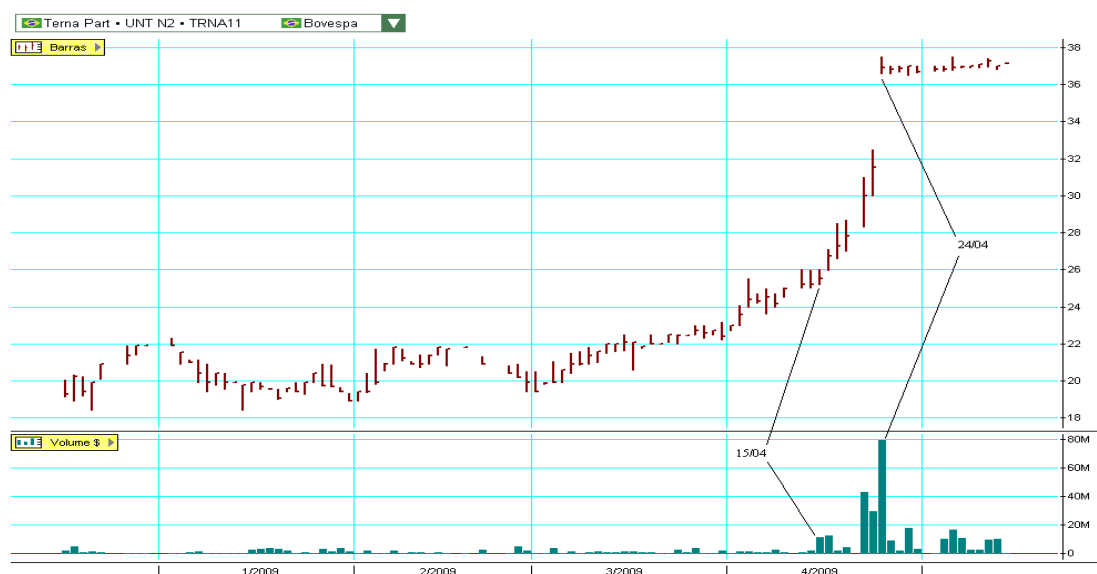
a) *A utilização da informação relevante;*

⁷⁴ Caso 01 – PAS CVM nº 06/2003; Caso 02 – PAS CVM nº RJ2003/5627; Caso 03 – PAS CVM nº RJ2004/0852; Caso 04 – PAS CVM nº RJ2003/5669; Caso 05 – PAS CVM nº SP005/0155; Caso 06 – PAS CVM nº 07/04; Caso 07 – PAS CVM nº 22/04; Caso 08 – PAS CVM nº 24/05; Caso 09 – PAS CVM nº 25/2004; Caso 10 – PAS CVM nº 22/06; Caso 11 – PAS CVM nº 19/2006; Caso 12 – PAS CVM nº RJ2009/13459; Caso 13 – PAS CVM nº 10/2008; Caso 14 – PAS CVM nº RJ 2008/9022; Caso 15 – PAS CVM nº 13/2009; Caso 16 – PAS CVM nº 19/09; Caso 17 – PAS CVM nº 11/08; Caso 18 – PAS CVM nº RJ 2010/1666; Caso 19 – PAS CVM nº 29/2000; Caso 20 – PAS CVM nº 02/2010; Caso 21 – PAS CVM nº 23/10; Caso 22 – PAS CVM nº RJ 2013/11654

No que concerne a este critério, as Gerências de Acompanhamento de Mercado (GMA-1 e GMA-2), antes mesmo do início do Processo Administrativo Sancionador, ao notar um aumento no volume de negociações de determinado papel antes que eventual informação relevante seja veiculada ao mercado, colhe informações daqueles que realizaram grandes negociações, seja vendendo ou comprando os ativos emitidos, no intuito de descobrir a razão dessas operações antes da divulgação do fato relevante.

À título exemplificativo, no caso 12, foi utilizado o quadro abaixo para evidenciar o aumento do volume de operações com o ativo TRNA11 em meados de abril de 2009, antes de divulgação de Fato Relevante:

Figura 2: Análise Técnica TRNA11



Fonte: BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários⁷⁵

Registra-se, então, que o primeiro indício, e óbvio, da utilização de informação privilegiada, é realizar operações no mercado de valores mobiliários antes da divulgação de fato relevante. Após essa constatação, trata a Comissão de Inquéritos de apurar outras circunstâncias

⁷⁵ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/decisooes/index.html>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

da operação que possivelmente podem evidenciar que, de fato, o acusado estava sob a posse da informação privilegiada.

Nesse sentido, a Comissão de Inquérito averigua, por meio de indícios, qual foi a data fatídica que a informação tomou um caráter relevante, como por exemplo, a análise da pauta da reunião do Conselho de Administração que tratou sobre referida informação, a assinatura de memorandos de entendimento ou a própria assinatura de um contrato de compra e venda da uma empresa, como também o caso de uma contratação de assessora financeira para analisar a viabilidade de uma oferta pública para aquisição das ações com o objetivo de fechar o capital de alguma Companhia.

Tais fatos já caracterizam relevância à informação, ou seja, essa já teria o condão de influenciar na tomada de decisão do investidor caso fosse publicada ao mercado. Constatada a data em que a informação se torna relevante e que, de fato, iria se consubstanciar, passa a Comissão de Inquérito a analisar quem operou entre essa data e a data da divulgação desta informação ao mercado, por meio de publicação de Fato Relevante.

Frisa-se que, mesmo em alguns casos em que a Companhia publica o Fato Relevante, esse pode ser considerada como irrelevante pelo Colegiado da CVM, sobretudo nos casos em que o papel apresenta um histórico de grande volatilidade em seu valor, restando prejudicado a interpretação da CVM sobre se a oscilação se deu em virtude da publicação, ou se é uma oscilação típica, respeitando seu histórico.

Analisado isso, a acusação busca evidenciar quem negociou com o papel durante esse lapso temporal considerado como suspeito, buscando evidenciar casos de *insiders* primários e secundários. Caso haja *insiders* primários, comprovado pela posição que esse assume na companhia emissora, a posse, bem como a ciência pelo investigado de que aquela informação era relevante são presumidos como já exaustivamente aludido, restando ao investigado comprovar que não estava sob a posse, ou que não operou com a finalidade de obter vantagem.

No caso de haver *insiders* secundários, como cabe à acusação o ônus de comprovar a posse, passa a acusação a investigar possíveis ligações entre *tippers* e *tippees* para levantar indícios sobre a possível transferência de informações privilegiadas. Nesse sentido, a Comissão de Inquérito busca levantar indícios sobre relações de amizade, familiar, troca de e-mails, telefonemas, enfim, quaisquer indícios que demonstre uma ligação entre *insider* primário e

secundário, buscando evidenciar a troca e, por consequência, a posse da informação pelo *insider* de mercado.

No entanto, a CVM já pacificou entendimento que a mera alegação de amizade não é indício robusto o suficiente para embasar uma presunção de que o investigado recebera a informação do *insider* primário⁷⁶. Importante destacar, nesse sentido, o excerto do julgamento do PAS 11/08, relatado pela Diretora Luciana Dias, julgado em 21/08/2012, na qual confirma o entendimento acima, como também declara que no Direito brasileiro não é necessário a identificação do informante, como segue:

Concordo com a estratégia da Acusação de identificar tais relações. Pois elas ajudam a traçar o caminho pelo qual as informações privilegiadas podem ter sido transferidas. Mas, a existência delas por si só não é indício suficiente de que houve a transmissão de informação.

O Colegiado já decidiu que as relações de amizade e parentesco ou a familiaridade com os assuntos e corpo de funcionários da companhia isoladamente considerados não poderiam ser vistos como suficientes para sustentar o repasse de informação privilegiada. Tais relações são somente um dos possíveis meios de indicar a ciência de informação privilegiada por quem negociou com as ações. O Colegiado já se manifestou também sobre o fato de que no direito brasileiro, ao contrário do norte americano, *não é necessária a identificação do informante ou mesmo do caminho que a informação percorreu até aquele que a utiliza indevidamente*. Basta que o conjunto de indícios indique que a pessoa que negocia as ações tinha ciência, de alguma maneira, da informação ainda não divulgada (grifo nosso).

Resta claro, assim, que não é necessário comprovar todo o caminho da informação para demonstrar que o investigado estava munido da informação privilegiada ao negociar no mercado de capitais, basta, sim, que a acusação traga um conjunto de indícios que indique que o investigado tinha ciência, não importando a maneira, da informação ainda não divulgada.

⁷⁶ Nesse sentido: “Em casos idênticos já julgados pela CVM os acusados foram absolvidos em face da fragilidade das provas, posto que a acusação se baseou apenas em suposições e relações de amizade, o que não é suficiente para sustentar qualquer condenação” (CVM, PAS CVM 23/10, Diretor-relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 04/11/2014); “Sobre o fato de existir relação de amizade entre o acusado e membro da família detentora do controle da GOL e, também, com deputado federal ligado à família Constantino, a defesa argumenta que tal fato não comprova que o acusado teria acesso a informações privilegiadas sobre as operações da Companhia. Aqui entendo assistir parcial razão à defesa. Sem dúvida as relações de amizade não comprovam o acesso à informação enquanto sigilosa” (CVM, PAS CVM nº 19/09, Diretor-relator Eli Loria, j. 07/06/2011).

Por essa razão, no PAS nº 24/05, o Diretor Sergio Weguelin, cuja relatoria incumbia-lhe, se pronunciou no sentido de que as áreas técnicas da CVM deveriam se aprofundar na busca sobre o histórico de operação do acusado nos papéis sob investigação:

Para que se comprovasse a atipicidade das negociações tidas por irregulares, seria necessário demonstrar como se concentravam os investimentos do comitente de modo geral, a fim de saber, por exemplo, se o valor movimentado era significativo para o investidor ou se havia um histórico de investimento em companhias semelhantes à Bahema Equipamentos. Tais informações não estão disponíveis nos autos.

(...)

Embora se tenha feito um trabalho bastante completo no que diz respeito ao número de pessoas investigadas, isto não ocorreu quanto à substância das provas reunidas. Para casos futuros, recomendaria às áreas técnicas que aprofundassem a busca *pelas informações que fiz referência acima*, sobretudo quando destinadas a evidenciar que determinadas operações fugiram ao padrão de investimento dos acusados. Já nos casos em que se queira demonstrar os contatos entre "tippers" e "tippees", é possível, por exemplo, instar os possíveis envolvidos a que voluntariamente apresentem os registros de telefonemas e correios eletrônicos mantidos pelos prestadores de tais serviços. Aliás, os defendentes poderiam fornecer tais dados por iniciativa própria, como mais um elemento em amparo a sua defesa (PAS 24/05, Diretor-relator Sergio Weguelin, 02/07/2008)

Dessa maneira, a “atipicidade” do investigado ao negociar com os papéis sob investigação tornar-se-ia um robusto indício sobre a posse, como também sobre a finalidade de obter vantagem. Destarte, a Comissão de Inquérito averigua o volume das operações dos investigados antes da divulgação do fato relevante com o intuito de compará-los com o histórico da posição desses no papel sob investigação. Isso porque, quanto maior o volume, destoando de sua média histórica, maior será o indício de que o investigado sabia da informação ao operar com referido papel.

Quando a operação se trata de compra de valores mobiliários, para se aproveitar de futura e certa valorização do papel, a Comissão de Inquérito analisa, também, as operações de vendas que são realizadas após a divulgação do fato para coletarem mais indícios. Isso porque, a venda logo após a publicação do fato relevante demonstra que o acusado queria obter o máximo de vantagem com essa operação.

No caso de operação de venda, a Comissão de Inquérito analisa o quanto foi vendido da posição total e qual o histórico de operação do investigado com tal ativo. Por exemplo, caso o investigado venda toda a sua posição no papel, antes que um fato relevante, que certamente

desvalorizará o papel, seja publicado, é um indício mais sério do que aquele que vende apenas uma parte.

Em relação a esses indícios, tanto vendendo como comprando valores mobiliários sob investigação, Otávio Yazbek (DECLARAÇÃO DE VOTO NO PAS CVM Nº 13/09, DIRETOR-RELATOR ELI LORIA, J. EM 13/09/2011) os denominou como a *oportunidade de negociação*, ou seja, sob o ponto de vista econômico, ao saberem da informação relevante, os investigados notaram um oportunidade para negociarem o papel, apesar de, ser entendimento pacífico na jurisprudência que o lucro não é elemento necessário para a condenação em virtude de negociação com informação privilegiada⁷⁷.

Resumindo, para esse critério de análise, que busca comprovar a utilização da informação privilegiada, é buscado os seguintes indícios no caso de *insiders* primários: (i) a negociação com papéis de emissão da companhia em que tenha acesso às informações antes que sejam divulgadas ao mercado; e (ii) a relevância da informação.

Quanto aos *insiders* secundários, a Comissão de Inquérito busca os seguintes indícios: (i) a negociação com papéis antes da divulgação de fato relevante; (ii) a relevância da informação; (iii) ligação entre *tipper* e *tippee*; e (iv) atipicidade da operação.

É importante salientar que quanto ao indício (i), quanto mais perto da data da divulgação do fato relevante mais grave será o indício, pois indica o conhecimento sobre a relevância da informação, como também sua inevitável publicação ao mercado. Já no tocante ao indício (iv), quanto maior o volume da negociação em comparação a sua média histórica mais grave será o indício (aquele que venda toda a posição, ou mesmo compra um número de ações que jamais havia comprado e as vende após a publicação do fato relevante).

b) A informação ainda não divulgada ao mercado;

⁷⁷ “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” (CVM, PAS CVM nº 13/2009, Diretor-relator Eli Loria, j. em 13/12/2011); “É certo que, como aponta o relator, o lucro não é elemento necessário para a caracterização do ilícito em discussão. Todavia, a ausência de alteração nas cotações nos faz suspeitar que a informação já estava de alguma forma disseminada no mercado” (CVM, PAS CVM nº 2005/155, Diretor-relator Eli Loria, j. em 21/08/2007).

O critério em epígrafe justifica sua presença na medida em que se configura como uma excludente de ilicitude. Isso porque, caso a negociação de valores mobiliários sob investigação se dê após a publicação do fato estará caracterizada uma operação dentro dos limites legais, pois o investigado estará no mesmo nível informacional em relação ao mercado.

Principalmente com relação as informações financeiras, posto que as companhias já as publicam trimestralmente por força do artigo 16, inciso VIII, da Instrução CVM nº 202/1993, que obriga a publicação dos ITR's (Informações Trimestrais), como ocorreu no caso 01 e 09, como exposto abaixo. Caso não utilizada como excludente de ilicitude, a publicação da informação por meio de ITR pode, ao menos, abrandar a pena, como no caso 05 em que o alongamento do perfil da dívida já vinha sendo publicado pelos ITR's⁷⁸.

Portanto, é necessário também que o Colegiado da CVM observe os indícios sobre se a informação já fora revelada, observando o comportamento do papel que demonstra se a informação já fora absorvida pelo mercado.

c) A finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem;

Quanto ao último critério, a CVM reúne todos os indícios evidenciados pela Comissão de Inquérito e avalia se o *conjunto* é o suficiente para justificar uma condenação. Dessa maneira, referida Autarquia avalia o grau dos indícios já comentados, como também outros que porventura tenham sido apresentados pela acusação.

À título exemplificativo, em casos em que haja uma inevitável desvalorização do ativo quando o fato for publicado, além do *insider* vender as suas ações quando teve ciência do fato, ele promove o aluguel dessas, ou seja, além de evitar grandes perdas ele ainda lucra, evidenciando ainda mais que tinha ciência sobre a informação ainda não publicada, como ocorreu no caso 01.

⁷⁸ No caso, abrandou-se a pena de multa para a de advertência.

O *timing* das negociações nessa fase é muito debatido pelo Colegiado pois ele é capaz de levantar indícios sobre a finalidade do agente. Como já aludido, a compra ou a venda de ações logo após a consubstanciação do fato indica a finalidade do agente em obter vantagem, como por exemplo no caso 02, cujo agente adquiriu ações da companhia logo após a deliberação do Conselho de Administração que acabara de participar, aproveitando-se da sua situação de *insider* primário para obter vantagem no mercado de capitais.

Nesse ínterim, cabe ressaltar o indício mais grave do *insider trading*, denominado como *short swing*⁷⁹, no qual o agente se aproveita do *timing* perfeito para auferir mais vantagem. Em caso de inevitável valorização do ativo, o *insider*, munido dessa informação, comprará o maior número de ações que conseguir, para então, vender toda a posição logo após a divulgação do fato aproveitando o pico máximo de valorização do papel, como ocorreu nos casos 12 e 16, no qual ambos os agentes foram condenados por unanimidade.

O Colegiado analisa, também, o depoimento de todos os defendentes para averiguar a posição desses em relação aos indícios alegados pela acusação. Em alguns casos foi levado em consideração para a condenação a incongruência nos depoimentos (caso 16 e caso 21), até mesmo sobre a posse da informação (caso 07).

Em um caso específico, foi levado em consideração, por exemplo, para evidenciar a finalidade dos agentes, as operações fraudulentas realizadas por esses para “mascararem” o uso de informação privilegiada, utilizando-se de “laranjas”. Nesse caso em específico, a acusação não logrou em comprovar a posse da informação pelos *insiders* de mercado, porém, o fato de se utilizarem de “laranjas” para realizarem a operação foi contundente no resultado final do julgamento que foi a condenação por maioria dos votos, sendo o voto do Relator o vencido (caso 08).

Além disso, a tipicidade das negociações com os papéis sob investigação pelo agente é outro indício levado em consideração pela CVM, sobretudo para sustentar a finalidade do

⁷⁹ Nessa esteira: “A venda da integralidade das ações foi efetivada no dia 30.03. 07, com rendimento de 16,4%. Embora não haja a necessidade de realização do lucro para que seja caracterizada a utilização de informação privilegiada, a alienação de toda a sua posição descaracteriza qualquer intenção de investimento a longo ou médio prazo, na forma sustentada pelo comitente. Aliás, esse comportamento de quem adquire e rapidamente aliena os ativos, realizando imediatamente o lucro, é conhecido no mercado pela expressão *short swing*, um dos mais clássicos indícios de *insider trading*” (CVM, PAS CVM nº 19/09, Diretor-relator Eli Loria, j. 07/06/2011); Também não foi observado o comportamento padrão de *insider trading*, o *short swing*, caracterizado pela aquisição da maior quantidade possível de ações de emissão da companhia antes da divulgação do fato relevante para vendê-las logo após a publicação (CVM, PAS CVM nº 11/08, Diretora-relatora Luciana dias, j. em 21/08/2012)

investigado em obter vantagem. Esse indício, como já sustentado no tópico supra, foi requisitado pelo Direto Sergio Weguelin no julgamento do PAS nº 24/05 em razão da sua importância para a fundamentação de eventual condenação.

Além disso, o Diretor Otávio Yazbek salientou, ao declarar seu voto no PAS nº 13/09, julgado em 13/12/2011, que os indícios que devem ser apresentados em casos envolvendo *insiders* de mercado, são os seguintes: (i) *a oportunidade de negociação*, apesar de, como já referido, se reconhecer que o lucro não é elemento intrínseco da negociação com informação privilegiada; (ii) *a tipicidade do histórico de operações com aquelas ações pelo investidor* e; (iii) *a apresentação de tese convincente para justificar as operações realizadas*, sem prejuízo, por óbvio, de outros indícios que, eventualmente, surgiram durante a investigação;

Denota-se, pois, que a análise sobre o histórico de negociações com o papel pelo acusado é um indício levado em consideração pela CVM de modo acentuado, inclusive até como contra indício, posto que foi considerado como principal argumento para as absolvições dos casos 17, 20 e 21. No caso 16, por outro lado, o acusado nunca havia sequer negociado na bolsa de valores, e de uma vez aplicou uma elevada quantia para comprar ações, demonstrando um sério indício que estava munido de informação privilegiada para investir tamanho montante na primeira operação.

Por fim, como suscitado pelo Diretor Otávio Yazbek, o Colegiado deve, ainda, sopesar os indícios com os contra-indícios argumentados pela defesa. Isso porque, os defendentes podem apresentar argumentos que afastem um dos critérios acima elencados. Ou seja, os acusados podem afastar a relevância da informação, comprovar que não tinham a posse da informação, que já havia sido publicada quando da operação ou comprovarem que a finalidade da negociação não era a de obter vantagem.

Um dos contra-argumentos que afastam o indício de que o fim da operação sob investigação foi a de obter vantagem, é justamente, comprovar que a operação é típica de acordo com o histórico das negociações do acusado. Assim, caso o defendente comprove que em outras vezes já tinha operado com o papel, inclusive em volumes maiores e mesmo que o papel estivesse se desvalorizando, a CVM afasta a hipótese de que o defendente estava negociando com o fim específico de obter vantagem.

Além disso, caso o defendente suscite e comprove que a operação se deu em virtude do plano de *delta hedge* (caso 01), ou mesmo comprove que a negociação se deu em razão de

uma operação de *risk arbitrage* (caso 22), o deficiente poderá afastar a hipótese de que tenha negociado em seu benefício, ou de outrem, uma vez que essas operações são realizadas para proteger a carteira do investidor contra oscilações do mercado. Além disso, a comprovação da efetividade do sistema de *chinese wall*, como já aludido no tópico 2.5, “c”, do Capítulo II, também afasta o indício sobre a posse da informação privilegiada.

d) Compilação do resultado

Foram aludidos, pois, de forma descrita, os indícios e contra indícios que foram coletados em nossa amostragem e que evidenciam a sistemática de julgamento da CVM, como também a influência de cada indício no julgamento de *insider trading*.

De forma a esclarecer o peso de cada critério no julgamento a tabela infra demonstra quais foram evidenciados e qual foi o resultado do julgamento:

Tabela 1: Compilação dos Resultados

Caso	Número de Acusados	Julgamento distinto?	Critério 1		Critério 2	Critério 3	Resultado	Julgamento	Condenados	Insider
			Posse	Relevância	Já publicada	Finalidade				
1	2	Não	X	0	0	0	Absolvição	Unânime	-	Primários
2	1	-	X	X	X	X	Condenação	Unânime	1	Primário
3	2	Não	0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundários
4	2	Sim	0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primário
			X	X	X	X	Condenação	Unânime	1	Primário
5	15	Sim	X/0	X	X	X/0	Condenação	Maioria dos Votos	3	Secundário
			0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundário
6	13	Sim	X	X	X	X	Condenação	Unânime	12	Primários
			0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primários
7	8	Sim	X	X	X	X	Condenação	Unânime	7	5 Prim. e 2 Sec.
			0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundário
8	6	Sim	X	X	X	X/0	Condenação	Maioria dos Votos	1	Primários
			X	X	X	X	Condenação	Unânime	2	Secundários
			X/0	X	X	X	Condenação	Voto de Desempate	1	Secundário
			X/0	X	X	X/0	Absolvição	Maioria dos Votos	-	Secundários
9	17	Sim	X	X	0	0	Absolvição	Unânime	-	6 Prim. e 10 Sec.
10	2	Não	0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundários
11	1	-	X	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primário
12	2	Não	X	X	X	X	Condenação	Unânime	2	Primários
13	3	Não	X	X	X	X	Condenação	Unânime	3	Secundários
14	4	Não	X	0	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primários
15	11	Sim	0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundário
			X/0	X	X	X/0	Condenação	Maioria dos Votos	10	Secundários
16	1	-	X	X	X	X	Condenação	Unânime	1	Secundário
17	20	Não	0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundários
18	1	-	X	0	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primário
19	6	Sim	-	-	-	-	Prescrição	Unânime	-	Secundário
			X/0	X	X	X/0	Absolvição	Maioria dos Votos	-	Secundário
			X	X	X	X	Condenação	Unânime	4	Secundário
20	2	Não	X	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primários
21	2	Sim	X	X	X	X	Condenação	Unânime	1	Secundário
			0	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Secundário
22	1	-	X	X	X	0	Absolvição	Unânime	-	Primário

Antes de aludirmos sobre o resultado, é importante salientarmos os sinais utilizados para a construção da tabela. O sinal “X” significa que o critério foi efetivamente comprovado, o sinal “X/0” demonstra que não houve consenso entre os Diretores sobre a comprovação do critério e “0” significa que não houve indício robusto o suficiente para sustentar a comprovação do critério.

Assim, a tabela confirma a tese de que é necessário de que todos os indícios converjam no sentido de que realmente a negociação foi baseada em informação privilegiada, posto que todos os critérios aludidos devem estar presentes para que haja a condenação. É interessante observar, ademais, o grande número de decisões unânimes que são tomadas, levando a crer que a jurisprudência da CVM é pouco vacilante quando julga *insiders traders*.

Cerca de 70% das condenações de nosso espaço amostral foram prolatadas de forma unânime, em razão do alto índice de condenações unânimes quando se trata de *insiders* primários, com cerca de 96% dos *insiders* primários sendo condenados unanimemente. A razão disto é a de que a sistemática de presunções que recaem sobre o *insider* primário é um fator crucial para esse índice ser tão elevado, pois como podemos observar, a prova da posse é bastante discutida nos julgamentos dos *insiders* de mercado. Além disso, em 13 casos os *insiders* secundários foram absolvidos em razão da acusação não conseguir superar seu ônus de comprovar a posse da informação pelos investigados.

Nesse sentido, a margem de acusação de forma unânime, de acordo com nossa amostragem, nos casos que envolvem *insiders* secundários chegou a 48,15%, evidenciando essa dificuldade em levantar indícios sobre a posse, como também sobre a finalidade. Aliás, no que toca ao Critério 3, é importante ressaltar a sua ausência em grande número dos casos, como também as divergências entre os Diretores em alguns casos.

Nota-se, nesse íterim, a ligação entre o Critério 3 e a posse, que se encontra no Critério 1. Como já aludido, no Critério 3 os Diretores analisam a gravidade dos indícios e se há convergência entre esses ou não. Assim, em razão do Critério 2 e da relevância da informação serem comprovados em praticamente todos os casos, as divergências que surgem no Critério 3 são exatamente sobre a profundidade dos indícios sobre a posse, se o acusado tinha ou não na hora da negociação. As exceções se dão, justamente nos casos de *insiders* primários, uma vez que é presumida a posse. Então, nos casos em que não foi comprovada a finalidade do *insider* primário é em virtude da argumentação pelo defendente sobre um concreto contra-indício, como os aludidos no tópico supra.

Por outro lado, como suscitado, quanto à relevância da informação, que integra o Critério 1, e a não publicação da informação, cujo Critério é o 2, ambas são devidamente comprovadas em quase a totalidade dos casos de nossa amostragem, devido á robusto entendimento que já existe sobre informação relevante, como também pelo fato do Critério 2 ser comprovado, na maioria dos casos, de forma objetiva.

Quanto ao Critério 1, no que toca à relevância da informação, também observamos que tem estrita relação com o Critério 3. Isso porque, caso o Colegiado considere a informação irrelevante, mesmo que publicada como Fato Relevante pela Companhia, restará prejudicada a finalidade do agente pois não há obtenção de vantagem se não há relevância na informação. Assim, a relevância tem o condão de afastar a finalidade, mas não a posse, principalmente nos casos de *insider* primário.

O Caso que difere do padrão ora estabelecida é o 08, em que observamos que a posse foi alvo de divergência dos Diretores, porém a sua finalidade não. Isso ocorreu pois tratava-se de uma pessoa jurídica que foi utilizada como “blindagem” da operação, ou seja, os antigos sócios a utilizaram para realizar a compra dos ativos sob informação privilegiada em seu nome e depois a venderam. Assim, conclui-se que a pessoa jurídica, em virtude de seus sócios, tinha a finalidade de obter vantagem, mas a posse foi amplamente foi discutida em razão da troca do quadro societário sendo que, na época do julgamento, os sócios eram diferentes daqueles que estavam sendo julgados.

Esse caso trouxe um novo precedente quanto ao Critério 3 estabelecendo que caso presente indícios graves de operações fraudulentas, essa prevalecerá sobre a necessidade demonstrar indícios sobre a posse da informação privilegiada (Critério 1). Ademais, em alguns casos também, a prova sobre a posse (Critério 1) era muito frágil, entretanto, a prova sobre a atipicidade da negociação era tão robusta que o Colegiado prevalecia sobre a necessidade de apresentação de um indício mais concreto sobre a posse, presumindo que o acusado estava sob a posse de informação privilegiada para operar de forma atípica.

Conclui-se, assim, a compilação dos resultados sobre a análise dos indícios que sustentam a condenação em virtude da prática de *insider trading*, tendo como amostra os 22 (vinte e dois) casos julgados nos últimos 10 (dez) anos.

CAPÍTULO 4 – CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou esclarecer como a doutrina nacional caracteriza o *insider trading* e demonstrar quais são os indícios que a CVM considera para corroborar as condenações em virtude da prática ilegal de *insider trading*. Nesse sentido, abordamos que referida prática se dá quando aquele que negocia valores mobiliários, o faz mediante o uso de uma informação que ainda não está disponível ao mercado. Assim, se aproveita de uma assimetria informacional para obter vantagem em face daquele que, se soubesse da real situação fática que influencia o valor do título, não negociaria nos mesmos termos.

Dito isso, aludimos sobre a informação relevante e seu atual entendimento pela CVM, evidenciando que a informação, para ser considerada como relevante, necessariamente precisa ter o condão de influenciar a tomada de decisão de um investidor médio caso seja veiculada ao mercado. Além disso, asseveramos sobre a diferença que existe entre *insider* primários e *insider* secundário, buscando mostrar, sobretudo, o diferente tratamento processual que cada tem quando do julgamento pela CVM, em virtude da posição de cada *insider* em relação à informação: o *insider* primário está presumidamente sob a posse da informação, em virtude do cargo de gestão em que exerce na companhia; o *insider* secundário, por não exercer nenhum cargo de gestão na companhia não está, presumidamente, sob a posse da informação.

Ato contínuo, aludimos sobre a CVM em si, destacando os instrumentos regulatórios sobre *insider trading* baixados por essa e o Processo Administrativo Sancionador com o intuito de cristalizar o entendimento sobre a sistemática de julgamento de práticas ilícitas no mercado de capitais. Ademais, suscitamos a importância dos indícios no julgamento de casos como o de *insider trading*, posto que, em razão da complexidade da prática, faz-se necessário a reunião de vestígios concretos para que haja a devida fundamentação de eventual condenação.

Após essas ilações, passamos definitivamente à análise dos resultados da pesquisa empírica que embasou o presente Trabalho de Conclusão de Curso, mencionando antes sobre a metodologia utilizada, e sua importância ao recorte temático, como também sobre os critérios de análise para adequar a apresentação do material.

Viu-se, nesse sentido, que os critérios adotados neste Trabalho são os mesmos utilizados pela CVM para justificar suas condenações, assim, caso haja sólidos indícios sobre todos os critérios, referida Autarquia justificará sua condenação mediante a argumentação de que todos

os indícios apontam que o investigado realmente utilizou uma informação privilegiada para beneficiar-se em face de outrem.

Assim, constatamos que os seguintes critérios a serem seguidos são: (i) a utilização de informação relevante; (ii) a informação não ter sido ainda divulgada à época da negociação; e (iii) a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem.

Em linhas gerais, quanto ao primeiro critério a Comissão de Inquérito busca evidenciar que, quando da negociação sob investigação, o acusado estava sob a posse da informação. No que tange ao *insider* primário, a posse já é presumida. Contudo, quanto ao *insider* secundário, cabe a acusação comprovar a posse por meio de indícios como: qualquer tipo de relação com qualquer *insider* primário da Companhia emissora (amizade, profissional, familiar, etc.), troca de e-mails, telefonemas, visitas à Companhia emissora, etc.

Nesse critério, também, analisa-se a relevância da informação, que, como já vimos, a CVM já adota um entendimento claro, tanto que de 22 julgados, apenas 2 casos a informação teoricamente utilizada em benefício foi considerada como irrelevante. Todavia, a parte crítica dessa etapa, é a confirmação de qual data a informação já pode ser como considerada relevante. Nesse viés, a CVM considera: pautas de reuniões de Conselho de Administração, contratação de serviços de assessoria financeira, assinatura de memorandos de entendimento, tomada de empréstimos, enfim, circunstâncias que garantem certeza à futura consubstanciação da informação.

Quanto ao segundo critério, a CVM busca averiguar se o fato já não havia sido publicado à época dos fatos, como geralmente ocorre em informações relevantes financeiras, em que já estava publicada em ITR's, ou outras Demonstrações Financeiras.

Por fim, no que tange ao terceiro critério, que busca comprovar a finalidade do agente, vimos que o principal indício levado em consideração pela CVM é a atipicidade da operação, ou seja, se a negociação sob investigação está fora do padrão do *trader*. Destarte, caso o *trader* invista uma grande quantia, jamais investida, ou vende toda a posição, que nunca havia sido feito, tratar-se-á de um indício de que o investigado teria usado informação privilegiada, sendo o ápice deste indício, o *short swing*.

É nesse critério, também, que são avaliados e sopesados os contra indícios argumentados pela defendente, tendo grande valor perante o Colegiado da CVM, os seguintes: eficiência do *chinese wall*, justificação da operação para proteção da carteira contra oscilações

atípicas do mercado (*delta hedge* e *risk arbitrage*), transmissão de ordens objetivas e rotineiras ao operador responsável pela administração da carteira, entre outras que tenha o condão de afastar a finalidade de obtenção de vantagem pelo deficiente.

Com esses indícios distribuídos em critérios necessários à condenação do investigado, cruzamos os resultados da análise dos indícios de cada Caso para chegarmos à uma margem de condenação de 40,16% de um total de 122 (cento e vinte e dois) acusados de *insider trading*, sendo 22 primários e 27 secundários.

Apresentamos também, a grande diferença entre julgamentos de condenação unânimes entre primários e secundários, tendo em vista a sistemática de julgamento exposta no Capítulo I. Por meio da análise dos resultados foi possível evidenciar também a estreita ligação entre os Critérios 1, posse, e 3, em virtude da necessidade em ter a posse para ser averiguada a finalidade, ambos de dificuldade elevada de comprovação (no caso de *insider* primário, somente a finalidade).

Portanto, concluímos que a CVM confronta diversos indícios, mas deve analisar a profundidade de cada um para avaliar, ao final, se são o suficiente para embasar a condenação, tendo em vista a aplicação do princípio da presunção da inocência dos acusados. Trata-se de um julgamento extremamente complexo, que exige alta dose de subjetivismo, sobretudo nos Critérios 1 e 3, como analisado.

Além disso, sua complexidade provém também da interdisciplinaridade dos julgamentos, posto que requer alto conhecimento sobre a sistemática do mercado financeiro, assim como dos instrumentos financeiros que compõe esse mercado. Tratamos, nesse sentido, de demonstrar da forma mais objetiva os indícios, como também os critérios adotados em casos de condenação por *insider trading*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVAREZ, Alejandro Bugallo. A Comissão de Valores Imobiliários, Instância Reguladora Independente? *Direito, Estado e Sociedade*, PUC-Rio, v. 03, p. 01-32, 1993.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*, v. 850, p. 441, ago. 2006.

AMENDOLARA, Leslie. *Direito dos acionistas minoritários: Lei 10.303 de 2001 – nova lei das S.A.* São Paulo: Quartier Latin, 2003.

BAINBRIDGE, Stephen M. A critique of the insider trading sanctions Act of 1984. *Virginia Law School*, v. 71, p. 455-456, 1985.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick (U.S.A) and London (U.K): Transaction Publishers, 1999.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. *The world price of insider trading*. Kelley School of Business, Indiana University. Disponível em: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2015.

BLOK, Marcella. Abuso do poder de controle do acionista controlador nas sociedades anônimas. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, v. 15, n. 56, p. 93-168, abr./jun., 2012. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

BULGARELLI, Waldírio. *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônima*. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4.

_____; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*. In: *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 2, 1971.

FLECK DA ROSA, Maria Eduarda. *O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários*. 2012. 139 f. Tese (Mestrando em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

DEMO, Pedro. *Pesquisa e construção do conhecimento: metodologia científica no caminho de Habermas*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1994.

_____. *Metodologia do conhecimento científico*. São Paulo: Atlas, 2000.

DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo o Insider Trading. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 45, p. 121, jul. 2009.

EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 50, p. 193, 1983.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. *Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários: a regulação da atividade jornalística*. 2013. 240 f. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

GARFINKEL, Jon A. *New evidence on the effects of federal regulations on insider trading: the insider trading and securities fraud enforcement Act (ITSFEA)*. CFA Digest – AIMR, 1997. Disponível em: <<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/dig.v27.n4.151>>. Acesso em: 18 fev. 2015.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 14. ed., rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2010.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). *Pesquisa Empírica em Direito*. Coordenação e organização: Alexandre dos Santos Cunha e Paulo Eduardo Alves da Silva. Rio de Janeiro: IPEA, 2013.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e “insider trading”*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76). *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, v. 60, p. 78, maio 2006.

MAHONEY, Paul G., The Political Economy of the Securities Act of 1933 (May 24, 2000). *UVA Law School, Legal Studies Working Paper*, n. 00-11. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=224729>>. Acesso em: 02 ago. 2015.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 16. ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

NEVES, Heidi Rosa Florêncio. *Direito Administrativo Sancionador e o crime de insider trading*. 2013. 175 f. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DAS COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS (IOSCO), *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*, mar. 2003, disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>. Acesso em: 09 abr. 2015.

OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*. Jun. 1978. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. 2. ed., rev. e atual. São Paulo: Globo, 2007.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

TANJI, Marcia. *Mercado de capitais: formas de atuação do Estado*. 2013. 242 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

ZACLIS, Lionel. *Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*, 11ª Edição, São Paulo: Atlas, 2012.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma. University of California (UCLA) – School of Law. Florida Law Review, vol. 38, pp. 35-68, Winter 1986. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303880>. Acesso em: 05 fev. 2015.

MANNE, Henry G., Insider Trading and Property Rights in New Information. *Cato Journal*. Disponível em: <<http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1985/1/cj4n3-13.pdf>>. Acesso em: 20 jan. 2015.

_____, *Insider Trading and The Stock Market*. New York: The Free Press, 1966. Disponível em: <<http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2096&context=dlj>>. Acesso em: 25 jan. 2015.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989 – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários*. Revista dos Tribunais, ano 80, vol. 667, maio 1991.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2^a Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.