



FGV DIREITO SP

***INSIDER
TRADING:
NORMAS,
INSTITUIÇÕES
E MECANISMOS
DE COMBATE
NO BRASIL***

PESQUISA

acadêmica
LIVRE

*Viviane Muller Prado
Nora Rachman
Renato Vilela*

LIVRE *para*

pensar

ler

copiar

partilhar

A Coleção Acadêmica Livre publica obras de livre acesso em formato digital. Nossos livros abordam o universo jurídico e temas transversais por meio das mais diversas abordagens. Podem ser copiados, compartilhados, citados e divulgados livremente para fins não comerciais. A coleção é uma iniciativa da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV DIREITO SP) e está aberta a novos parceiros interessados em dar acesso livre a seus conteúdos.

Esta obra foi avaliada e aprovada pelos membros de seu Conselho Editorial.

Conselho Editorial

Flavia Portella Püschel (*FGV DIREITO SP*)

Gustavo Ferreira Santos (*UFPE*)

Marcos Severino Nobre (*Unicamp*)

Marcus Faro de Castro (*UnB*)

Violeta Refkalefsky Loureiro (*UFPA*)

 **FGV DIREITO SP**

acadêmica

LIVRE

PESQUISA

***INSIDER
TRADING:***

NORMAS,
INSTITUIÇÕES
E MECANISMOS
DE COMBATE
NO BRASIL

Viviane Muller Prado

Nora Rachman

Renato Vilela

Os livros da Coleção Acadêmica Livre podem ser copiados e compartilhados por meios eletrônicos; podem ser citados em outras obras, aulas, *sites*, apresentações, blogues, redes sociais etc., desde que mencionadas a fonte e a autoria. Podem ser reproduzidos em meio físico, no todo ou em parte, desde que para fins não comerciais.

A Coleção Acadêmica Livre adota a licença Creative Commons - Atribuição-NãoComercial 4.0 Internacional, exceto onde estiver expresso de outro modo.

**Editora**

Catarina Helena Cortada Barbieri

Assistente editorial

Bruno Bortoli Brigatto

Preparação de originais e revisão de provas

Eliane Simões

Capa, projeto gráfico e editoração

Ultravioleta Design

Imagem da capa

Zapp2Photo/Shutterstock.com

Conceito da coleção

José Rodrigo Rodriguez

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Karl A. Boedecker da Fundação Getulio Vargas – SP

Prado, Viviane Muller

Insider trading : normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] / Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo : FGV Direito SP, 2016. 102 p. – (Coleção acadêmica livre)

ISBN: 978-85-64678-29-3

Informações privilegiadas – Uso indevido. 2. Mercado de valores mobiliários - Brasil. 3. Investimentos - Brasil. I. Rachman, Nora Matilde. II. Vilela, Renato. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.732(81)

PUBLICADO EM DEZEMBRO DE 2016

FGV DIREITO SP**Coordenadoria de Publicações**

Rua Rocha, 233, 11º andar

Bela Vista – São Paulo – SP

CEP: 01330-000

Tel.: (11) 3799-2172

E-mail: **publicacoes.direitosp@fgv.br**

INSIDER TRADING: NORMAS, INSTITUIÇÕES E MECANISMOS DE COMBATE NO BRASIL

sumário

PREFÁCIO	7
APRESENTAÇÃO	11
1 INTRODUÇÃO	13
2 PRIMEIRA FASE (1965 A 1976): POUCA REGULAMENTAÇÃO E MUITAS POSSIBILIDADES DE MANIPULAÇÃO	17
2.1 SISTEMA DE INFORMAÇÃO PRECÁRIO E TÍMIDA REGULAÇÃO DE VEDAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	17
2.2 MONITORAMENTO PRECÁRIO E AUSÊNCIA DE PUNIÇÃO	18
2.3 INCENTIVOS PARA A CRIAÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES E CRISE DE 1971	19
3 SEGUNDA FASE (1976 A 2001): MARCO REGULATÓRIO E PRIMEIROS CASOS	23
3.1 CRIAÇÃO DA CVM	23
3.2 NOVO SISTEMA INFORMACIONAL E VEDAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	23
3.3 PRIMEIROS CASOS	27
3.4 ATIVIDADE PUNITIVA DA CVM ENTRE 1978 E 1999	32
3.5 POTENCIAL PAPEL DO PODER JUDICIÁRIO PARA FINS DE RESSARCIMENTO	37

4 TERCEIRA FASE (2001 ATÉ OS DIAS ATUAIS): COMPLEXIDADE DO SISTEMA E CRESCIMENTO DA ATIVIDADE PUNITIVA	39
4.1 CRIMINALIZAÇÃO E REFORÇO REGULATÓRIO	39
4.2 PUNIÇÃO PELO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA VIA ADMINISTRATIVA	41
4.2.1 ATIVIDADE PUNITIVA DA CVM	41
4.2.2 SEGUNDA INSTÂNCIA: CRSFN	62
4.2.3 TERMO DE COMPROMISSO	67
4.3 ESFERA JUDICIAL	72
4.3.1 AÇÕES COLETIVAS PARA RESSARCIMENTO E TERMO DE AJUSTAMENTO DE CONDUTA (TAC)	72
4.3.2 AÇÕES CRIMINAIS	77
5 CONCLUSÃO	81
NOTAS	84
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	99
SOBRE OS AUTORES	102

PREFÁCIO

O presente livro, elaborado pela professora Viviane Muller Prado, pela professora Nora Rachman e pelo professor Renato Vilela – docentes da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas –, honra a tradição e o espírito de inovação dentro dos quais nossa Escola foi fundada. Dentre os traços fundamentais de nosso DNA está o de confrontar os comandos legais com a realidade na qual eles operam, bem como discutir a percepção dos julgadores sobre o mesmo Direito posto. É nesse modelo, que dialoga melhor com os centros europeus e norte-americanos de estudos jurídicos, que o presente livro foi redigido. De sua leitura, vocês perceberão que este escrito se propõe a uma análise crítica e construtiva do polêmico tema da utilização de informações privilegiadas para obter ganho ou evitar prejuízo em detrimento daqueles outros investidores que não dispunham da mesma informação no momento da alienação ou da aquisição.

O uso da informação ainda não disponível no mercado de valores mobiliários é tema candente que passeia entre o conceito de que o negócio tem que ser realizado em condições éticas e aquele outro desenvolvido por vários economistas utilitaristas. Estes últimos advogam que, dada a dificuldade e o custo da comprovação da operação realizada com o conhecimento de fato ainda não conhecido pelo mercado, seria muito mais eficiente não ter a condenação do *insider*, deixando o mercado se ajustar por si mesmo. Esse ajuste ocorreria natural e rapidamente pela alteração do preço das transações que se seguissem àquela realizada pelo hoje delinquente. Esta última colocação é de longe a de menor aceitação, principalmente pelas legislações existentes ao redor dos centros de negociação de valores mobiliários espalhados pelo mundo. No caso, não será de se esquecer os dois fatores que contribuíram para a enorme aceitação do instituto jurídico, sendo ambos nascidos da legislação dos Estados Unidos. Um deles é que a condenação de tal prática nasce umbilicalmente ligada à sua irmã gêmea que é a proibição da manipulação do mercado. Ambos ilícitos, que distorcem a formação de preço do valor mobiliário, foram elementos cruciais que vieram a desaguar na crise de 1929, contribuindo fortemente para que

as legislações posteriores viessem criminalizando e apenando severamente seus infratores, inclusive por meio de decisões paradigmáticas do Poder Judiciário. O outro fator é decorrente do poder mimético que o mercado secundário norte-americano exerce em razão da massa de recursos que podem aplicar ou não em outros países interessados em receber investimentos. Se essa é a realidade econômica, o presente trabalho mostra quão difícil e sofisticada é a aplicação com sucesso desse mecanismo que tende a exigir o comportamento ético dos comitentes vendedores ou compradores.

Voltando a presente análise para nossa realidade brasileira, poderíamos concluir que o impedimento da negociação com uma das partes detendo a informação privilegiada poderia ser mais fácil dado o reduzidíssimo número de companhias que detêm ações negociadas no mercado secundário – pouco menos de 400. Mas o trabalho dos professores mostra uma realidade bem diferente.

O primeiro ponto constata a pouca capacidade fática do órgão regulador do mercado de valores mobiliários em conseguir comprovar que a transação foi realizada tendo um dos comitentes informação não disponível. Isso porque o comitente pode realizar a operação juntando informações disponíveis que individualmente não levam a uma conclusão definitiva para comprar ou vender. Entretanto, a soma de tais informações, quando adicionadas à perspicácia e ao risco que queira correr o investidor, podem fazer com que ele decida por realizar a operação de compra ou de venda sem que esteja se utilizando de informação privilegiada. A outra dificuldade que surge, agora colocada nas costas do investidor, é que não é raro que este se veja na necessidade de produzir a prova negativa. Terá ele que demonstrar que a compra ou a venda das ações se deu por dedução de notícias existentes nos meios de comunicação. Tenha-se em mente a decisão da Suprema Corte norte-americana quando do julgamento do processo em que Chiarella só conseguiu sua absolvição nessa última instância e, assim mesmo, por maioria de votos dos ministros. No processo, não pode ser esquecido que o acusado pela SEC tivera acesso a uma minuta do prospecto sem qualquer qualificativo que pudesse indicar a companhia emitente das ações. O investimento fora feito por dedução. Mas o mercado não teve a mesma oportunidade de utilizar sua capacidade dedutiva. Tal diferença tornara Chiarella um *insider*?

Seria essa enorme dificuldade de produzir a comprovação do cometimento do ilícito que resultou nos dados acanhados levantados pelos professores da FGV Direito SP?

Se o leitor analisar outras decisões referentes ao *insider* dadas pela Suprema Corte norte-americana, irá verificar que as mesmas se utilizam, em boa medida, de indícios, presunções ou ficções criadas pela norma processual penal, levando a ocorrências objetivas. Aqui, tais figuras teriam certa estabilidade jurisprudencial se emanadas de decisões proferidas pelo Superior Tribunal de Justiça ou, se for o caso, pelo Supremo Tribunal Federal. Ao que saiba, isso ainda não ocorreu, sendo, talvez, uma das razões do grande número de Termos de Compromisso firmados pela Comissão de Valores Mobiliários. Neste ponto os autores colocam duas dúvidas relevantes: i) está o “xerife do mercado” aparelhado para punir adequadamente os *insiders*? e ii) os nossos investidores acreditam na eficiência de nosso ordenamento jurídico/punitivo de sorte a podermos considerar nosso mercado confiável e sério? Para tanto, Viviane, Nora e Renato levantam exaustivamente os processos administrativos abertos pela CVM. Da primeira coleta – abrangendo desde a fundação da autarquia até 1999 –, o resultado poderá levar o analista a dois resultados: ou o mercado nacional era composto por anjos e arcanjos, ou a capacidade de detecção era bem baixa. Isso porque, nesse período de 20 anos, foram abertos 19 processos administrativos, e foi bem menor o número de comitentes apenados. Desse universo, é interessante notar que os nossos “Chiarellas” são cerca de 5% dos indiciados, sendo a grande maioria das acusações dirigidas aos *insiders* do próprio mercado de distribuição de valores mobiliários, e cerca de metade das acusações dirigidas aos que de uma forma ou de outra trabalham na ou para a companhia emitente. Essa é uma diferença importante em relação aos mercados mais maduros, pois indica o local de maior incidência do cometimento do ilícito, permitindo que as autoridades encarregadas de puni-los possam ter, no momento, uma área onde se focar. Mas os dados levantados pelos professores são mais desanimadores quando demonstram uma correlação fraca entre os indiciados e os efetivamente punidos. Essas constatações é que levaram a que em outros países ocorresse a discussão que relatei no início – a saber, seria mais eficiente deixar o próprio mercado se

ajustar via preço e quantidade negociada ou tal posição por parte do Estado desestimularia o mercado, levantando dúvidas quanto a sua idoneidade?

Como se vê, este é um trabalho seminal quanto ao levantamento de problemas que colocam em discussão a efetividade do papel do regulador do mercado. Mas também permite que se abra a saudável discussão quanto à efetividade do preceito contido em lei, bem como se este foi mais um transplante feito sem maiores cuidados de economias que já estavam mais aparelhadas para fazer com que a utilização de informação privilegiada fosse punida de maneira mais efetiva. A trilha inovadora aberta pelos professores convida a todos os que estudam, trabalham e normatizam as atividades do mercado de valores mobiliários para que possam agora, a partir de dados concretos, discutir sobre a oportunidade do instrumento e de seu aperfeiçoamento. Agora é a vez do leitor opinar.

Ary Oswaldo Mattos Filho

APRESENTAÇÃO

Este livro reflete os resultados do projeto de pesquisa sobre ilícitos do mercado secundário (uso de informação privilegiada e ilícitos previstos na Instrução CVM nº 08/1979) desenvolvido dentro do Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da FGV Direito SP. O estudo que segue sintetiza reflexões e reproduz trabalhos já divulgados pelos autores anteriormente envolvendo o tema de *insider trading*, com inovações relevantes.¹

1.

INTRODUÇÃO

A obtenção de vantagens a partir da negociação de ações com base em informações não divulgadas ao mercado é alvo de olhar atento dos reguladores, dos agentes do mercado e do mundo acadêmico, sem falar da literatura e do mundo cinematográfico.

A proibição do uso de informações privilegiadas, também conhecido como *insider trading*, no entanto, não é unanimidade para os que se interessam pelo tema. Há quem enxergue na sua vedação uma maior credibilidade do mercado, ao propiciar igualdade de oportunidades para todos os que nele negociam. Pesquisas recentes sugerem que proibir a compra e venda de ações em razão do acesso a informações não públicas têm como consequências positivas a verificação do menor custo de capital, a existência de maior liquidez e a formação mais precisa de preços dos ativos financeiros negociados publicamente.² Outro estudo classifica o *insider trading* como corrupção privada.³

Em posição diametralmente oposta estão opiniões que defendem que a prática de negociar com informações privilegiadas resulta em mercados mais eficientes e não prejudicam investidores, em virtude da impessoalidade das negociações.⁴

Apesar da controvérsia sobre a adequação e os efeitos da vedação da negociação com base em informações ainda não divulgadas ao mercado, a partir da década de 1990, grande parte dos mercados mais relevantes passaram a legalmente proibir o uso de informação privilegiada. Conforme estudo de Bhattacharya e Daouk, os Estados Unidos são o primeiro país a vedar a negociação com privilégio informacional. No final da década de 1960 e ao longo da década de 1970, poucos países seguiram esta escolha, entre eles o Brasil, em 1976.⁵ Antes de 1990, em apenas 34 mercados era proibido o *insider trading*; já em 2002, de um grupo de 103 países pesquisados, 87 possuíam regras de vedação da utilização de informação privilegiada.⁶

O resultado do referido estudo é bem diferente quando o dado reflete a aplicação e exigibilidade – neste trabalho também denominado *enforcement*

– das regras jurídicas que vedam o *insider trading*. Apesar da forte adesão à proibição legal, foram poucos os países que tiveram iniciativas de aplicação dessas regras.⁷ Até a década de 1970, além dos Estados Unidos, somente França, Singapura e Brasil tinham experimentado a aplicação da vedação legal. Antes de 1990, nove dos 34 países que possuíam proibição dessa prática tiveram algum tipo de experiência de *enforcement* de suas regras. E em 2002, apenas 38 dos 87 países que proibiam o *insider trading* tinham vivenciado alguma tentativa de punir o ilícito.

Neste mapa mundial do combate ao uso de informação privilegiada, o Brasil aparece em boa figura, pois temos a vedação da prática aprovada em texto legal desde 1976 e, já em 1977, deu-se início a um processo administrativo para investigar a ocorrência de *insider trading* no mercado de ações brasileiro. Essa prática foi objeto do primeiro processo administrativo sancionador instaurado na história da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o que denota a preocupação com o combate ao ilícito, desde o início das atividades do regulador.⁸

Passada a avaliação positiva na triagem prévia e superficial dos critérios utilizados no estudo de Bhattacharya e Daouk, surgem duas dúvidas sobre o nosso sistema jurídico. A primeira é se ele é capaz de punir adequadamente aqueles que utilizam informações não divulgadas para obter vantagens para si ou para terceiros. A segunda dúvida relaciona-se com a capacidade do sistema jurídico de desincentivar esta prática ilícita e, por consequência, os investidores acreditarem na lisura do nosso mercado e na existência de igualdade de oportunidades.

Não é possível responder assertivamente a estas questões por, pelo menos, duas razões. A primeira é a impossibilidade de se conhecer como e quem efetivamente se apropria e se beneficia de informações privilegiadas no mercado brasileiro. Na impossibilidade de reconstruir a prática ilícita, fica prejudicada a exata avaliação da capacidade do sistema de conseguir punir as más condutas e desencorajar futuras. A segunda razão está na dificuldade de avaliar a adequação do sistema punitivo, administrativo e criminal, e de responsabilidade civil, a partir da exigibilidade das regras de diferentes esferas jurídicas e com a utilização de instrumentos diversos. Os desafios na avaliação do sistema de *enforcement* das normas jurídicas de

mercado de capitais não são triviais e seu enfrentamento não representa um privilégio brasileiro, o que já foi reconhecido anteriormente em outros estudos acadêmicos.⁹

É necessário ir além da análise do conteúdo do direito substantivo que veda o uso de informação privilegiada. Aqui está o objetivo deste estudo, que é reconstruir a evolução do nosso desenho institucional e dos instrumentos jurídicos relacionados com a punição do ilícito de uso de informação privilegiada. Esta organização configura-se como passo relevante para revelar o estado da arte do sistema brasileiro no combate ao *insider trading*.

Nossa reconstituição obedece a um critério temporal, está dividida em três fases e começa em 1965.

A primeira fase vai de 1965 até 1976, apresentando a tentativa de criação do mercado de ações no Brasil, com um desenho institucional que se mostrou inadequado, um sistema informacional precário e regras bastante tímidas sobre vedação do uso de informação privilegiada.

O segundo período vai de 1976 a 2001, em que se aponta a construção das bases para o regime jurídico que temos hoje, incluindo a criação da CVM, o aperfeiçoamento do sistema informacional, a previsão de regra específica de vedação de *insider trading* e uma visualização dos estímulos mais concretos de combate ao ilícito verificados ao instruir e enfrentar o julgamento dos primeiros casos.

O terceiro período inicia-se em 2001, ano em que houve a criminalização da prática de uso de informação privilegiada, o fortalecimento do papel da CVM na punição do ilícito, e segue até os dias atuais. Esta terceira fase é a mais instigante para a reflexão, pois a descrição denota a complexidade de organizar as instituições e os vários instrumentos jurídicos, nas esferas administrativa, civil e criminal, relacionados com o combate ao uso de informação privilegiada.

Quanto à metodologia utilizada para apresentar os dados colhidos na pesquisa, é importante mencionar que, em virtude da disponibilidade das informações relativas a procedimentos administrativos e judiciais, são apresentados resultados quantitativos apenas com relação à terceira fase (a partir do ano de 2001) e limitados à atividade punitiva do ilícito na via

administrativa, tanto em primeira (CVM) quanto em segunda instância (Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN).

Com esta narrativa, é factível identificar as possíveis consequências para aqueles que são suspeitos de usar indevidamente as informações não públicas e indicar, portanto, elementos para refletir se o nosso sistema pune adequadamente e inibe outras práticas ilícitas. Dos levantamentos feitos até o presente momento, revela-se que há probabilidade daquele que cometeu *insider trading* vir, no mínimo, a comparecer perante o regulador para se defender, com chance de ser punido, a depender da sua posição no mercado e da sua capacidade de justificar economicamente as operações. Não estamos, portanto, no grupo de países com descaso ao *enforcement* das normas sobre uso de informação privilegiada.

Vale ressaltar que este estudo busca contribuir com um cenário em construção. Os avanços tecnológicos permitiram novas formas de acesso a operações e a informações, novas modalidades de conexões virtuais e reais entre os agentes de mercado, que, aliadas às atividades de supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades, representam um desafio para o marco legal dessa matéria e sua adequação aos problemas que a realidade nos impõe.

A apresentação dos mecanismos e instrumentos jurídicos de punição e responsabilização utilizados pelo regulador, Ministério Público e Poder Judiciário, que é sistematizada nos próximos capítulos, ajuda a perceber a formação dos critérios para a aplicação e exigibilidade do sistema normativo de vedação do uso de informação privilegiada. Se este relato conseguir pontuar e sinalizar novas estratégias e direcionamentos a serem seguidos na matéria, já é um bom começo.

2.

PRIMEIRA FASE (1965 A 1976): POUCA REGULAMENTAÇÃO E MUITAS POSSIBILIDADES DE MANIPULAÇÃO

2.1 | SISTEMA DE INFORMAÇÃO PRECÁRIO E TÍMIDA REGULAÇÃO DE VEDAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

O sistema informacional das companhias emissoras de valores mobiliários era bastante precário no período de 1965 a 1976. A legislação societária vigente à época (Decreto nº 2.627/1940) exigia a elaboração de demonstrações financeiras anuais, mas sem padronização e sem exigência de que elas fossem auditadas e publicadas. Os documentos contábeis deveriam ser encaminhados apenas à bolsa na qual os papéis eram negociados.¹⁰ Tampouco havia a obrigação legal das companhias de anunciar fatos relevantes que impactassem na decisão de investimentos ou no preço das ações.¹¹ Em 1968, o Conselho Monetário Nacional (CMN)¹² disciplinou o registro das companhias que emitissem valores mobiliários no mercado e determinou a divulgação da sua situação financeira, tanto na emissão de papéis quanto em bases periódicas.¹³ Não há relatos de que esta norma foi tornada efetiva, por meio de controles ou fiscalizações, após a sua entrada em vigor.

Neste ambiente de precariedade informacional, de maneira bastante tímida, o sistema jurídico trouxe a primeira norma sobre uso de informação privilegiada no Brasil, na Lei de Mercado de Capitais de 1965.¹⁴ O art. 3º, inciso X, previa a competência do Banco Central para “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso”.

Como se vê, esta referência normativa de proibição de *insider trading* não apareceu, portanto, como regra de conduta, e nem foi formulada a qualificação do uso de informação privilegiada como ato ilícito.¹⁵ Tratava-se de norma claramente de delimitação de competência do regulador do mercado de capitais, à época sob responsabilidade do Banco Central. Chama a

atenção desta competência referir-se apenas à fiscalização e não à punição dos agentes que se beneficiassem de informações não divulgadas ao mercado, problema que se agrava sem a configuração do ato como ilícito. Era uma prática que, quanto muito, poderia ser objeto de questionamento por parte do Banco Central.

Essa única disposição legal foi objeto de críticas por parte de Fábio Konder Comparato que, ao considerá-la insuficiente para um eficaz combate ao *insider trading*, apontava a necessidade de “normas particulares de disciplina da matéria” que seriam objeto de fiscalização pelo Banco Central, as quais inexistiam.¹⁶ Ademais, o sistema punitivo, de aplicação de sanções no caso de descumprimento, seria inadequado, pois a própria Lei de Mercado de Capitais, quando tratava de penalidades, remetia à aplicação daquelas estipuladas na Lei nº 4.595/1964, Capítulo V, dirigidas às instituições financeiras, seus diretores, membros de conselhos administrativos, fiscais e semelhantes, e gerentes.

Seja pelas razões apontadas ou por outros motivos, o dispositivo resultou inócuo, pois não se tem notícia de que tenha havido alguma aplicação prática. Não se conhece nenhum caso de uso de informações privilegiadas que tenha sido objeto de fiscalização ou punição pelo Banco Central, o que não significa que não tenham ocorrido, nem as práticas e nem as fiscalizações ou punições.

2.2 | **MONITORAMENTO PRECÁRIO E AUSÊNCIA DE PUNIÇÃO**

O monitoramento do mercado, pelo desenho institucional aprovado em 1964 e 1965,¹⁷ era de competência do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central. A regulação específica do mercado de capitais ficava a cargo de uma gerência do Banco Central denominada GEMEC – Gerência do Mercado de Capitais, com pouca atuação efetiva e interventiva. Em meados de 1965, dois advogados norte-americanos, Norman Poser, da *Securities and Exchange Commission* (autoridade reguladora do mercado de valores mobiliários), e Alan Roth, da *American Stock Exchange* (uma das maiores bolsas dos Estados Unidos, à época), estiveram no Brasil, por solicitação do Banco Central brasileiro, e prepararam um relatório com diagnóstico e recomendações buscando o aperfeiçoamento do mercado de valores nacional.¹⁸

Neste documento, os consultores denunciam um problema estrutural para o monitoramento do mercado, ao relatarem que o regulador brasileiro destinava uma única pessoa de seu quadro para fiscalizar e trabalhar com questões do mercado acionário, e que gastava grande parte seu tempo no exame de prospectos de novas emissões. Fora este funcionário, afirmam esses autores, havia um pequeno grupo do Banco Central formado pelo seu presidente, mais três funcionários e dois outros profissionais do mercado, dedicado a assuntos como a reorganização do mercado e a formular um sistema regulatório próprio.¹⁹ É importante lembrar que o recém-criado Banco Central ainda buscava afirmar a sua competência, antes exercida pelo Banco do Brasil e pela Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC.²⁰

Além da carência, no regulador, de capital humano que estivesse alocado na fiscalização do uso de informação privilegiada, outro ponto crítico dizia respeito à inexistência de estrutura regulamentada para a atividade de custódia de ações, que, à época, eram ao portador.²¹

2.3 | **INCENTIVOS PARA A CRIAÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES E CRISE DE 1971**

A disciplina jurídica, no entanto, não revela os problemas mais relevantes. É possível afirmar que o sistema jurídico brasileiro não era apto a garantir um mercado de ações justo, equitativo e eficiente durante os anos 1960 e na primeira metade dos anos 1970. O ponto de partida para demonstrar esta afirmação está no fato de o mercado brasileiro à época ser incipiente, com poucas companhias negociadas que possuíam liquidez, e se encontrar dentro de uma estrutura regulatória e informacional precária.

Como descrito por Poser e Roth, no mercado secundário, naquele período, “os preços dos títulos são manipulados com relativa facilidade e transações por funcionários de sociedades anônimas e de companhias de investimentos com base em informações não acessíveis ao público são frequentes”.²² Assim opinaram esses autores, em seu diagnóstico sobre o mercado brasileiro: “falta informação básica para um investimento seguro e o pequeno número de investidores fazem com que as cotações sejam imprópriamente influenciadas”.²³

Ainda conforme relato de Poser e Roth, os investidores na década de 1960 tinham poucas opções de investimento, sendo que, na Bolsa do Rio, encontravam-se menos de 50 títulos e mais da metade sem liquidez e possibilidade de negociação imediata.²⁴ Contam ainda que havia um sistema de negociação precário de viva voz, no qual era negociado um título por vez durante 10 a 20 minutos por dia.²⁵

Este ambiente precário não espelhava a intenção do governo em 1964. A criação de um mercado de capitais relevante fazia parte do programa oficial para atingir o desenvolvimento econômico e estabilização. O interesse manifesto estava na criação de oferta de crédito de longo prazo para as empresas nacionais por meio do desenvolvimento do mercado de ações. Para atingir este objetivo, em 1967, por meio do Decreto nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, foi criado um sistema de incentivos fiscais, pelo qual os contribuintes poderiam escolher investir os valores devidos a título de imposto de renda no mercado de capitais.²⁶ Este mecanismo foi responsável por levar grande número de investidores pessoas físicas para o mercado acionário. Isto ocorreu, no entanto, sem preocupação com a proteção destes investidores, como seria o caso de um adequado sistema informacional e estrutura institucional robusta e experiente.

O resultado foi a crise de 1971, decorrente da desenfreada especulação nas bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo.²⁷ A esperança de obter altos rendimentos no curto prazo conjugada com a existência dos incentivos fiscais acima narrados chamaram o aumento da participação de pequenos investidores no mercado de ações brasileiro. A partir desse momento, verifica-se uma elevação nas cotações e no volume de transações sem precedentes, mostrando um mercado sustentado por especuladores profissionais e pelo ingresso de recursos de novos investidores. Num momento subsequente, verifica-se a explosão desse mercado, como uma bolha, com a queda de demanda e de preços.

É dentro deste contexto que, em 1972, Fábio Konder Comparato publica artigo intitulado “*Insider trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais”, comparando o mercado de capitais à loteria. Ali o autor narra uma situação na qual dirigente e grande acionista de determinada companhia aberta ganhara 30 vezes o valor investido

com a compra de direito de subscrição de ações de instituições financeiras que se fundiram. Indica o autor, ainda, que este

fato não constitui episódio isolado, e já se repetiu inúmeras vezes entre nós nos últimos anos, sob as mais diversas modalidades, sem que se saiba, até hoje, de nenhuma tentativa séria, seja de repressão por parte de nossas autoridades, seja de indenização em juízo por parte dos lesados.²⁸

3.

SEGUNDA FASE (1976 A 2001): MARCO REGULATÓRIO E PRIMEIROS CASOS

3.1 | **CRIAÇÃO DA CVM**

A crise de 1971 demonstrou ser correta a percepção de que o Banco Central deveria ser substituído por órgão especializado para regular o mercado de valores mobiliários.²⁹ Com a Lei nº 6.385/1976, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários como autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, com a “função de disciplinar o mercado de títulos privados – ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional”. No seu mandato legal e especificamente referente ao tema de prestação de informações, a CVM ficou com a competência para fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores nele negociados.³⁰ Juntamente com o CMN, a CVM recebeu atribuições a fim de assegurar ao mercado acesso a informações sobre os valores mobiliários e os emissores, bem como de garantir o funcionamento do mercado com práticas equitativas.³¹

Foi-lhe outorgada também competência para punir as irregularidades praticadas pelos agentes do mercado, dando-se poderes para o novo regulador aplicar penalidades, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.³²

3.2 | **NOVO SISTEMA INFORMACIONAL E VEDAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA**

Além da criação de estrutura institucional especialmente ligada ao mercado de valores mobiliários, uma das inovações da reforma de 1976 foi a criação de um sistema informacional para gerar dados confiáveis e canais adequados de divulgação.³³

Neste ponto, houve grande avanço com a Lei nº 6.404/1976 (Lei de S.A.) e Lei nº 6.385/1976 (Lei de Mercado de Capitais). A nova lei acionária exigiu a padronização das demonstrações financeiras, estabeleceu a necessidade de serem auditadas e determinou a sua divulgação pela

imprensa.³⁴ A Lei de Mercado de Capitais também prestigiou o regime informacional, ao determinar ampla divulgação das informações pela companhia emissora de valores mobiliários.³⁵

Quanto ao uso de informação privilegiada, temos delimitados dois marcos fundamentais na legislação brasileira sobre a matéria: um, já mencionado, com a edição da Lei de Mercado de Capitais e da Lei de S.A, em dezembro de 1976, e outro, pouco mais de sete anos depois, em 08 de fevereiro de 1984, com a edição da Instrução CVM nº 31.³⁶

O ponto de partida do sistema brasileiro foi alocar exclusivamente nos administradores³⁷ os deveres de informação e de sigilo, o primeiro, para garantir ao mercado a informação adequada à decisão de investimento, e o segundo, para não permitir sua apropriação para benefícios próprios.

Além de criar um sistema informacional essencial para a formação de preços negociados no mercado de valores mobiliários, a lei acionária de 1976 trouxe, pela primeira vez, norma vedando o uso de informação privilegiada. No ordenamento societário, praticamente transcreveu-se o dever de lealdade (*standard of loyalty*) do direito norte-americano, que consiste na obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais. O dispositivo legal especificamente determina a obrigação de manter em sigilo a informação relevante ainda não divulgada e a vedação de obter vantagem com a mesma, mediante a compra ou venda de valores mobiliários.³⁸

O administrador também deve zelar para que o sigilo e o não uso de informação privilegiada sejam cumpridos por seus subordinados ou por terceiros a eles ligados por relação de confiança.³⁹

Como norma preventiva ao *insider trading*, aos administradores foi imposto o dever de informar a sua titularidade de valores mobiliários de emissão da companhia.⁴⁰ E, adicionalmente, impôs-se, também aos administradores o dever de divulgar ao mercado quaisquer decisões da companhia, ato ou fato relevante “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.⁴¹

Houve, ainda, a preocupação do legislador de proteger o investidor lesado, com a previsão de expresso direito de ser indenizado pelos administradores que violam as regras do sistema informacional, ao dar a informação falsa, guardar sigilo ou usá-la em benefício próprio.⁴²

Como num tripé, o marco regulatório apoiava-se no dever de informar (as participações societárias e as informações relevantes); no estabelecimento de normas de conduta (manter sigilo, não negociar, zelar atividades de subordinados); e, por fim, como terceiro pilar, a previsão expressa de ferramental para o investidor buscar o ressarcimento de prejuízos.

Muito embora fossem apontados os riscos de importar conceitos e dispositivos legais estrangeiros,⁴³ observa-se que o conceito de *insider trading* constante da legislação brasileira foi inspirado naquele desenvolvido no direito norte-americano. Desde 1934, este sistema adota o dever de informar as participações societárias dos administradores na companhia⁴⁴ e o dever de divulgar quaisquer informações relevantes ou, em caso de manter-se sigilo a seu respeito, a vedação de negociar com os valores de emissão da companhia. No jargão, estas regras são conhecidas como *disclose or abstain from trading*.

A Lei de Mercado de Capitais outorgou plena competência à CVM para fiscalizar o cumprimento destas regras e aplicar penalidades⁴⁵ à diferença da competência genérica anteriormente outorgada ao Banco Central.

A principal crítica que essa formulação jurídica sofreu está relacionada com o seu estrito âmbito de aplicação, pois somente poderiam ser considerados como *insiders* os administradores e pessoas a eles vinculados.⁴⁶

Posteriormente, a obrigação de não usar informações privilegiadas acabou sendo estendida para outros agentes do mercado, o que ocorreu a partir do exercício da competência regulatória por parte da CVM. Já em 1979, a CVM publica instrução que veda práticas não equitativas, isto é, proíbe atos que resultem

direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, 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.⁴⁷

Enquanto não foi editada regra específica para proibir o uso de informações não divulgadas por pessoas diversas dos administradores, era com apelo à norma ampla de vedação de práticas não equitativas que se baseava a punição de a terceiros por uso de informação privilegiada.⁴⁸

O raciocínio tomava por base a redação bastante abrangente e genérica da Instrução da CVM nº 08/1979, com base na qual era possível atingir os acionistas de companhias abertas (independentemente do percentual acionário detido), os intermediários e os demais participantes do mercado. Estes agentes ficaram sujeitos à vedação de práticas não equitativas, especialmente aquelas em que se configurassem as situações de desigualdade e desequilíbrio. Essa extensão normativa do ilícito de *insider trading* foi objeto de críticas⁴⁹ que prenunciaram a edição de nova regulamentação por parte da CVM.

Uma das novidades desse regramento, a Instrução CVM nº 31/1984,⁵⁰ foi a extensão da vedação da prática de *insider trading*, pois expressamente estabeleceu-se o dever de não negociação com informação privilegiada para pessoas diversas dos administradores. Neste campo, a norma impôs aos acionistas controladores a vedação de uso de informações privilegiadas⁵¹ e ampliou ainda mais as pessoas sujeitas a tal proibição, incluindo todos aqueles que tivessem acessado as informações diretamente, em virtude do cargo, função ou posição na companhia, ou mesmo indiretamente.⁵² Também determinou a imediata divulgação de informação guardada em sigilo, caso houvesse o seu vazamento ou oscilação atípica dos preços de negociação dos valores mobiliários.⁵³

Se, por um lado, deixou de ter importância a fonte da informação (podia ser de dentro ou de fora da companhia), por outro lado, o terceiro, para ser-lhe imputada a vedação de uso de informação, deveria saber que se tratava de informação privilegiada. Assim, a sua conscientização era um aspecto que deveria estar comprovado. Não obstante tal responsabilização, a qualificação dos terceiros dentro da vedação de uso de informação privilegiada não os obrigava ao dever de informar, no mesmo patamar daquela obrigação imputada aos administradores e controladores. Vale dizer, os intermediadores, agentes de mercado e investidores ficaram sujeitos à fiscalização da CVM sempre que negociassem tendo conhecimento de informação

privilegiada, mas não possuíam nenhuma obrigação legal de divulgar. E, estando desobrigados da revelação, parece evidente concluir que, com sua atuação, poderiam ocasionar prejuízos a todo o sistema de informações do mercado.⁵⁴

De uma forma geral, essa ampliação do conceito subjetivo da vedação do uso de informação privilegiada foi refletida na normatização administrativa brasileira.⁵⁵ Esse entendimento é visível, ao abranger-se como *insider* tanto quem tinha acesso direto à informação privilegiada como quem a recebesse, e, ainda, ao inserir-se, dentro da competência de fiscalização da CVM todos os agentes do mercado, inclusive os investidores.⁵⁶

Em termos objetivos, as informações que ficaram sujeitas às normas repressivas do *insider trading* incluíram os chamados atos ou fatos relevantes, assim considerados todos aqueles que pudessem ter influência ponderável na cotação dos valores mobiliários e na tomada de decisão por parte dos investidores.

Dessa forma, nem os administradores, nem os intermediários, nem qualquer participante do mercado possuía obrigação de revelar informações cuja fonte tivesse sido outra que não a companhia (*market information*), obtidas, por exemplo, por meio de pesquisas, projeções de mercado realizadas por instituições especializadas, ou ainda, se as informações dissessem respeito a medidas que podiam ser adotadas pelo governo e afetar a companhia. Tampouco existia (e nem existe) qualquer obrigação legal para que tais pessoas estejam impedidas de negociar com base nessas informações.

Do ponto de vista preventivo, adicionalmente, a Instrução CVM nº 31/1984 impôs deveres de informar aos administradores e acionistas controladores sobre negociações com valores mobiliários, o que deveria ocorrer em bases mensais.⁵⁷

A seguir, uma descrição dos primeiros casos envolvendo essa prática, que denotam a construção dos precedentes envolvendo a matéria até o ano de 1999.

3.3 | PRIMEIROS CASOS

A nova estrutura institucional e o regime jurídico de combate ao *insider trading* foram colocados a teste logo na entrada em vigor da Lei de Mercado

de Capitais e da Lei de S.A., ambas de dezembro de 1976. Já no primeiro semestre de 1977, oscilações atípicas das ações da Kibon e da Petrobras chamaram a atenção do mercado, dos reguladores e das bolsas de valores para a possível existência do uso de informação privilegiada.

Em meados de julho de 1977, ocorre o primeiro caso de suspeita de uso de informação privilegiada (Caso Kibon).⁵⁸ Ocorreu que, em menos de uma semana, as ações da Kibon Produtos Alimentícios S.A. sofreram valorização de 120%. Esta alta extraordinária da cotação tinha origem no fato, ainda não anunciado ao mercado, da acionista majoritária (*General Foods Corporation*) pretender o fechamento do capital da Kibon, com a realização de oferta pública de aquisição na qual ofereceria aproximadamente três vezes o valor de bolsa. Com suspeita de vazamento de informação e do seu uso indevido, as Bolsas de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro suspenderam a negociação das ações após o anúncio oficial da proposta de oferta pública e colocaram-se ao lado dos acionistas minoritários, disponibilizando os seus departamentos jurídicos para proteger seus interesses. Sinalizaram publicamente que os acionistas que venderam as suas ações e que se julgassem prejudicados poderiam buscar indenização a partir da responsabilização dos administradores com base no disposto no art. 155, parágrafo 3º da Lei nº 6.404/1976.

Após vários dias de suspensão de negociação das ações da Kibon em bolsa, o Banco Central aprovou a oferta de aquisição das ações, mas questionou a companhia “sobre a complementação de preço a investidores que venderam sua posição de ações em Bolsa durante o mês de junho e sobre as negociações efetuadas por diretores da empresa”.⁵⁹ Dias depois desse evento, a *General Foods* e a Kibon publicaram nota oficial na imprensa afirmando que não reconheciam o vazamento da informação, nem dentro da empresa nem por seus consultores. Entretanto, a controladora “decidiu pagar aos acionistas minoritários que venderam suas ações no período de 1º a 30 de junho de 1977 a diferença do preço entre a data da venda e a da oferta pública, de Cr\$ 2,00 por ação”.⁶⁰ Informaram ainda que nenhum diretor teria negociado com ações da Kibon.

Deste caso, é interessante notar que a principal preocupação foi a de garantir a situação patrimonial dos investidores lesados. O caso não

envolveu nenhuma punição e a solução encontrada caminhou no sentido de garantir certa indenização aos investidores, tudo bem coordenado de maneira informal pelo anterior regulador (Banco Central), sem testar os instrumentos punitivos da CVM e as possibilidades de ressarcimento perante o Poder Judiciário.⁶¹

Outro caso de repercussão envolveu a negociação das ações da Petrobras, que chamou a atenção para a possível prática de manipulação de mercado e *insider trading*. As investigações decorreram de oscilação anormal nas ações da Petrobras, ocorridas desde março de 1977, e divulgações de declarações e desmentidos por parte da empresa sobre a descoberta de petróleo na Bacia de Santos. Em março de 1978, a companhia fez divulgação sobre a descoberta de petróleo e o início de estudos sobre a viabilidade de extração, e, na sequência, um segundo comunicado anunciou que o poço perfurado estava seco e o abandono de sua prospecção, o que levou a uma consequente queda nas cotações. A CVM passou a noticiar que estava investigando o caso, mas em maio de 1978, o primeiro presidente da autarquia finalmente comunicou que estavam encerradas as investigações, concluindo que não teria havido nenhum ato ilícito. O relatório final produzido pela CVM decidiu que o caso não merecia a abertura de um procedimento (inquérito) administrativo.⁶²

Embora estes dois casos (Kibon e Petrobras) tenham ocorrido depois de estabelecida a nova competência para a CVM, é interessante notar que nenhum deles resultou na aplicação de penalidades por parte da autarquia. Foi somente em 1978 que se iniciou a primeira atividade sancionadora formal, ou seja, com aplicação de penalidades, dentro do regime de vedação do uso de informação privilegiada. Trata-se de caso no qual a Servix Engenharia S.A., companhia aberta, participava em uma concorrência aberta pela Cia. Hidrelétrica do São Francisco – CHESF, em condições muito favoráveis, conforme amplamente noticiado na imprensa da época.

O fato que deu abertura ao inquérito como suspeita de *insider trading* era a anulação de tal concorrência, no final de março de 1978. O fato foi comunicado à bolsa e à CVM, verbalmente, pelo Diretor Financeiro da Servix. Verificou-se que o Diretor Presidente da Servix tinha negociado com as ações antes da divulgação da anulação da concorrência. Estes fatos

deram origem à abertura do primeiro inquérito administrativo da história da CVM,⁶³ para investigar a ocorrência dos ilícitos de fato relevante não divulgado, vazamento de informação, e uso de informações relevantes para obter vantagens.

A decisão veio em fevereiro de 1979 e, sobre a prática de *insider*, o resultado foi pela condenação do Diretor Presidente da companhia, com aplicação da penalidade de multa por violação do art. 155, da Lei nº 6.404/1976. Interessante notar que o voto também indica que “os investidores [...] têm o direito, de acordo com o parágrafo 3º do art. 155 da Lei nº 6.404/76, de haver do mesmo [diretor presidente] indenização por perdas e danos” e solicita “à Superintendência de Mercado e Intermediários da CVM que informe aos investidores que compraram ações do Sr. Sérgio Schmidt Neves que eles, se assim o quiserem, têm direito de haver do vendedor indenização por perdas e danos”.

Este caso foi levado para apreciação do Judiciário, chamando a atenção, em especial, dois procedimentos que tiveram desfechos distintos. As duas decisões judiciais tiveram origem em iniciativas de investidores que buscaram a indenização por comprarem ações da Servix no período, sendo que uma condenou o acionista controlador e administrador a indenizar⁶⁴ e a outra não reconheceu tal direito aos investidores.⁶⁵

A decisão que acolheu o pedido de indenização versou só sobre os indícios da utilização da informação e da existência ou não de prova, sem a preocupação de discutir o dano e o valor. Neste caso, o pedido de ressarcimento foi considerado improcedente na primeira instância e reformado em grau de apelação, tendo os julgadores considerado que as provas constantes dos autos eram suficientes para caracterizar o uso de informação privilegiada. Assim, tomou-se por base a negociação feita pelo administrador para caracterizar a prática de *insider trading*.

Nesta decisão, não houve julgamento quanto à necessidade de culpa do agente para caracterização do ilícito, que por si geraria o dever de indenizar. Cabe mencionar que, dispensada a verificação da culpa do agente, restou afastada a hipótese de sua responsabilidade subjetiva, com um voto vencido, que entendia inexistir presunção relativa de culpa, e, logo, considerava admissível a prova em contrário. Esse voto vencido ensejou a

interposição de embargos infringentes, que também foram julgados por maioria, no mesmo sentido. Já a segunda decisão, que não reconheceu o direito à indenização aos investidores, se deu em razão da inexistência de prova de que o réu teria agido deslealmente, e do alegado prejuízo, afirmando-se que a decisão cível adotaria padrões diversos da via administrativa.

O segundo pedido de indenização, portanto, foi julgado improcedente, curiosamente também em vista de matéria de prova. Desta sorte, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo entendeu que o uso efetivo das informações pelo mesmo acionista controlador e administrador não havia sido totalmente provado, razão pela qual não estaria comprovado o prejuízo.⁶⁶

É interessante notar que, usando argumentos idênticos sobre o mesmo tema (caracterização da prova), as diferentes Câmaras do mesmo Tribunal assumiram posturas totalmente opostas sobre o caso Servix. Isto demonstra, no mínimo, a falta de coerência na interpretação de um mesmo dispositivo legal.

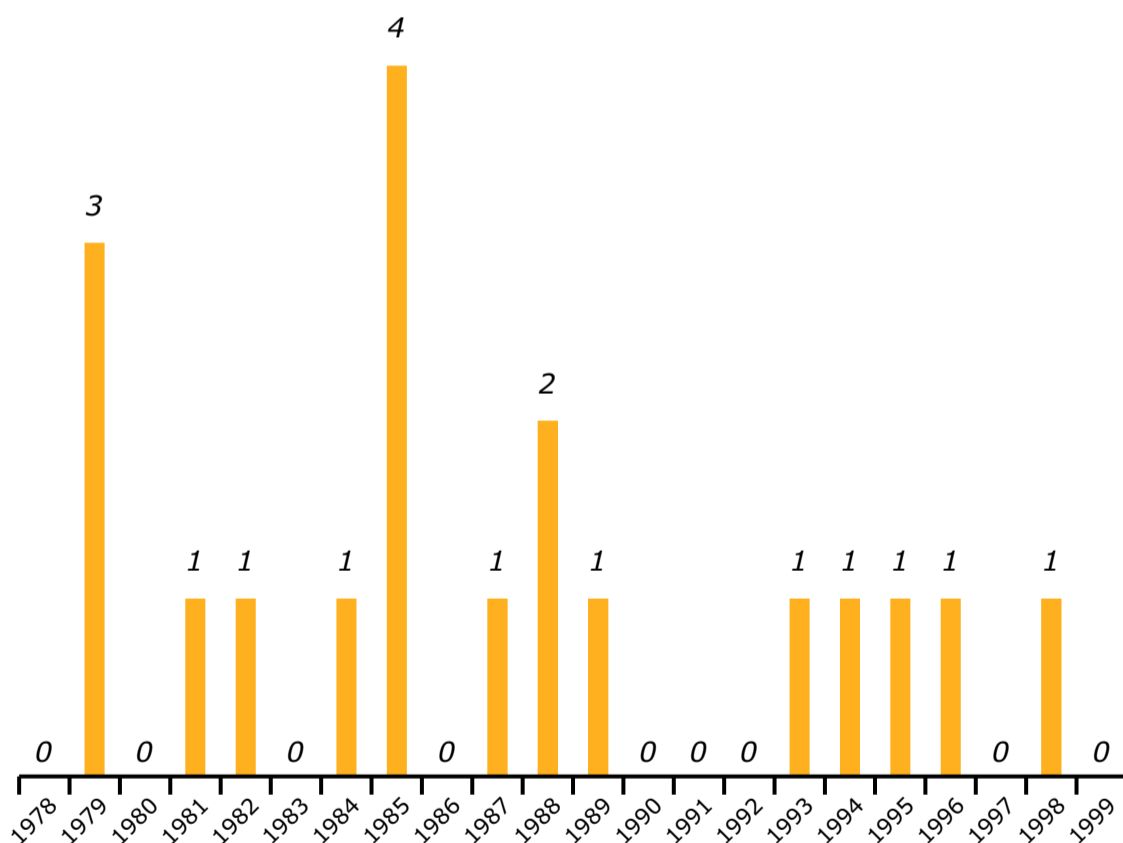
Pelo que é conhecido, além destas participações do Poder Judiciário, no período analisado houve apenas outra ocasião para que esta instância se manifestasse sobre uso de informação privilegiada. Trata-se do caso ITAP, onde aparece o confronto dentre o dever de sigilo e o dever de informar. No caso, houve vazamento de informação sobre as tratativas de negociação das ações do acionista controlador e a verificação de valorização anormal do preço das ações da companhia (ITAP) em 1981. Neste negócio, foi informado ao mercado que a empresa Souza Cruz faria uma oferta pública para aquisição das ações dos minoritários, desde que fechasse a compra da participação do controlador da ITAP por determinado valor. Após a data de divulgação destas informações, não houve mais oscilação de preço com as ações da companhia. Em momento subsequente, houve uma segunda divulgação, falando do rompimento das tratativas. Alguns investidores ajuizaram ação judicial, dizendo-se prejudicados e questionando tanto a utilização de fato relevante como forma de manipulação de preço, quanto do uso de informação privilegiada pelos administradores. Uma vez que não houve prova de negociação por parte dos administradores, a ação foi julgada improcedente.⁶⁷

3.4 | ATIVIDADE PUNITIVA DA CVM ENTRE 1978 E 1999

Voltando à apreciação feita pela via administrativa sancionadora, a atividade punitiva de *insider* passou a ser mais constante na CVM entre 1978 e 1999.⁶⁸ Nesse período, foram instaurados 29 inquéritos administrativos em matéria de *insider trading*, visando a apurar a ocorrência de irregularidades e aplicar penalidades, tendo sido arquivados dez deles e, julgados, 19. Destes 19 casos julgados, houve 19 indiciados absolvidos e 23 punidos. As punições foram multas (11 indiciados), advertências (nove indiciados) e inabilitação (três indiciados).

GRÁFICO 1

NÚMERO DE CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO, NO PERÍODO DE 1978-1999



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Estes dados da atividade punitiva da CVM demonstram que o tema do uso de informação privilegiada aparecia na pauta do regulador, mas

sem constância e números expressivos. Chama a atenção que a década de 1990 representou período sem grandes questionamentos do ilícito, pois em dez anos apenas cinco casos sobre o tema foram julgados.

Além da responsabilização por uso de informações privilegiadas, de maneira geral, os inquéritos instaurados trataram de outras irregularidades, tais como a violação do dever de informar fato relevante, do dever de manter sigilo e de zelar por sua manutenção, práticas não equitativas, operações fraudulentas ou manipulações de preços.

Dentre as penalidades aplicadas, verificou-se que a de natureza pecuniária teve maior incidência,⁶⁹ o que não é prerrogativa deste tipo de irregularidade.⁷⁰

Além disso, decidiu-se por diversas absolvições, ao se considerar que a infração não ficou caracterizada, embora num caso específico tenham sido considerados, para tanto, argumentos mais ligados à época do cometimento das irregularidades, como um período de transição de vigência da Lei de S.A. Trata-se de inquérito,⁷¹ em que a imputação dizia respeito ao uso de informações privilegiadas por parte dos Diretores Financeiro e Técnico da companhia. Eles teriam vendido ações num período em que haviam sido divulgados dois balanços com dados díspares: um balanço semestral provisório (contendo projeção de lucro) e, posteriormente, um balanço definitivo que a companhia apresentava um prejuízo efetivo. Os administradores foram absolvidos, pois os fatos ocorridos naquele ano específico (1977) não foram considerados como informações relevantes ou privilegiadas. O argumento utilizado para a absolvição foi justamente no sentido de que os fatos que levaram à modificação na situação da companhia teriam ocorrido no início de vigência da lei societária, em que inexistia regulamentação quanto à divulgação de projeções pelas companhias e não era ainda obrigatória a mudança do regime contábil de caixa para o de competência. Nesse sentido, não se poderia concluir pela violação do dever de informar. Essa decisão mostrou uma sensibilidade pelos julgadores, no âmbito administrativo, quanto a um período de adaptação das companhias às novas regras societárias. Ao mesmo tempo, a ata de julgamento registrou a necessidade de as companhias ficarem mais atentas à responsabilidade dos administradores com relação ao mercado e

seus acionistas. Outro ponto de interesse é que, no teor desta decisão, divulgada em dezembro de 1979, consta a notícia da existência de audiência pública de norma que viria a regular, no âmbito da CVM, o uso de informações privilegiadas. Curiosamente, essa norma só se concretizou quatro anos depois, em fevereiro de 1984, com a edição da Instrução CVM nº 31.

A noção do que configuraria efetivamente fato relevante foi outro tema sobre o qual a CVM debruçou-se logo no início de sua atividade sancionadora. Num dos primeiros casos julgados pela autarquia, entendeu-se que os resultados constantes dos demonstrativos financeiros, ou seja, das chamadas informações ordinárias, nem sempre continham informações relevantes, capazes de influir a decisão dos investidores. Neste julgamento,⁷² o acionista controlador e principal executivo da Indústria Metalúrgica S.A. tinha adquirido ações da companhia, num período anterior à divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (cuja divulgação à época não era obrigatória), sem que sua contraparte soubesse que se tratava de negociação efetuada por *insider* que tinha conhecimento de informação ainda não tornada pública. A decisão do colegiado da CVM foi no sentido de julgar improcedente a acusação de uso de informação privilegiada. O interessante dessa decisão é que o seu fundamento levou em conta uma análise das informações contidas nas respectivas demonstrações financeiras. Considerou-se que as demonstrações financeiras trimestrais não continham informação de cunho relevante, pois os resultados alcançados pela companhia nos dois últimos trimestres tinham sido “aproximadamente iguais, não havendo destaque de maior significado, e cumulativamente os resultados seguiam as previsões divulgadas pela própria companhia”. Com isso, não havia nenhuma informação que alterasse as expectativas dos investidores. Da mesma forma, foi analisado o comportamento dos preços das ações, que não permitiu concluir como sendo decorrente dos demonstrativos financeiros. Embora o indiciado tenha sido absolvido, mais uma vez, no teor da ata de julgamento houve registro de uma recomendação feita aos administradores para os cuidados a serem tomados quando negociassem com ações de emissão das respectivas companhias.

A caracterização da prática de uso de informações privilegiadas por parte de administradores (*insiders* primários) foi bem definida em diversas decisões. Numa das situações,⁷³ as investigações tiveram início em função de variação substancial na cotação das ações da Supergasbras no segundo semestre de 1978, acima do índice da bolsa de valores. Em outubro de 1978, a companhia tornou pública negociação que teve início em maio do mesmo ano, envolvendo a venda de dois imóveis, o que geraria um lucro elevado, superior ao lucro operacional. Verificando os negócios realizados no período, foi encontrada a participação de um integrante do Conselho de administração da companhia, que comprou ativamente ações de emissão da companhia antes da concretização da transação, e efetuou sua venda depois da divulgação da operação ao mercado. A decisão da CVM foi no sentido de aplicar ao acusado multa pecuniária e determinar que os vendedores das ações compradas pelo acusado fossem cientificados para, se quisessem, “fazerem valer seus direitos perante o poder judiciário”.

Em outro caso envolvendo *insiders* primários, dois administradores da Cimento Portland Mato Grosso S.A. foram condenados à penalidade de multa,⁷⁴ por terem participado de negociações que culminaram na alienação do controle da companhia a outra empresa (Cimento Santa Rita S.A.) e terem se utilizado de informações privilegiadas para adquirirem ações de minoritários, que ainda não haviam sido informados sobre tais negociações. Nos votos proferidos nesta decisão, enfatizando o fato de se tratar de um *insider* primário, a quem compete também tornar públicas as informações, consta mais um registro quanto à oportunidade de a CVM baixar uma instrução disciplinando a matéria, tratando dos fatos que seriam considerados relevantes, bem como dos usos indevidos de informações privilegiadas. Este normativo só foi efetivamente editado quase dois anos depois desse julgamento.

A evolução do entendimento da CVM quanto à aplicação de penalidades também se verificou de forma gradual. Merece destaque o caso envolvendo o julgamento de administradores da Acrilonitrila do Nordeste S.A. – Acrinor,⁷⁵ em que o indiciado, na qualidade de membro do Conselho de Administração, havia adquirido ações da companhia após a deliberação

societária que aprovou a distribuição de dividendo intercalar, mas antes da sua divulgação na imprensa. Os julgadores entenderam que ocorreu o uso de informação relevante, ainda não tornada pública aos vendedores das ações. Como todas as compras foram desfeitas pelo indiciado por meio de instrumento particular, esse ato foi visto como atenuante da sua responsabilidade disciplinar, o que acabou levando à aplicação da penalidade de advertência.⁷⁶

Ainda quanto aos parâmetros utilizados pela CVM para aplicação de penalidades, cita-se o caso envolvendo ações da Eluma S.A. Indústria e Comércio.⁷⁷ Trata-se de precedente que analisou negócios ocorridos entre setembro e outubro de 1981 por parte de administradores, em período anterior à divulgação, pela companhia, de sua associação a uma empresa canadense. Duas referências importantes foram feitas neste julgamento. Uma, quanto à interpretação do conceito de vantagem auferida, que “não abrange só o lucro obtido, mas também o prejuízo evitado, não havendo como se negar que não se obtém vantagem quando se reduzem custos”. A outra diz respeito à participação de terceiros (*tippees*) na prática de *insider trading*, que, após a vigência da Instrução CVM nº 31/1984, passaria a exigir a prova de que esse terceiro possuía participação consciente na prática do ilícito. Como resultado, a decisão foi no sentido de absolver um dos acusados e aplicar uma multa pecuniária ao outro acusado.

Por fim, neste período inicial, vale mencionar também uma negociação com ações da empresa Farol S/A Indústria Gaúcha de Farelos,⁷⁸ considerada uma decisão inaugural por parte da CVM, pois foi a primeira vez que a autoridade reguladora aplicou penalidade de alto vulto aos administradores envolvidos no uso de informações privilegiadas: 30% do valor, corrigido monetariamente, das operações de venda das ações. Essa penalidade decorreu de três enquadramentos: conhecimento de informação pelos administradores, ausência de divulgação de fato relevante e realização de negócios nesse período pelos administradores, ou seja, uso de informação privilegiada para benefício próprio. O que ocorreu foi que os administradores deixaram de divulgar perdas sofridas nos negócios da companhia em operações de *hedge*, no mercado de *commodities* da Bolsa de Chicago. Esses prejuízos não foram divulgados nem como fato relevante e nem dentro

das informações trimestrais disponibilizadas no período. Neste caso, a questão da diferenciação entre informações de mercado (*market information*) e informações sobre negócios da companhia (*inside information*) também foi objeto de apreciação. Tendo em vista que o sistema legal somente exigia a prestação de informações a respeito dessas últimas, entendeu-se que as informações sobre prejuízos sofridos pela companhia no mercado de *commodities* eram inequivocamente informações sobre seus negócios e, se relevantes, deveriam ser objeto de divulgação. Os prejuízos foram entendidos como relevantes, pois representavam a metade do lucro líquido obtido pela Farol S.A. no período. Adicionalmente, a CVM considerou que houve uso de informações privilegiadas pois, à época da venda, dois administradores da companhia já conheciam a situação econômico-financeira da empresa, que não tinha sido revelada ao mercado. Ocorreu que os administradores, de posse dessa informação relevante, venderam suas ações no mercado (de abril a maio de 1984) num preço considerado vantajoso. O prejuízo só se tornou público em fevereiro de 1985, com a divulgação das demonstrações financeiras anuais. Como um elemento adicional a justificar a penalização elevada, a empresa solicitou concordata preventiva em dezembro de 1984.

Se a experiência nos julgamentos de inquéritos administrativos por parte da autoridade reguladora passou a ter uma maior constância, não se percebeu, nesta segunda fase, a mesma evolução no Poder Judiciário.

3.5 | **POTENCIAL PAPEL DO PODER JUDICIÁRIO PARA FINS DE RESSARCIMENTO**

Apesar da legislação expressamente referir-se à possibilidade de acesso do Poder Judiciário para fins de ressarcimento de prejudicados pelo uso de informação privilegiada, não se verifica, neste período, forte judicialização do tema.⁷⁹

À época, sobre os poucos pleitos existentes no Poder Judiciário, Paulo de Sá indicava que uma das razões seria de ordem cultural. Para este autor:

acionistas brasileiros não estão habituados a ingressar em juízo para lutar por responsabilidade civil nos casos de falta de revelação de

informações pelos diretores, e irão procurar lucros em algum outro lugar com ou sem maior revelação dos negócios da empresa. Além do mais, a ideia de responsabilidade civil por insuficiência de informação e praticamente desconhecida no país e as cortes não estão familiarizadas com esta espécie de problema, não estão preparadas para aceitar este novo papel de artigo já “congelado” ou “cristalizado” pela doutrina e pela jurisprudência. Naturalmente, se esta ideia mais simples não foi ainda aceita e disseminada não podemos nem falar de responsabilidade civil por improbidade ou liberalidade excessiva ou por uso de informação interna em função do cargo. Claras e efetivas regras acerca da responsabilidade civil de diretores - nos casos de informações insuficientes ou tendenciosas deveriam ser criadas a fim de garantir os direitos dos investidores.⁸⁰

Note-se que tais observações foram formuladas antes da edição da Lei de S.A., que justamente trouxe toda a regulamentação a respeito da responsabilidade dos administradores.

Ainda com relação à baixa procura para as soluções judiciais, Eizirik aponta a dificuldade verificada na adequação dos objetivos da lei e sua aplicação, pelo Poder Judiciário:

por dois motivos: 1. pela pouca vivência em questões mais ligadas ao mercado de capitais; 2. pela inadequação das normas de direito substantivo referentes ao combate ao *insider trading* e a proteção aos investidores as normas do direito processual, que não absorve demandas de grupos, mas apenas individuais.⁸¹

Verifica-se, portanto, que, entre 1976 e 2001, o mercado brasileiro passa a ter regra específica e ampla que veda o uso informação privilegiada, bem como instituições trabalhando para a sua exigibilidade, seja com a atuação da CVM seja a partir do pleito perante o Poder Judiciário.

4.

TERCEIRA FASE (2001 ATÉ OS DIAS ATUAIS): COMPLEXIDADE DO SISTEMA E CRESCIMENTO DA ATIVIDADE PUNITIVA

4.1 | **CRIMINALIZAÇÃO E REFORÇO REGULATÓRIO**

Em meio a um movimento de maior proteção dos investidores no mercado de capitais brasileiro, em 2001 é concluída a reforma da legislação societária e de mercado de capitais. Um dos tópicos para os quais se viraram os holofotes foi o tema do uso de informação privilegiada. A modificação mais significativa ocorreu com a criminalização do *insider trading* para as pessoas com obrigação de manter sigilo da informação ainda não divulgada ao mercado, com previsão de pena de reclusão e multa. A nova norma⁸² tomou a seguinte redação, inserida dentro da Lei nº 6.385/1976:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenham 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: 1 a 5 anos de reclusão e multa de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A Lei nº 10.303/2001 também trouxe mais duas novas normas sobre uso de informação privilegiada fora do âmbito criminal. A primeira deu ênfase ao mandato legal da CVM de proteger os investidores contra o uso de informações privilegiadas, quando acrescentou a letra c, no item IV do artigo 4 da Lei nº 6.385/76, determinando expressamente que cabe à CVM:

Art. 4.

[...]

IV. proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra:

[...]

c) uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

Houve também alteração da Lei de S.A., por meio da Lei nº 10.303/2001, para deixar claro que o ilícito de utilização de informação privilegiada seria aplicável a qualquer pessoa que a ela tivesse acesso e não apenas às pessoas internas, ligadas à companhia. Isso ocorreu com o acréscimo do parágrafo 4º ao artigo 155:

Art. 155, parágrafo 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.

Esta regra reforçou a norma administrativa da CVM, que se encontrava prevista na Instrução CVM nº 31/1984.

No ano seguinte, em 2002, a CVM aprovou nova regulamentação sobre atos e fatos relevantes, acrescentando disposições que estabeleceram a proibição de negociação para os *insiders* em período anterior e posterior à sua ocorrência, com a edição da Instrução CVM nº 358/2002:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários da sua emissão, ou a eles referenciados.

Embora não diretamente relacionado com uso de informação privilegiada, e sim com o sistema informacional das companhias emissoras de valores mobiliários, pode-se dizer que a década iniciada em 2000 foi especialmente inovadora nesta matéria. Nesse sentido, cabe mencionar o aperfeiçoamento do conteúdo da informação gerada para o mercado pelas companhias, com a adoção de padrões internacionais, o que ocorreu por meio da Instrução CVM nº 400/2002, que trata do prospecto em oferta pública de valores mobiliários ao mercado e da Instrução CVM nº 480/2009, que adotou o denominado Formulário de Referência.

Em suma, a reforma de 2001 criminalizou a conduta do uso de informação privilegiada para as pessoas obrigadas a guardar sigilo da informação. Ficou, ainda, expresso que a CVM tinha competência e mandato legal para o ilícito de *insider* como forma de proteção do investidor. Adicionalmente, a reforma trouxe para o foro legal a amplitude do ilícito não só para os *insiders* primários, mas também para os secundários, o que já constava de norma administrativa e aparecia nas decisões de processos administrativos sancionadores da CVM.

4.2 | **PUNIÇÃO PELO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA VIA ADMINISTRATIVA**

4.2.1 | **Atividade punitiva da CVM**

A especificação do mandato da CVM de proteger os investidores contra o uso de informação privilegiada, expressamente referido no art. 4º da Lei nº 6.385/1976, encontra concretização na atividade do regulador do mercado de capitais a partir de 2001. Esta proteção se identifica na atividade de regulamentação, monitoramento e punição do mercado de valores mobiliários pela CVM. Assim, para conhecer e confirmar o sistema de aplicação e exigibilidade das regras que vedam o uso de informação privilegiada, abaixo são apresentados os resultados de pesquisa quantitativa e descritiva sobre a aplicação das regras que tipificam o ilícito do uso de informação privilegiada, por parte deste órgão, entre os anos de 2002 e 2015.⁸³

Os resultados descrevem como a CVM pune o ilícito de uso de informação privilegiada, por meio de processos administrativos sancionadores (PAS), de rito ordinário, julgados neste período.⁸⁴ A seguir são apresentados os dados sobre a atividade punitiva da CVM.

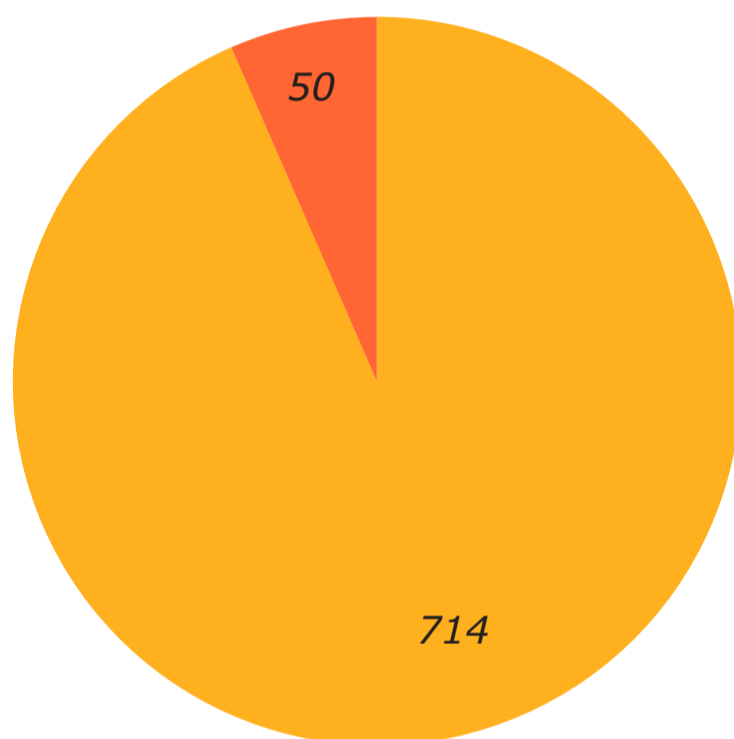
A) *INSIDER TRADING* NA ATIVIDADE PUNITIVA DA CVM

Dentro do período de 2002 a 2015, a CVM julgou 764 processos administrativos sancionadores em rito ordinário. Deste número, 50 casos envolviam o ilícito de *insider trading*, representando em torno de 7% da atividade punitiva do regulador do mercado de valores mobiliários, conforme os

números do Gráfico 2. O número pode parecer modesto, mas, se for levado em conta que dentre todos os temas que estão sob a competência regulatória da CVM o ilícito relativo ao uso de informação privilegiada aparece em pelo menos 7% dos casos julgados, é possível afirmar que ele não é uma “nota de rodapé” na atividade punitiva do regulador.

GRÁFICO 2

TEMÁTICA DOS PAS CVM JULGADOS, NO PERÍODO DE 2002-2015



■ CASOS JULGADOS NA CVM SOBRE OUTROS ILÍCITOS*

■ CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS NA CVM*

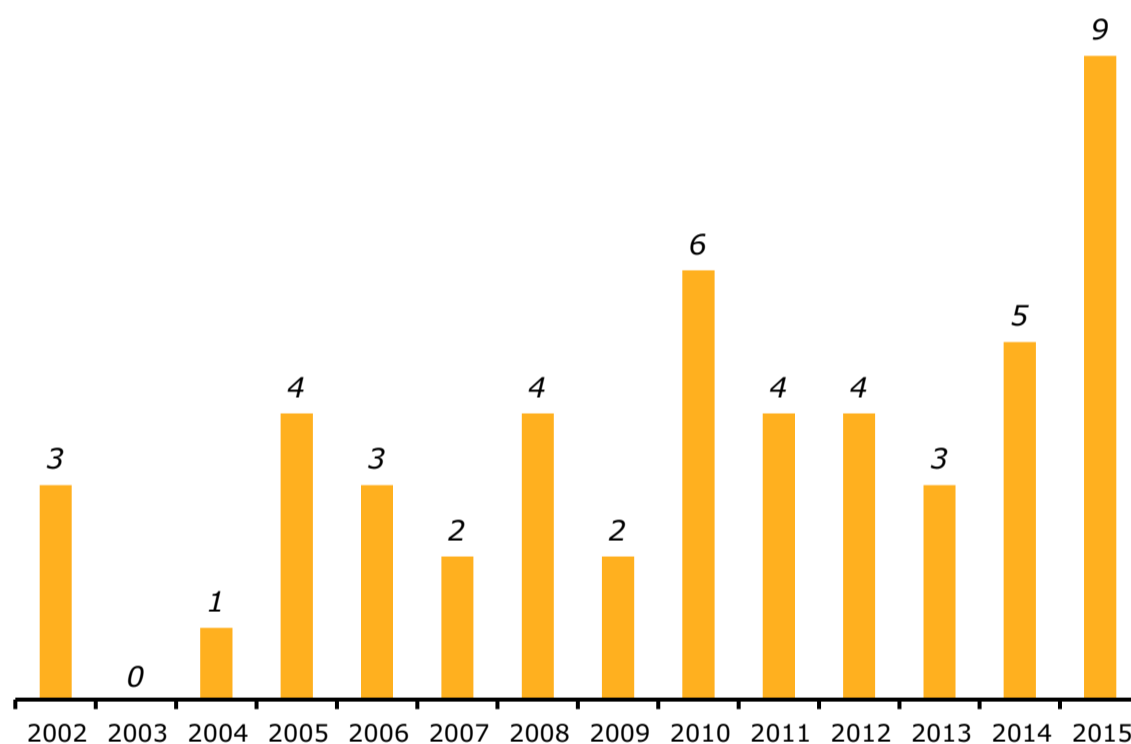
* Rito ordinário

FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Observando o número de processos julgados anualmente pela CVM envolvendo uso de informação privilegiada, é possível perceber que não há variações relevantes no tempo. A CVM julga entre dois e quatro casos de *insider trading* por ano, com exceção de 2003 e 2004 (abaixo do padrão) e 2010, 2014 e 2015 (acima do padrão), conforme o Gráfico 3.

GRÁFICO 3

NÚMERO DE CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO NA CVM, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Se comparado com o período anterior, de 1976 a 1999 (Gráfico 1), verifica-se que, a partir de 2004, os casos julgados de uso de informação privilegiada aparecem ao menos uma vez por ano. No período entre 2002 e 2009, são, em média, três casos julgados por ano, com exceção do ano de 2003. No intervalo entre 2010 e 2015, a ocorrência de processos envolvendo o ilícito torna-se mais constante e apresenta números mais expressivos.

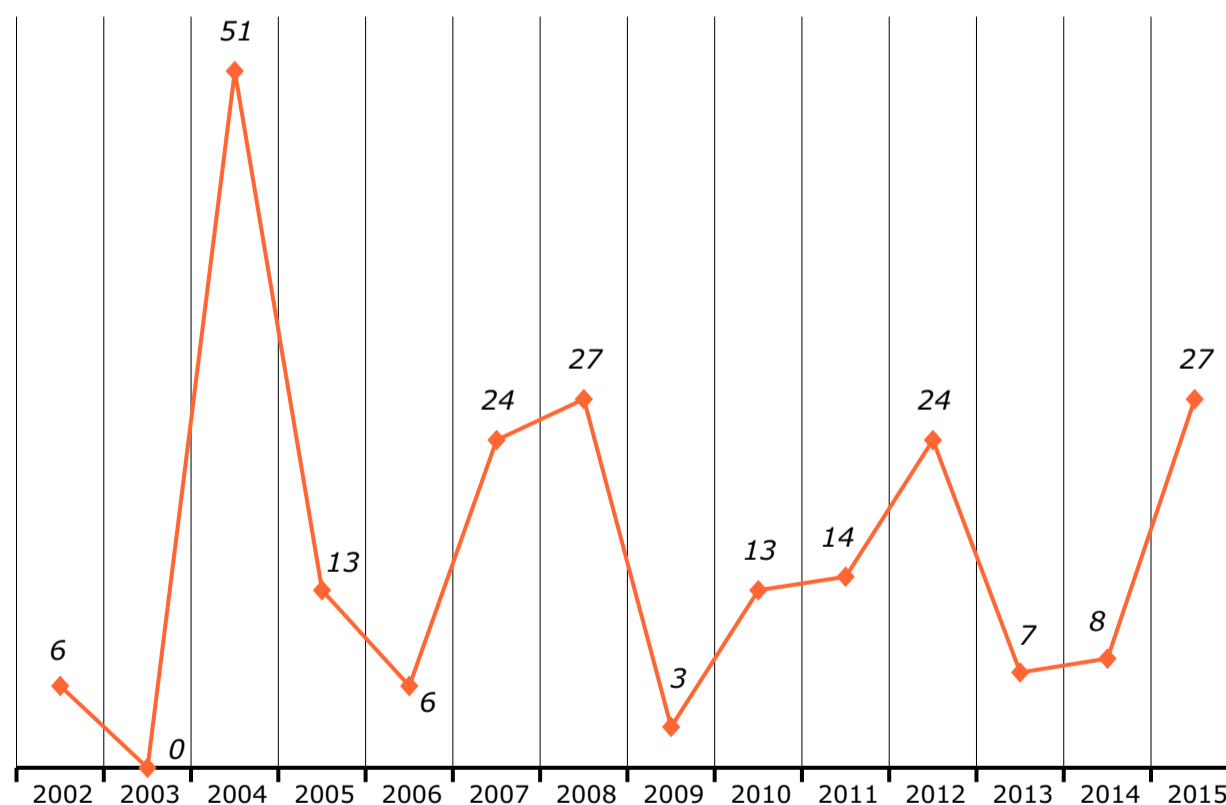
Efetivamente, nesse período, são julgados no mínimo três casos por ano, apresentando um pico de nove casos julgados em 2015. O ilícito de uso de informação privilegiada sempre se fez presente nos julgamentos dos processos administrativos sancionadores da CVM, portanto, pode-se afirmar que é matéria de preocupação constante por parte do regulador.

B) SUJEITOS INVESTIGADOS NOS PAS DA CVM

Ao total, no período levantado, foram 223 indiciados pelo uso de informação privilegiada. Verifica-se que a distribuição destes indiciados pelos anos é irregular, conforme demonstra o Gráfico 4, situação esta que merece duas considerações.

GRÁFICO 4

NÚMERO TOTAL DE INDICIADOS POR *INSIDER TRADING* ANUALMENTE, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

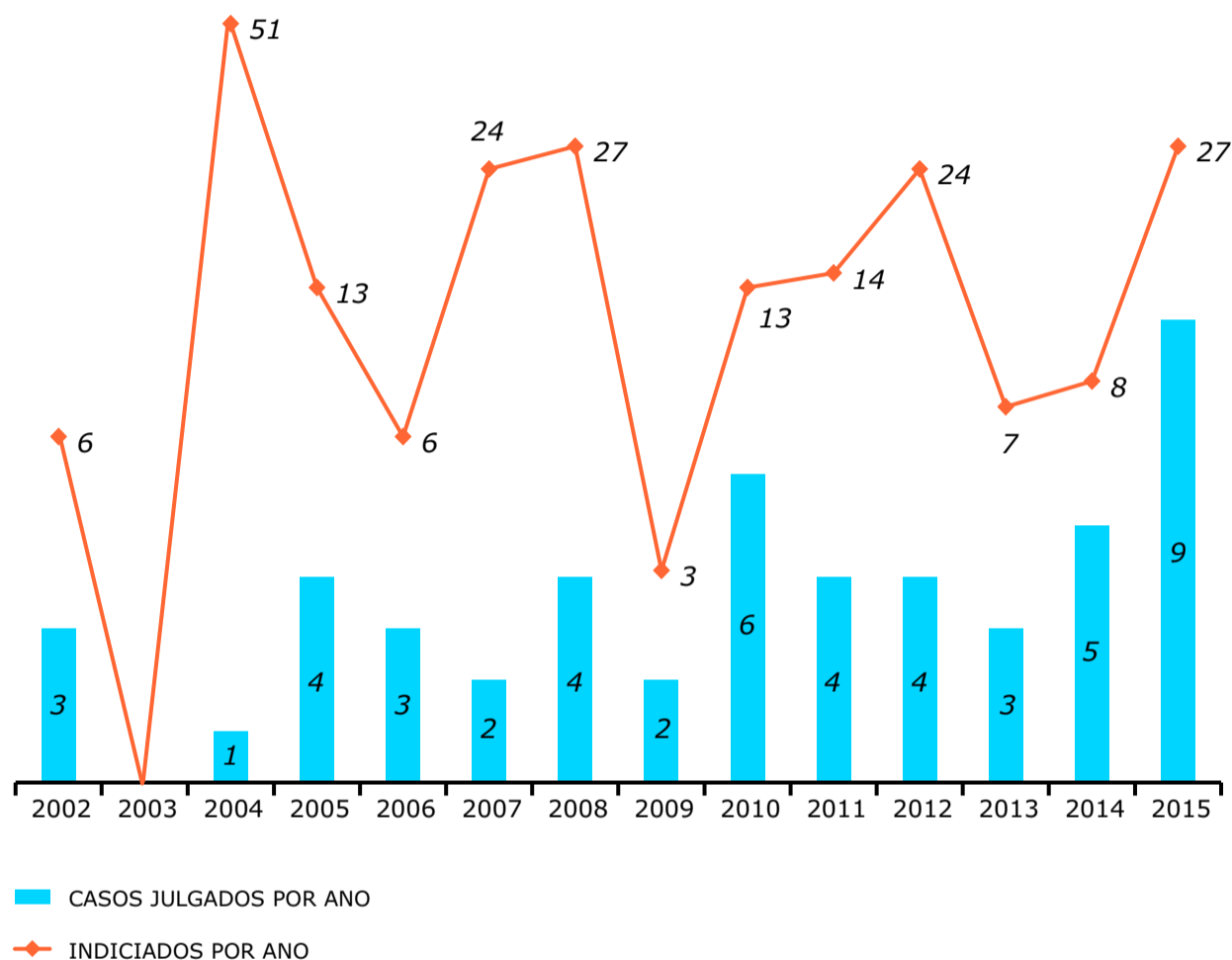
Primeiro, com destaque para os anos de 2003 e 2004, há uma escalada vertiginosa de nenhum indiciado para 51 pessoas envolvidas no ilícito de uso de informação privilegiada. Se atentarmos para o Gráfico 3, podemos constatar que 2004 teve apenas um caso, o PAS CVM nº 18/2001,⁸⁵ ou seja, houve um único caso com 51 indiciados.

Situações como esta podem decorrer das características dos casos ou do padrão de indiciamento da CVM. Se várias pessoas associadas entre si ou relacionadas na mesma operação forem acusadas de cometer o ilícito do uso de informação privilegiada, serão vários os indiciados no mesmo processo.⁸⁶ Pode existir também situação contrária, se forem poucas pessoas suspeitas ou apenas um *insider*, então o número de indiciados será menor.⁸⁷

A segunda consideração acerca da irregularidade da distribuição anual dos indiciados é relativa ao padrão de indiciamento praticado pela CVM. Se aglutinarmos os dados dos Gráficos 3 e 4, teremos o resultado trazido no Gráfico 5.

GRÁFICO 5

NÚMERO DE CASOS E INDICIADOS POR *INSIDER TRADING*, NO PERÍODO DE 2002-2015
(EM ESCALA LOGARÍTMICA)



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Analisado o período de 2010-2015, verifica-se uma maior frequência e constância no número de casos julgados por ano, que parte do mínimo de três (no ano de 2013) e chega ao número máximo de nove (no ano de 2015). Entretanto, cabe notar que o número de indiciados por ano não é tão alto quanto no período anterior, 2002-2009. Por exemplo, no ano de 2014 foram cinco casos julgados e oito indiciados, enquanto que, no período antecedente, no ano de 2007, em apenas dois casos, temos 24 indiciados ou, ainda, em 2008, são 18 os indiciados dentro de três casos. É factível, portanto, argumentar que, relevado o fator do acaso que pode aglutinar

vários acusados da prática dentro do mesmo processo, se os mesmos tiverem supostamente cometido o ilícito em conjunto, os PAS da CVM passaram a adotar um padrão de indiciamento com um número menor de indiciados por processo.

Após tais considerações sobre o indiciamento de suspeitos de uso de informação privilegiada, parece relevante verificar quem são estes indiciados, já que é sabido que a informação confidencial pode ser usada por diferentes agentes que ocupam diversas posições em relação à companhia emissora. Para obter uma visão sobre a posição destes agentes, dividimos os indiciados em três categorias: internos, externos e mercado.

O grupo dos internos abriga aqueles indiciados que possuem vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados e se utilizam de informações privilegiadas. São seus acionistas, administradores e funcionários. Em outra denominação, seriam os chamados *insiders* primários.

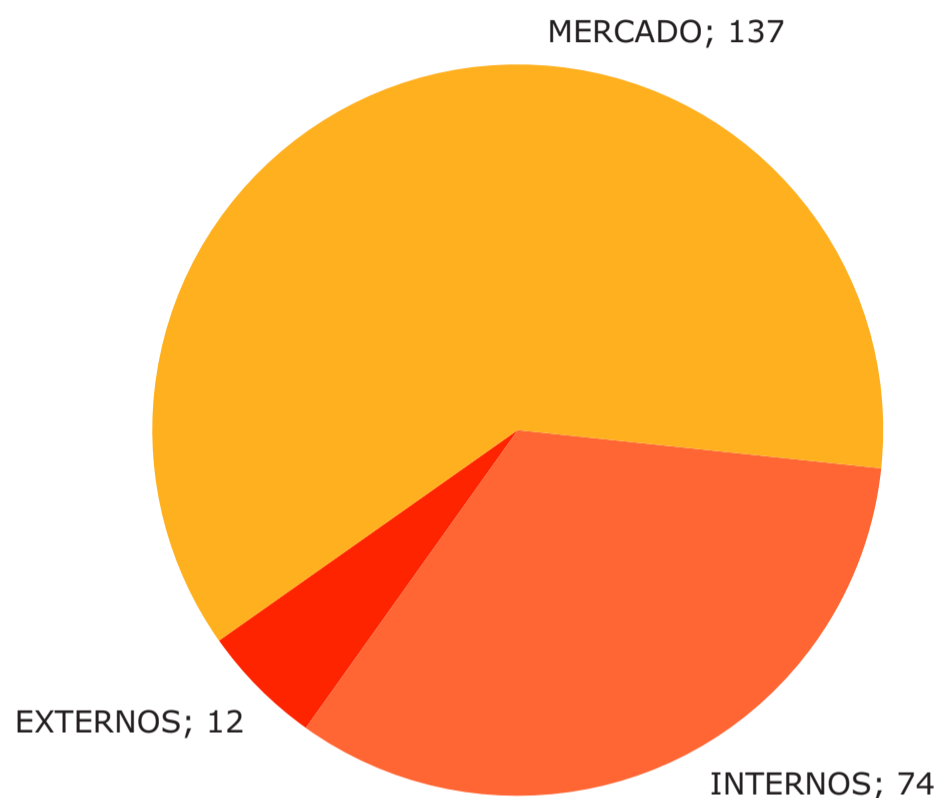
O grupo dos externos é formado por profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora e que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada. Por exemplo, o advogado que auxilia a compra ou venda do controle de uma companhia ou, ainda, consultores que ajudam no planejamento das operações. Considerando que os alocados nesta categoria têm relação profissional direta com a informação relevante, também seriam chamados de *insiders* primários.

Por fim, os agentes de mercado ou secundários constituem um grupo residual e abriga aqueles sujeitos que não são internos ou externos, mas agentes de mercado que de alguma forma obtém e utilizam a informação privilegiada. Por exemplo, investidores de bolsa ou corretoras de valores.

Os 187 indiciados, no período, pelo uso de informações privilegiadas distribuem-se nas três categorias de acordo com o Gráfico 6.

GRÁFICO 6

DISTRIBUIÇÃO DOS INDICIADOS POR *INSIDER TRADING* EM TRÊS CLASSIFICAÇÕES, NO PERÍODO DE 2002-2015



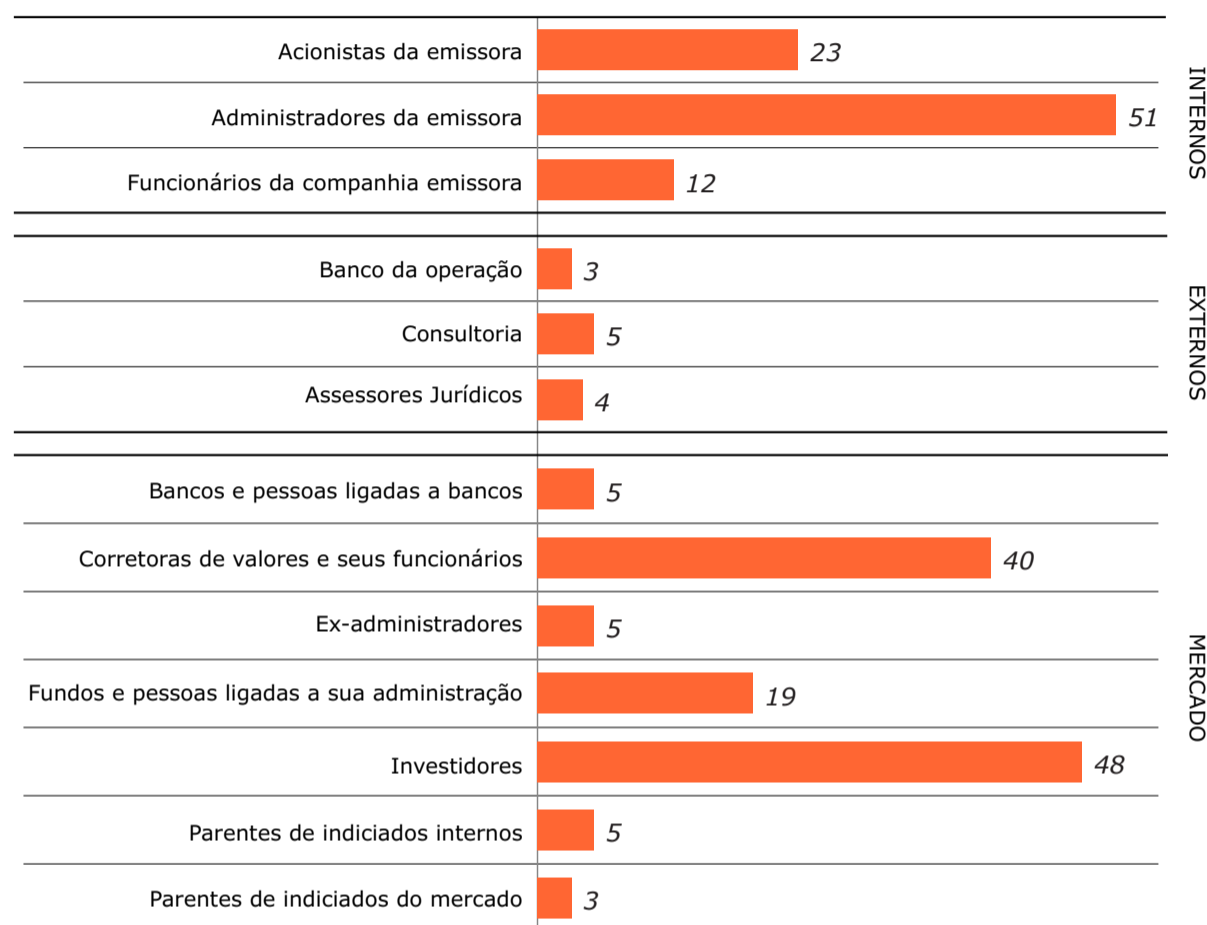
FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Os dados da pesquisa revelam que é notável a presença dos agentes de mercado, pois eles representam quase dois terços do total dos indiciados nos processos sancionadores da CVM. Os demais têm presença significativa dos internos e uma fatia bem menos expressiva dos externos.

É possível descer ainda em mais detalhes, trabalhando dados sobre quais tipos de atores compõem as três categorias de *insiders*, para então analisar quem, pelo menos supostamente, se utiliza de informações privilegiadas e tem ficado sujeito a indiciamento pela CVM. O Gráfico 7 cuida deste detalhamento, listando os indiciados dentro de cada uma das três categorias.

GRÁFICO 7

DISTRIBUIÇÃO DOS INDICIADOS POR *INSIDER TRADING* A PARTIR DAS TRÊS CLASSIFICAÇÕES (INTERNOS, EXTERNOS E MERCADO), NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Com relação aos internos, os administradores das companhias emissoras somam a maior parte dos indiciados, os acionistas aparecem em número bastante expressivo e, em menor quantidade, os funcionários da emissora fecham a lista.

No grupo dos externos, os prestadores de serviços ligados à informação relevante aparecem em menor número se comparado com as demais categorias de indiciados. Dentre estes, analisando os casos, verifica-se que se trata de cinco indiciados ligados a serviços de consultoria, quatro que foram

contratados pela emissora para trabalhos jurídicos e três vinculados ao banco que viabilizou a operação geradora da informação relevante.

O destaque quantitativo dos dados fica por conta dos agentes de mercado. Investidores e corretoras de valores e seus funcionários representam dois terços dos indiciados do mercado. Os fundos e pessoas ligadas à sua administração também mostram uma presença expressiva. Ex-administradores da companhia emissora, bancos e pessoas a ele ligadas, parentes de internos e de integrantes do mercado indiciados fecham a categoria.

C) PUNIÇÃO OU ABSOLVIÇÃO

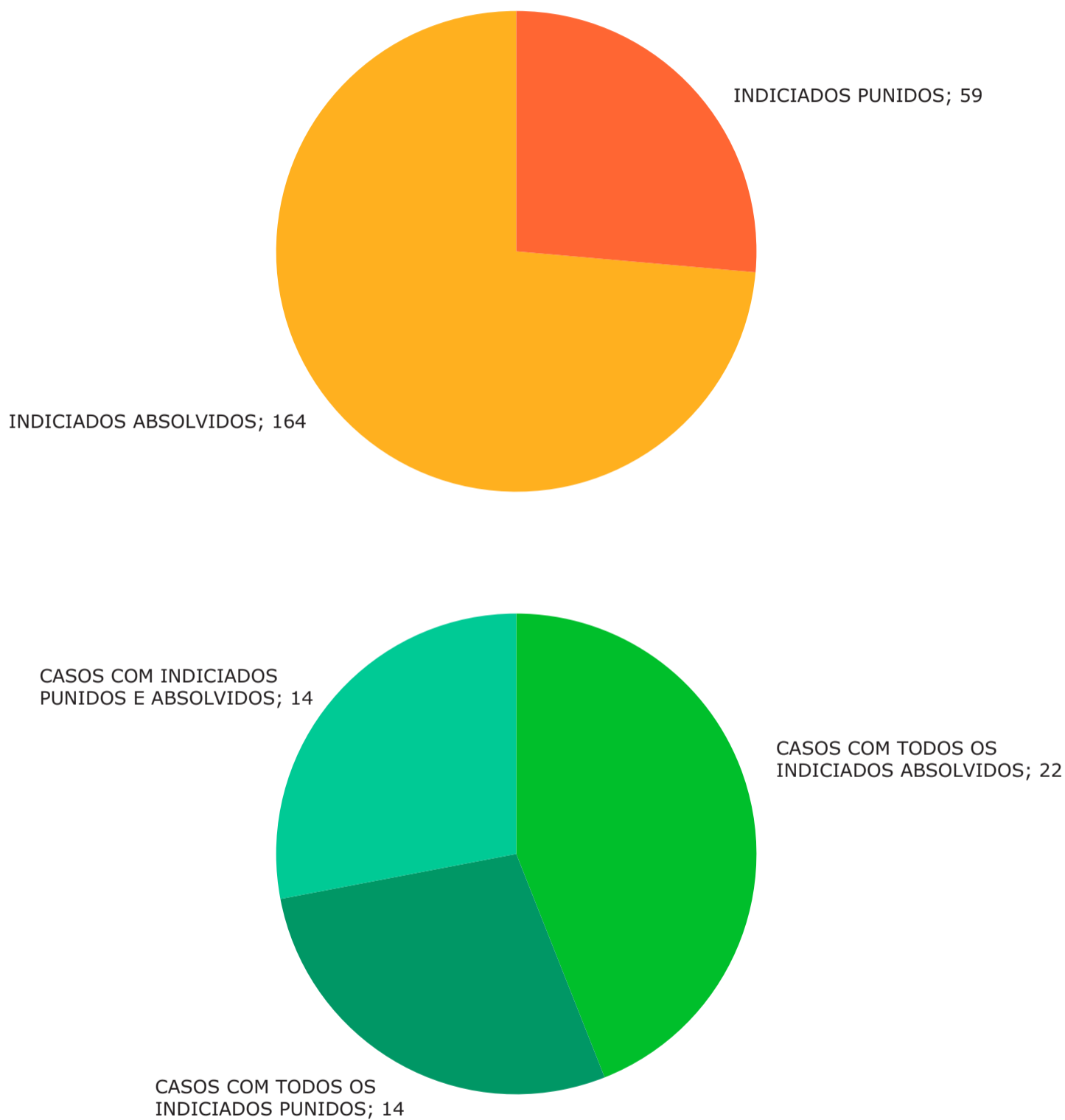
Um dado importante a ser apresentado diz respeito ao resultado final dos julgamentos procedidos. Do total de 223 indiciados pela utilização de informações privilegiadas, 59 foram punidos e 164 absolvidos, conforme o Gráfico 8. A punição obedece, portanto, a uma taxa de 35% dos indiciados. O grande número de absolvidos não indica necessariamente que a punição do ilícito é negligenciada pelo regulador. Este dado deve ser analisado em conjunto com o padrão de investigação da CVM, de incluir vários indiciados no polo passivo de cada processo no período entre 2002 e 2009, conforme argumentado na seção anterior, com o auxílio do Gráfico 5.

A baixa proporção de punidos ainda deve ser relativizada à luz de casos como o PAS CVM nº 18/2001,⁸⁸ de 2004, em que constaram 51 indiciados, dos quais 49 foram absolvidos.

Outra maneira interessante de analisar os dados é a verificação da punição e absolvição dentro do mesmo caso. No total dos 50 processos administrativos, temos que em 22 casos todos os indiciados foram absolvidos, em 14 PAS houve indiciados punidos e absolvidos, e em 14 julgados todos os indiciados foram punidos, conforme a distribuição do Gráfico 8. Com esta informação, é possível afirmar que em quase metade dos casos (44%) todos os indiciados foram absolvidos. Numa leitura oposta, verifica-se que, em 28% dos casos, todos os indiciados foram punidos, e, ainda, que em 28% há indiciados punidos e absolvidos.

GRÁFICO 8

PUNIÇÃO E ABSOLVIÇÃO, INDIVIDUALMENTE E POR CASOS, NO PERÍODO DE 2002-2015

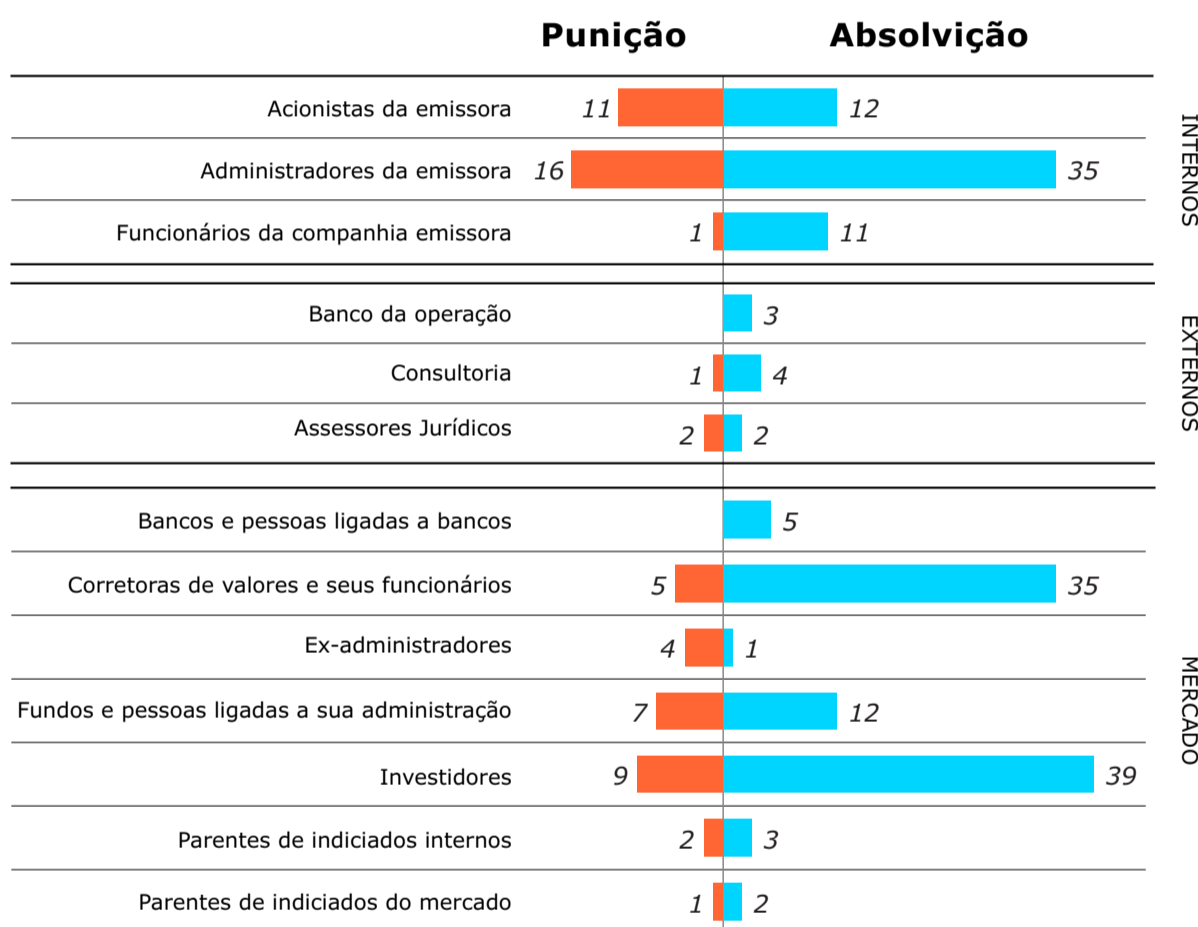


FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Se buscarmos saber mais detalhes sobre quem são os sujeitos que sofreram as aplicações das sanções, temos o resultado demonstrado pelo Gráfico 9, organizado de acordo com as categorias de internos, externos e mercado, subdivididas pelos agentes que as compõem.

GRÁFICO 9

DISTRIBUIÇÃO DAS PUNIÇÕES E ABSOLVIÇÕES PELOS AGENTES, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Com relação aos internos, o destaque é dos administradores de companhias, com 16 condenações. Por seu lado, o grupo dos externos não tem bancos punidos, diferentemente dos assessores jurídicos, com dois punidos

entre quatro ocorrências, e dos indiciados provenientes de serviços de consultoria, em que apenas um foi punido.

Como demonstrado pelo Gráfico 9, o maior número de indiciados está nos sujeitos advindos do mercado: são 137 no total. O destaque fica por conta das absolvições. Dos 48 investidores indiciados, 39 foram absolvidos, dos 40 sob a categoria de corretoras de valores e seus funcionários, somam 35 os absolvidos. Contrariando esta lógica, mas com números mais baixos, merecem atenção os ex-administradores, com quatro condenações e apenas uma absolvição.

D) PUNIÇÃO: MULTA COMO PENALIDADE MAIS FREQUENTE

Para enriquecer a análise dos resultados é interessante olhar a distribuição das punições ao longo dos anos, dado acessível pelo Gráfico 10. De 2002 até 2006, as punições aplicadas pela CVM aos indiciados foram praticamente constantes, com baixa variação no número de casos julgados. Houve dois indiciados punidos por ano, com exceção de 2003.

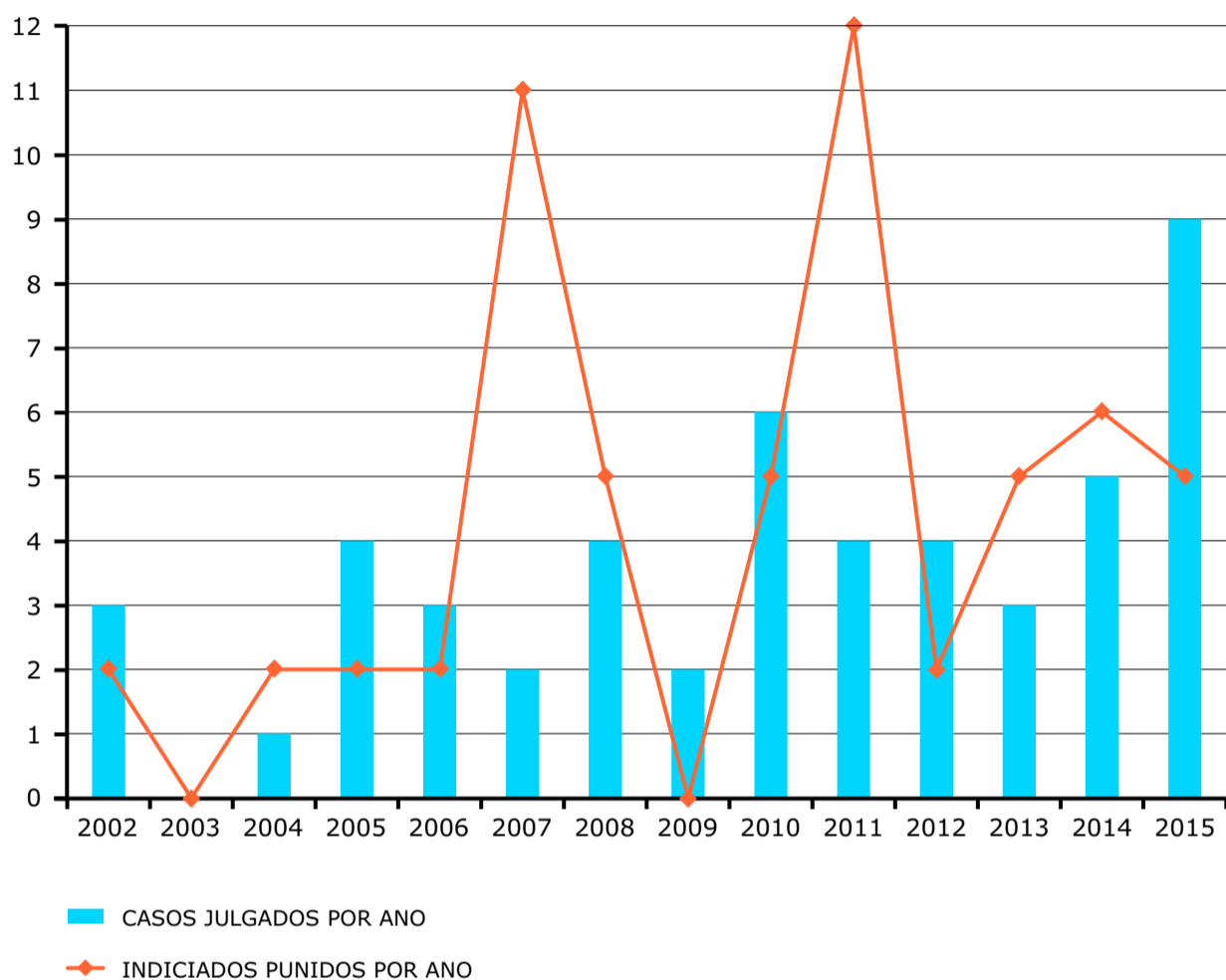
No ano de 2007, um caso puxa as estatísticas para cima. Trata-se do PAS CVM nº 22/2004,⁸⁹ no qual sete indiciados foram condenados. O ano de 2008 retoma o padrão e 2009 passa sem nenhuma punição, apesar dois casos julgados.

A partir de 2010, é perceptível um aumento da média de casos julgados e indiciados punidos por ano. Em 2010 foram seis casos julgados, com a punição de cinco indiciados. Em 2011, com quatro casos julgados, foram 12 os indiciados punidos, entretanto, este último número merece a consideração de que em apenas um caso, o PAS CVM nº 13/2009,⁹⁰ foram dez indiciados punidos.

Também com quatro casos julgados, o ano de 2012 teve dois indiciados punidos. Em 2013, os três casos julgados fizeram cinco indiciados punidos, em 2014, foram cinco casos e seis indiciados punidos e, por fim, com notável aumento de casos, o ano de 2015 trouxe nove casos, com cinco indiciados punidos.

GRÁFICO 10

DISTRIBUIÇÃO DAS PUNIÇÕES POR *INSIDER TRADING*, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Uma observação mais elaborada pode surgir se dividirmos o período mais uma vez entre 2002-2009 e 2010-2015. Excluídos os resultados iguais a zero dos anos de 2003 e 2009 e o pico causado pelo PAS CVM nº 22/04, julgado em 2007, o intervalo 2002-2009 produziu em média 2,8 indiciados punidos por ano. Já o intervalo 2010-2015, excluído o resultado atípico do PAS CVM nº 13/09, gerou uma média de 4,16 punidos por ano. Portanto, no segundo período já é observável um crescimento na punição dos indiciados pela prática de *insider trading*.

Ainda relativamente ao período 2010-2015, há maior constância na frequência de casos julgados e nos resultados de julgamento da matéria

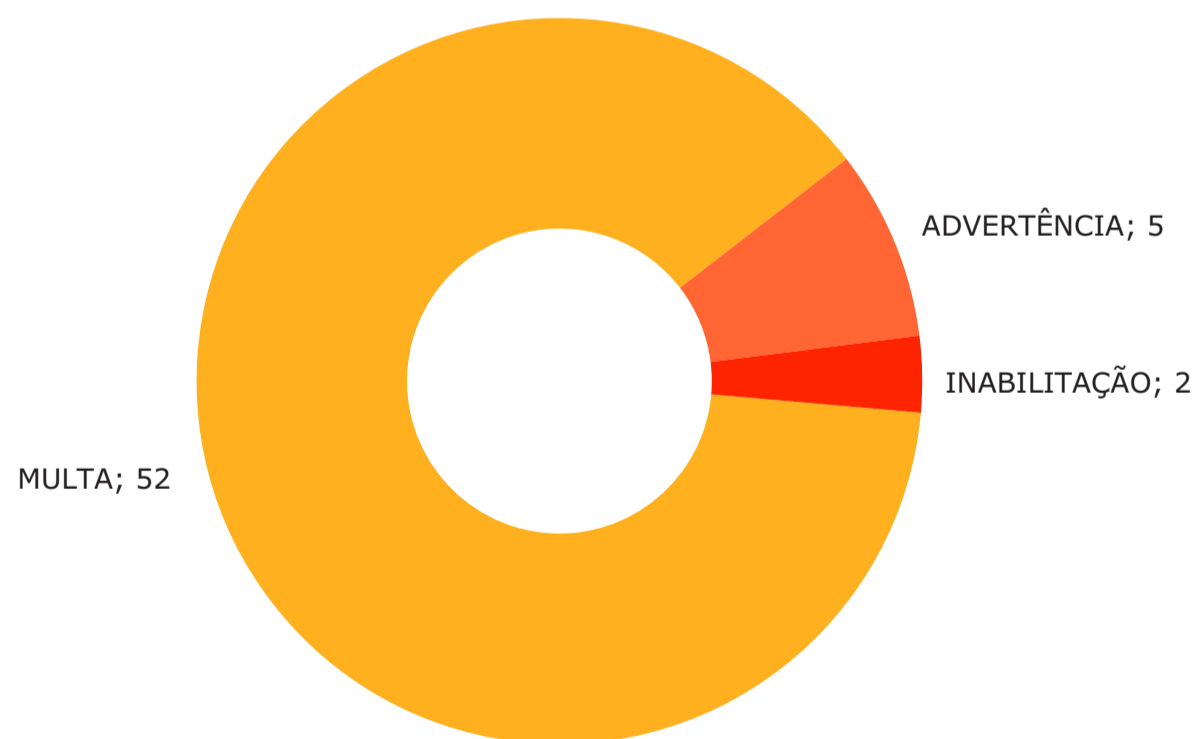
pelo órgão regulador. Isto porque foram, no mínimo, três casos julgados por ano e, em todos estes anos, houve sempre indiciados que foram punidos pelo ilícito.

Acerca das penalidades aplicadas, no exercício da sua atividade punitiva, a CVM tem um cardápio de penalidades que pode aplicar, previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385 de 1976.⁹¹ As possibilidades compreendem: advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades.

Daqueles 59 indiciados punidos pela prática de *insider trading*, mostrados no Gráfico 8, 52 foram multados, cinco advertidos e dois inabilitados temporariamente, conforme a distribuição do Gráfico 11.

GRÁFICO 11

DISTRIBUIÇÃO DAS PUNIÇÕES POR *INSIDER TRADING*, POR TIPO, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Nos ilícitos de uso de informação privilegiada verifica-se que, das possibilidades trazidas pela lei, multa, advertência e inabilitação foram as únicas penalidades aplicadas. As multas representam mais de 88% do total das punições aplicadas, as advertências recaíram, em sua maioria, sobre os indiciados provenientes do mercado e as duas inabilitações foram aplicadas a dois administradores, pelo período de cinco anos.

E) CRITÉRIO PARA O CÁLCULO DO VALOR DAS MULTAS

Sendo a multa a modalidade predominante dentre as punições aplicadas, é interessante buscar compreender a atribuição de seus valores. Para tanto, podemos partir dos critérios previstos no artigo 11, parágrafo 1º, da Lei nº 6.385/1976:

Art. 11.

[...]

§ 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

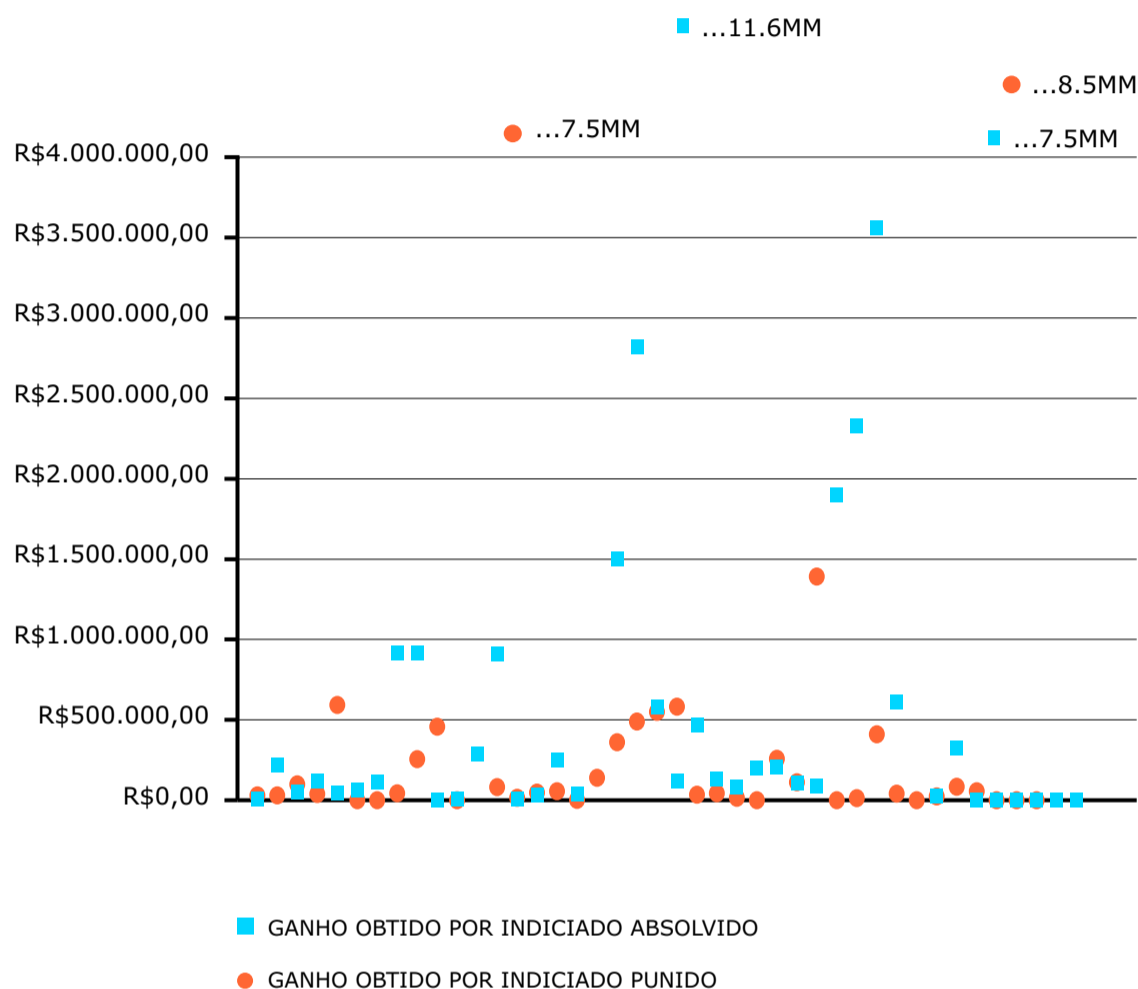
III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

O parágrafo primeiro transcrito acima atribui aos seus três incisos o estabelecimento de um teto máximo para o estabelecimento do valor da multa. O inciso “I” traz um número fechado, o qual só poderá ser excedido se o caso preencher as condições dos incisos “II” ou “III”, e estes dependem dos valores envolvidos na operação a qual suscitou o indiciamento do acusado.

Vejamos que parâmetros seguiu o regulador na aplicação da pena pecuniária. No universo de 233 indiciados pela prática de *insider trading*, houve indicação expressa do valor do ganho obtido ou do prejuízo evitado com a operação para 82 indiciados, o que permite um conhecimento mais detalhado dos valores envolvidos na prática do ilícito, conforme o Gráfico 12.

GRÁFICO 12

DISTRIBUIÇÃO DOS INDICIADOS PUNIDOS E ABSOLVIDOS PELA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING* DE ACORDO COM O VALOR DO GANHO OBTIDO OU DO PREJUÍZO EVITADO, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

O destaque quantitativo deste dado fica por conta da concentração dos indiciados, punidos ou absolvidos, na primeira faixa de valor. Daqueles 82 indiciados, 59 (71%) obtiveram lucro ou evitaram sofrer prejuízo no valor de até R\$ 500 mil. As operações de maior monta, com estimativas de ganho obtido ou prejuízo evitado acima de R\$ 1 milhão, são bem menos numerosas. Do universo de 82 indiciados são dez (12,1%) aqueles que superam esta marca, e destes, apenas três foram punidos pela prática de *insider trading*.

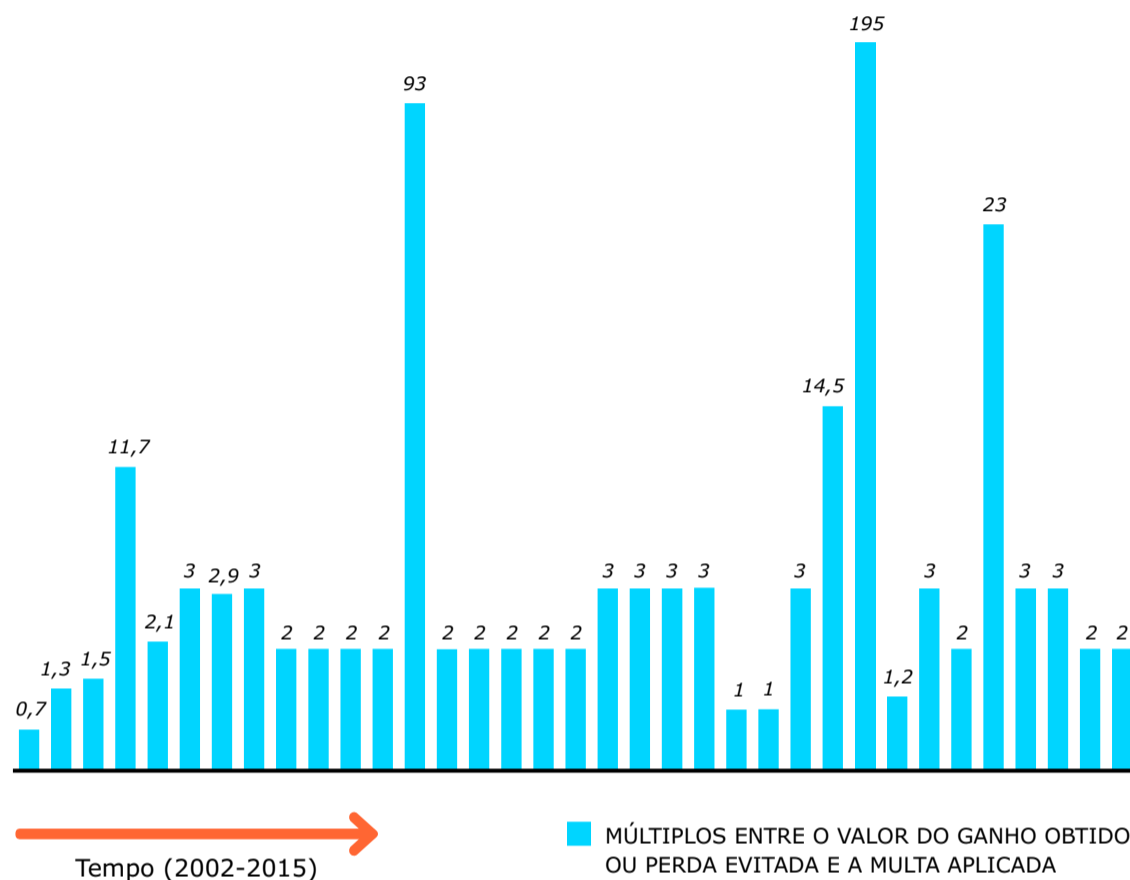
Quatro casos são absolutos destaques de valor, todos eles com estimativas de ganho que superam R\$ 7,5 milhões. Nos julgados do PAS CVM RJ2009/13459⁹² e do PAS CVM nº 11/2009,⁹³ os indiciados foram punidos com multa. De outro lado, no PAS CVM nº 15/2010,⁹⁴ que apresenta a maior estimativa de valor de ganho obtido dentre todos os julgados, superando os R\$ 11,6 milhões, o indiciado foi absolvido, a mesma decisão tomada pelo colegiado no PAS CVM nº RJ2013/11654.⁹⁵

De posse de um panorama dos valores de ganho obtido ou prejuízo evitado, tal como visto no Gráfico 12, é possível analisar como o valor da multa relaciona-se com eles. Dentre os 52 indiciados punidos com multa pela utilização de informações privilegiadas, verifica-se que 35 deles tiveram o ganho da operação ou o prejuízo evitado estimados no curso do processo administrativo, já nas outras 17 situações não consta esta informação.

Ao dividir o valor da multa aplicada pelo montante do ganho estimado ou do prejuízo evitado, é possível encontrar uma razão entre os valores, respondendo a quantas vezes o valor da multa aplicada é maior do que o ganho obtido ou o prejuízo evitado com a operação. Para uma melhor visualização, o resultado é demonstrado no Gráfico 13.

GRÁFICO 13

RELAÇÃO ENTRE GANHO OBTIDO OU PREJUÍZO EVITADO E A MULTA APLICADA, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Ao longo do tempo, a razão entre multa aplicada e ganho obtido ou prejuízo evitado tendeu a se estabilizar em duas ou três, quer dizer, a multa correspondeu entre duas ou três vezes o valor ganho ou prejuízo evitado com a operação. Verifica-se, portanto, que dentre as três opções legais (constantes do parágrafo 1º do artigo 11 da Lei nº 6.385 de 1976), a CVM tende a optar pelo critério baseado no ganho obtido ou perda evitada pela operação.

Cinco são as exceções extremas, situações nas quais, ao calcular o valor da multa, o regulador não utilizou o critério baseado no ganho obtido ou prejuízo evitado, mas sim o critério que lhe permite aplicar pena pecuniária de até R\$ 500 mil.

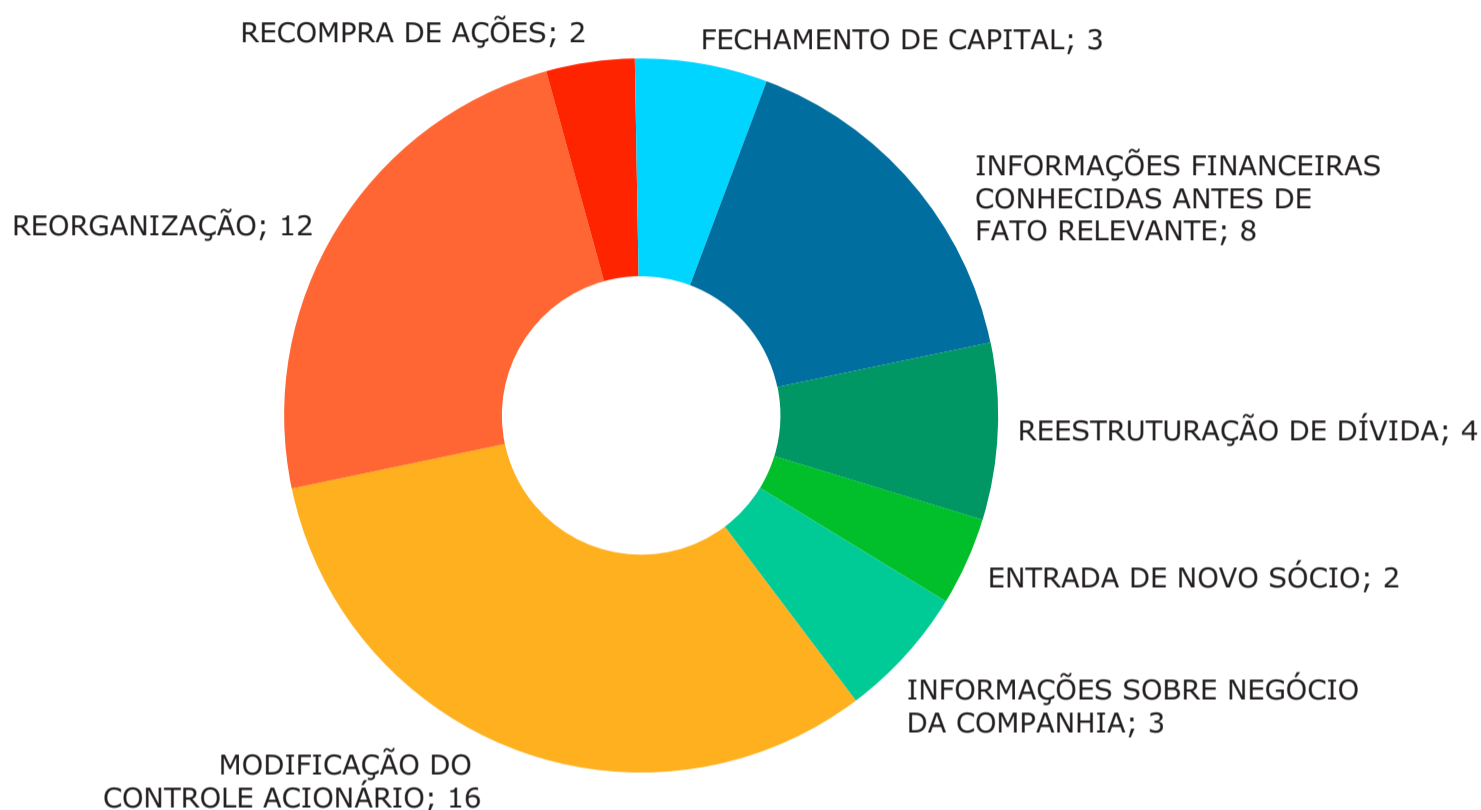
No primeiro, com razão na marca de 11,7, no PAS CVM nº 07/2007,⁹⁶ o indiciado era um acionista integrante do bloco de controle, recebeu uma multa de R\$ 500 mil e tinha obtido um ganho de R\$ 42 mil. A razão de 93 está no PAS CVM nº 13/2009,⁹⁷ caso em que o gerente de tesouraria da companhia emissora obteve um lucro de aproximadamente R\$ 2 mil, com imposição de multa no valor de R\$ 200 mil. Há duas exceções, com razão 14,5 e 195, que tratam de julgados de 2014 com origem nos PAS CVM nº RJ2013/2714⁹⁸ e nº 23/2010,⁹⁹ respectivamente. Ambos eram investidores de mercado e foram multados em R\$ 200 mil, o primeiro obteve ganho próximo de R\$ 1 mil, o outro, próximo dos R\$ 13 mil. Por fim, em julgado de 2015, oriundo do PAS CVM nº RJ2011/3823,¹⁰⁰ o administrador da companhia evitou perda de R\$ 24,5 mil e sofreu multa de R\$ 600 mil.

Dentre os 52 indiciados punidos com multa, o maior valor aplicado superou os R\$ 22 milhões, no PAS CVM nº RJ2009/13459,¹⁰¹ neste caso, tal valor deriva de um ganho estimado em R\$ 7,5 milhões, e o critério utilizado foi o de três vezes o valor do ganho obtido. Na situação extrema, verificou-se que a menor multa aplicada foi de R\$ 1.340, no PAS CVM nº 22/2004,¹⁰² sem estimativa de ganho obtido ou prejuízo evitado.

F) TIPO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA UTILIZADA DE MANEIRA ILÍCITA
Sabe-se que o ilícito de *insider trading* envolve o conhecimento e utilização de informação não disponível no mercado, capaz de provocar oscilação no valor dos ativos. O estudo dos PAS CVM permite mergulhar nesse importante fato gerador, acessando-se as categorias de informações cuja utilização foi imputada aos indiciados. No âmbito dos 50 casos estudados, as informações que geraram indiciamento são mostradas no Gráfico 14.

GRÁFICO 14

INFORMAÇÕES CUJA UTILIZAÇÃO FOI IMPUTADA AOS INDICIADOS, RESULTADOS POR CASO, NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

A categoria mais comumente percebida é a de alterações na estrutura de capital das companhias, por meio da modificação do controle acionário, reorganização societária, fechamento de capital ou recompra de ações, que somam 33 dos 50 julgados, ou seja, 66% do total de casos.

Outras informações que aparecem pontualmente são informações financeiras conhecidas antes da divulgação de fato relevante, com oito casos, e, ainda, notícias sobre reestruturação de dívidas, com mais quatro casos, a modificação da estrutura de capital da companhia, com a entrada de novos sócios, com dois casos e, por fim, informações sobre novos negócios da companhia, três casos. Verifica-se, de plano, que todas estas situações não

são nada diferentes daquelas constantes nas primeiras decisões julgadas pela CVM nas décadas de 1980 e 1990.

Mas as decisões proferidas no PAS não são definitivas. Vale lembrar que, no Brasil, as decisões punitivas da CVM podem ser reanalisadas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN. No próximo item deste trabalho, são apresentados dados sobre como e quando o Conselho modifica as decisões da CVM.

4.2.2 | Segunda instância: CRSFN

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), também conhecido como “Conselhinho”, é a última instância administrativa decisória dos ilícitos praticados nos mercados financeiros e de valores mobiliários brasileiro.

A segunda instância administrativa existe desde 1964, quando era de competência do CMN. Nesta época, cabia ao Banco Central do Brasil (BACEN) regular, fiscalizar e punir os ilícitos no mercado de valores mobiliários. Com a criação da CVM, em 1976, o CMN passou a ser competente para rever decisões tanto do BACEN quanto da CVM. Diante da constatação da necessidade de o CMN concentrar seus esforços na sua principal função de formular a política monetária e de câmbio, em 1985, foi criado o CRSFN como órgão especializado com competência para analisar as decisões do BACEN e da CVM, de punir ou absolver agentes e instituições do mercado de valores mobiliários.

Ao longo da sua existência, suas competências foram sendo alteradas. Atualmente, o CRSFN configura-se como órgão competente para rever as decisões das seguintes instituições: além do BACEN e CVM, também as decisões proferidas pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil S.A. (CACEX) e pelo Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF.¹⁰³

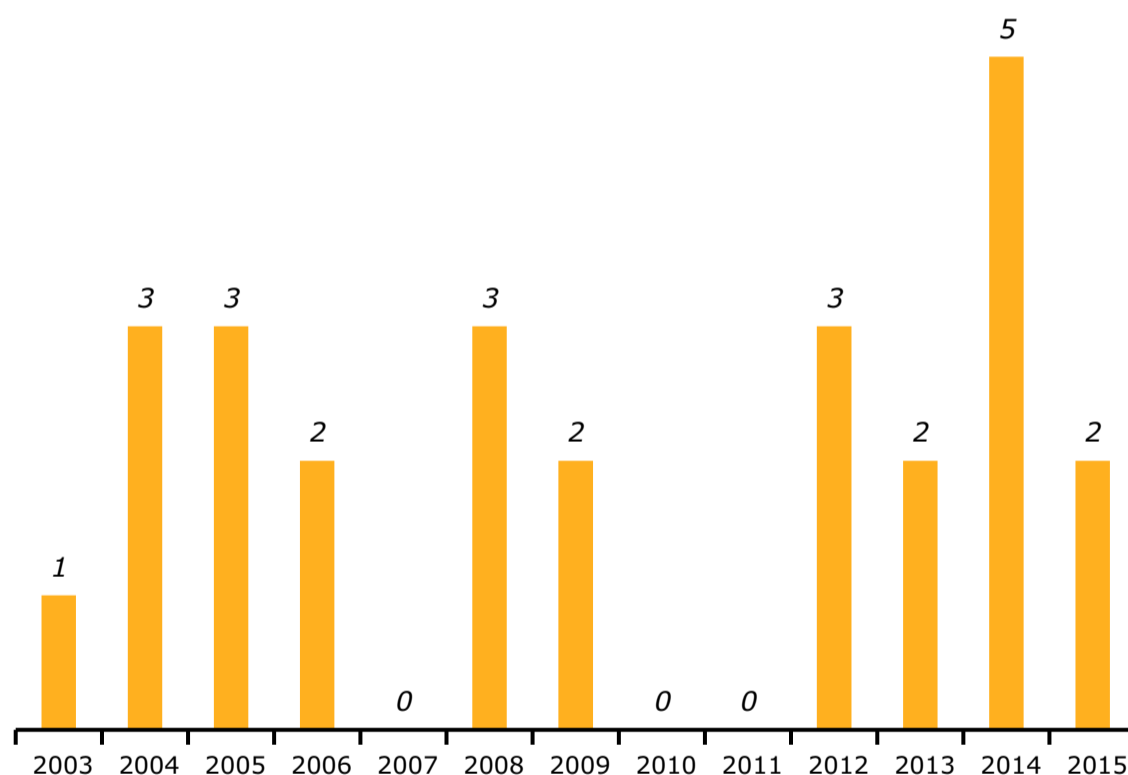
Cabe ressaltar que, no caso do mercado de valores mobiliários, as sanções aplicadas pela CVM podem ser agravadas, atenuadas ou mesmo invalidadas pelo CRSFN, também chamado de Conselhinho. Assim, a descrição do sistema de *enforcement* da regra de vedação do uso de informação privilegiada necessariamente deve englobar a forma como atua este órgão.

Em pesquisa realizada nas decisões do CRSFN de 2004 a 2009, identificou-se que este órgão de segunda instância reviu a decisão da CVM em 27% dos casos analisados.¹⁰⁴ Mas, especificamente no tema de uso de informação privilegiada, como se dá o comportamento do Conselheiro?

Em busca nas decisões do CRSFN de 2004 a 2015,¹⁰⁵ foram encontrados 26 julgados sobre o ilícito do uso de informação privilegiada, originários de PAS da CVM, que estão distribuídos pelos anos conforme demonstrado no Gráfico 15.

GRÁFICO 15

CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO NO CRSFN, NO PERÍODO DE 2003-2015



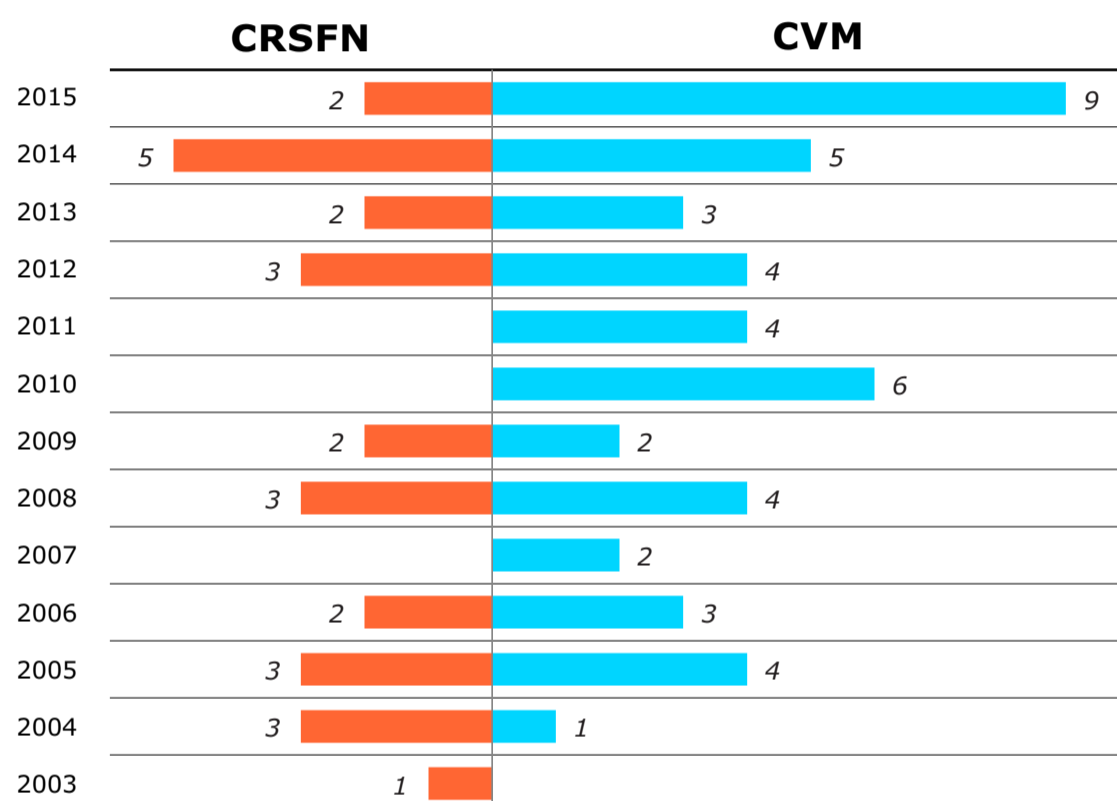
FONTE: CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.

Verifica-se que, nos últimos anos, desde 2012, aparecem pelo menos dois casos de uso de informação privilegiada nos julgamentos do CRSFN. Parece importante comparar o número de casos julgados em primeira

instância e em segunda sobre o uso de informação privilegiada no mesmo ano, o que é feito no Gráfico 16.

GRÁFICO 16

CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO NO CRSFN E NA CVM, NO PERÍODO DE 2003-2015



FONTE: CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

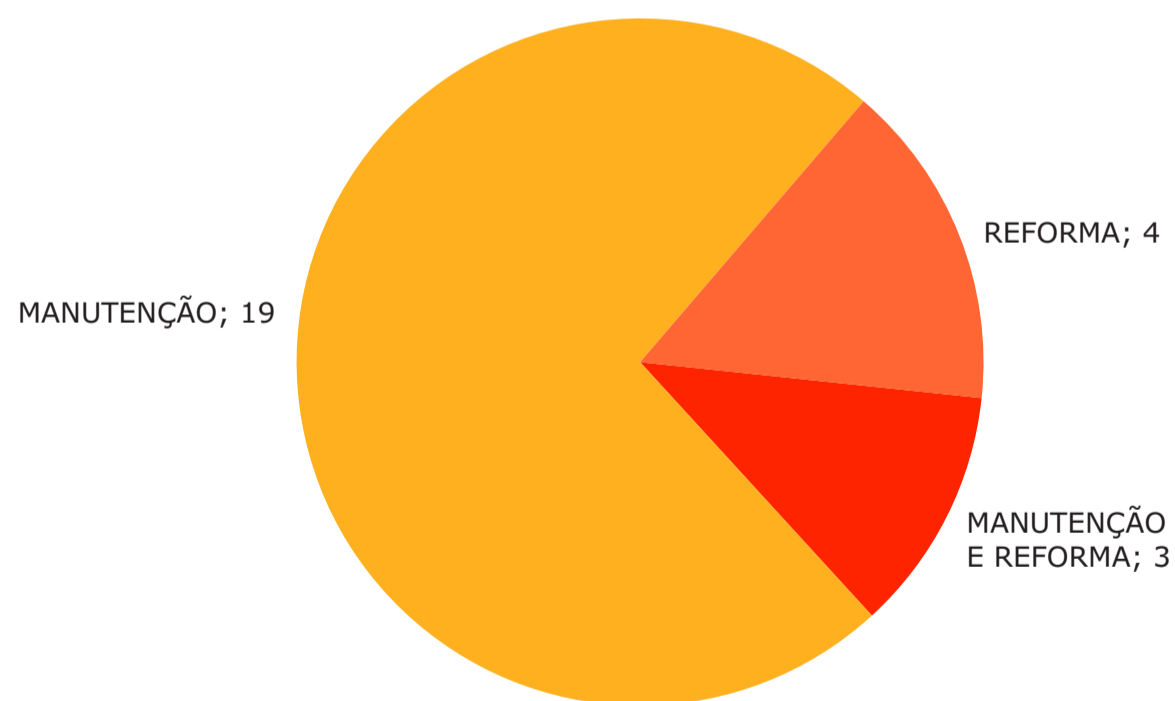
Nota-se que a atividade julgadora no tema da vedação de negociação em razão de informação privilegiada não parece muito simétrica entre as duas instituições, a CVM tem julgado mais casos. Entretanto, além do aspecto temporal, existem detalhes técnicos quanto ao tipo de decisão que é levada para julgamento por parte do Conselhinho e quanto ao fato de sua competência material ser mais abrangente.

Destes 26 julgamentos no CRSFN, 11 são recursos de ofício, isto é, originaram-se de casos nos quais houve somente absolvição pela CVM de indiciados por uso de informação privilegiada.¹⁰⁶ Em outros 11 casos, alguns acusados foram absolvidos e outros condenados na primeira instância, dando origem conjuntamente a recursos de ofício e também voluntários. Nos quatro restantes, o recurso ao Conselho foi interposto pelos condenados pela CVM.

Adicionalmente, nota-se que, do total de 26 julgados, em 19 casos, o Conselho confirmou a decisão da CVM, em apenas em quatro houve reforma da decisão da CVM e em três casos houve manutenção das penalidades para alguns indiciados e reforma para outros, como mostra o Gráfico 17.

GRÁFICO 17

RESULTADO DOS JULGADOS DOS CASOS DE *INSIDER TRADING* NO CRSFN, NO PERÍODO DE 2003-2015

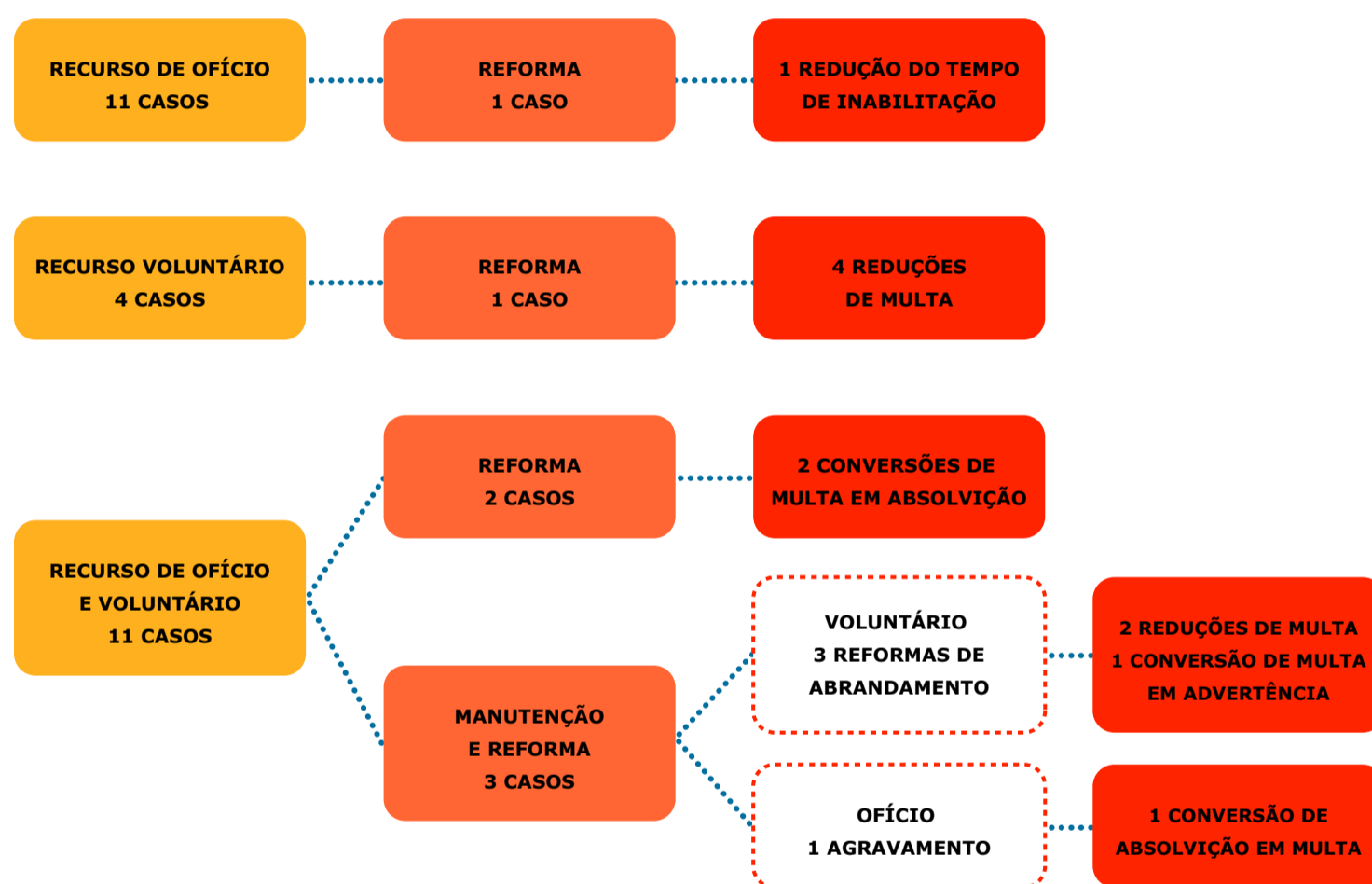


FONTE: CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.

A pergunta que surge é: qual tipo de mudança é realizado pelo CRSFN em decisões da CVM sobre uso de informação privilegiada?

GRÁFICO 18

FLUXOGRAMA DOS CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS NO CRSFN, NO PERÍODO DE 2003-2015



FONTE: CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.

O Gráfico 18 demonstra que o CRSFN não reforma com grande frequência as decisões da CVM. A redução do valor da multa apareceu em apenas dois casos, com benefício de seis indiciados. Houve também abrandamento com a redução do tempo de inabilitação (um caso envolvendo um indiciado), conversão da multa em absolvição (dois casos envolvendo dois

indiciados) e conversão da multa em advertência (um caso e um indiciado). O agravamento ocorreu em apenas um recurso de ofício, no qual a absolvição foi transformada em multa.

Este levantamento das decisões do CRSFN é fundamental para compreender, até a última instância, como tem sido a trajetória de aplicação de penalidades para o uso de informações privilegiadas no mercado brasileiro. Afinal, o *enforcement* efetivo pode ter (e tem) um papel relevante de elidir o cometimento de ilícitos. Mas, ainda na esfera administrativa, é preciso olhar para instrumentos consensuais. Assim, indo além da atividade tradicionalmente punitiva, é preciso saber como a CVM utiliza os mecanismos denominados termos de compromisso para colocar um fim às investigações ou suspeitas de ilícitos de uso de informação privilegiada, como se segue no próximo item do trabalho.

4.2.3 | Termo de compromisso

Desde 1997, a CVM pode firmar termo de compromisso com os regulados, suspendendo o procedimento administrativo que apura infrações no mercado de valores mobiliários.¹⁰⁷ Por este instrumento, de forma consensual, a CVM não dá andamento ao procedimento administrativo e, em contrapartida, o regulado obriga-se a cessar a prática investigada como irregular e a corrigir as irregularidades, inclusive com indenização dos prejuízos. Este instrumento não implica em confissão da matéria de fato e nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada¹⁰⁸ e constitui-se como título executivo extrajudicial, no caso do seu não cumprimento.

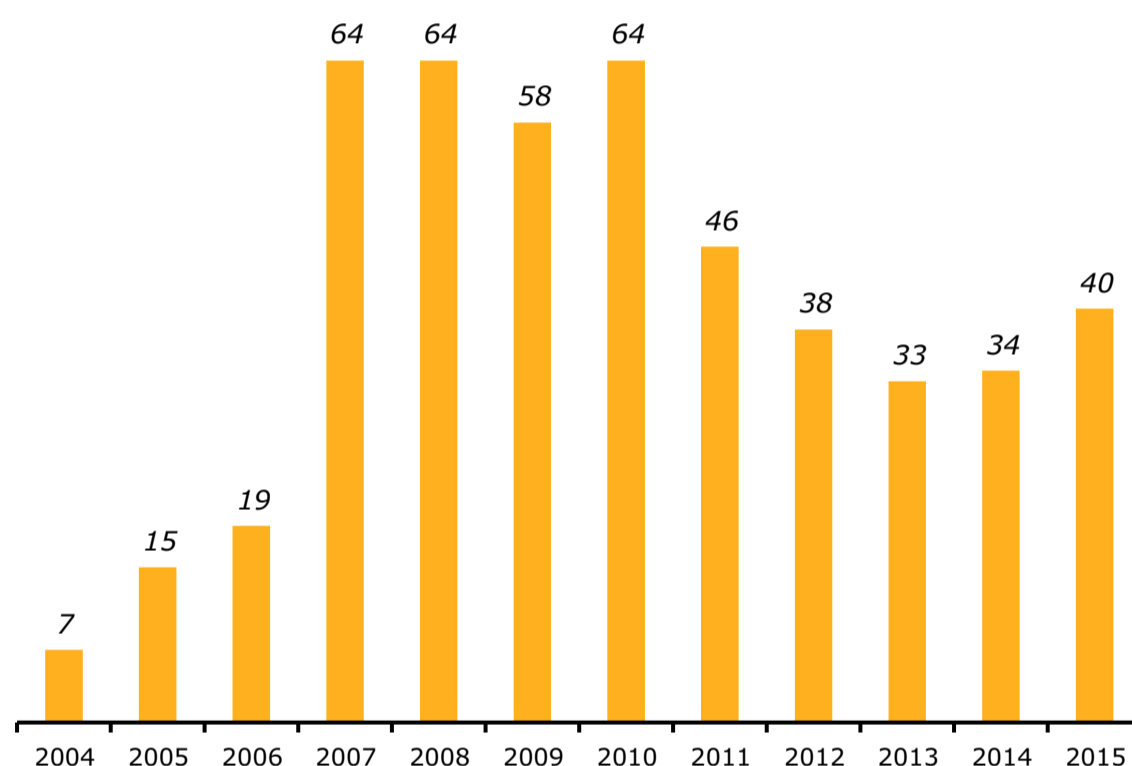
A decisão de celebrar ou não o termo de compromisso cabe ao Colegiado da CVM, “ao seu exclusivo critério, se o interesse público permitir”.¹⁰⁹ A lei não estabelece parâmetros rígidos para a decisão, apenas determina que deve ser avaliada a “oportunidade e conveniência na celebração do compromisso e adequação da proposta formulada”,¹¹⁰ bem como deve ser considerada a natureza e gravidade das infrações, antecedentes dos acusados e efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.¹¹¹ Não há interferência do Poder Judiciário sobre esta decisão administrativa.

Os termos de compromisso são utilizados pela CVM para tratar as possíveis irregularidades praticadas no mercado de valores mobiliários. O

instrumento foi abundantemente utilizado entre os anos de 2007 a 2010, tendo diminuído o número da sua celebração de 2011 a 2013, conforme fica demonstrado no Gráfico 19.

GRÁFICO 19

NÚMERO TOTAL DE TERMOS DE COMPROMISSO CELEBRADOS POR ANO NA CVM, NO PERÍODO DE 2004-2015

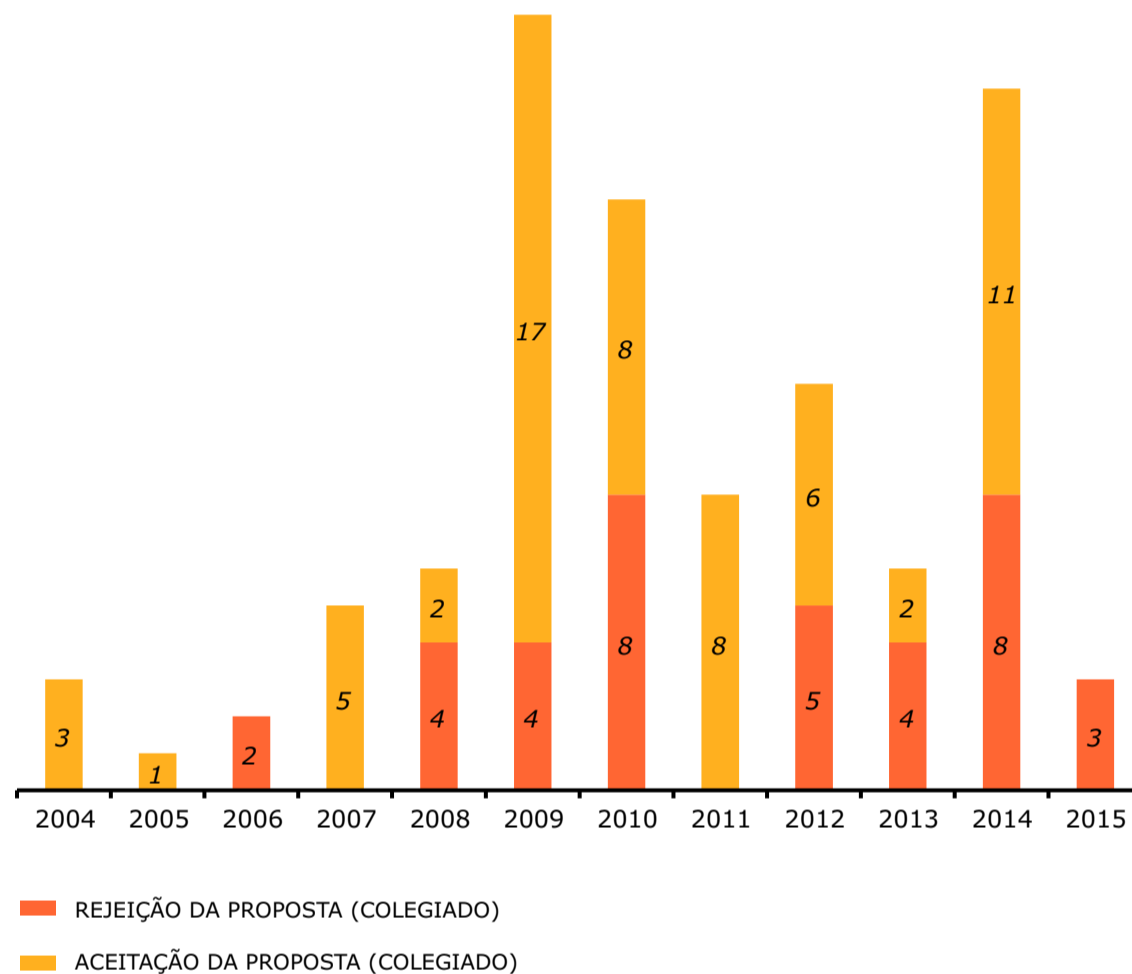


FONTE: SCALA (2004) E COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Termos de compromisso são também utilizados para analisar os casos de suspeita da prática de uso de informação privilegiada. Em pesquisa sobre como os termos de compromisso¹¹² aparecem em casos de *insider trading*, foi encontrado o resultado constante do Gráfico 20.

GRÁFICO 20

TOTAL DE TERMOS DE COMPROMISSO RELATIVOS A PROCESSOS DE *INSIDER TRADING*, ACEITOS E REJEITADOS, POR ANO, NA CVM, NO PERÍODO DE 2004-2015



FONTE: SCALA (2004) E COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Os números sugerem que propostas de termos de compromisso aceitos em casos de *insider trading* aparecem constantemente para apreciação da CVM, mas a grande maioria não é aceita, ressalvado o ano de 2015. Verifica-se que, nos anos de 2009 a 2012, houve aceitação de um número razoável de propostas, mas vale lembrar que nestes anos os termos de compromisso em geral, ou seja, para todas as matérias, foram fartamente utilizados.

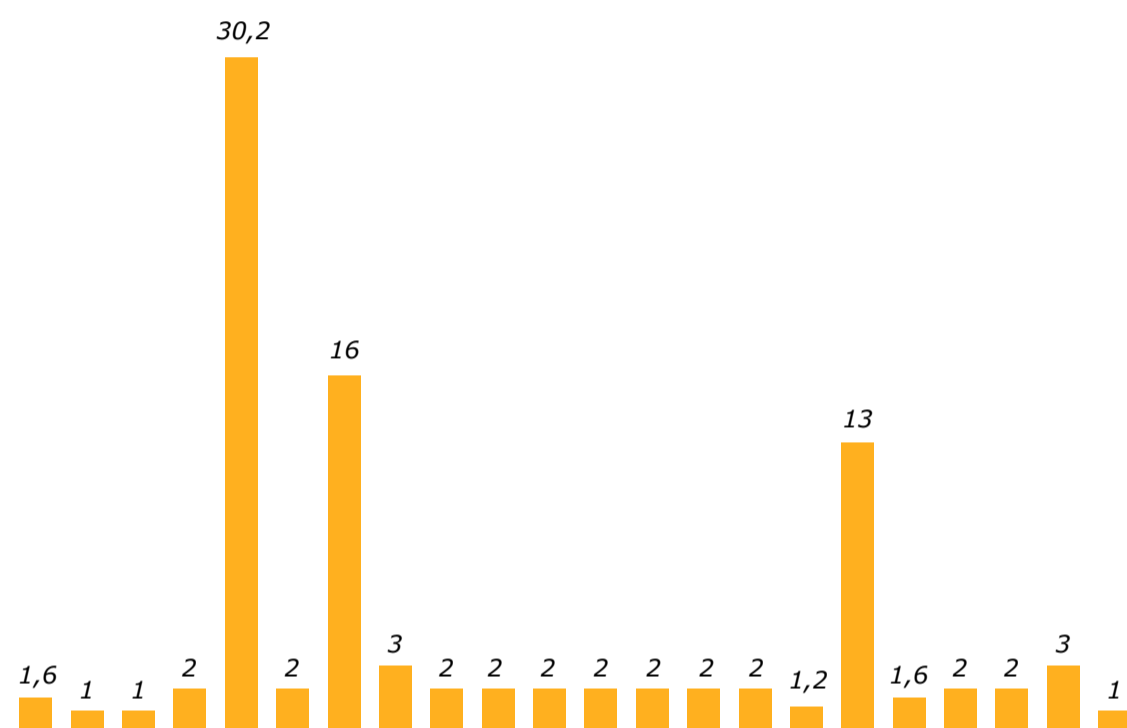
Se comparados com o número de PAS sobre *insider trading*, nos anos de 2012, 2013 e 2014 aparecem mais termos de compromisso do que

processos sancionadores julgados. De fato, em 2012 tivemos o julgamento de quatro PAS e a celebração de cinco TC, já em 2013 foram três processos sancionadores julgados e quatro termos de compromisso celebrados. Esta informação comparativa indica que os termos de compromisso são tão relevantes quanto os processos sancionadores para compreender a atividade punitiva da CVM.

A pergunta que surge é: qual a obrigação estipulada para o regulado? E, ainda, a celebração de termos de compromisso aparece como uma alternativa mais vantajosa se comparada com as penalidades aplicadas nos processos administrativos sancionadores? Este questionamento encontra resposta no conteúdo dos termos de compromisso que foram aceitos envolvendo o ilícito de *insider trading*. De fato, verificou-se que a obrigação dos compromitentes nos termos de compromisso foi o pagamento de prestação pecuniária. Quando os termos de compromisso apontavam o ganho na operação ou prejuízo evitado, a razão utilizada para estabelecer o valor do termo foi de aproximadamente duas vezes o benefício auferido com a operação realizada mediante suspeita de uso de informação privilegiada, conforme demonstra o Gráfico 21.

GRÁFICO 21

RAZÃO ENTRE O VALOR DA PROPOSTA FINAL DE TERMO DE COMPROMISSO REALIZADA POR INDICIADO PELO ILÍCITO DE *INSIDER TRADING* E O VALOR DO GANHO OU PREJUÍZO EVITADO COM A OPERAÇÃO QUE MOTIVOU O PROCESSO ADMINISTRATIVO NA CVM, NO PERÍODO DE 2004-2015



FONTE: SCALA (2004) E COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Se compararmos o valor das penalidades aplicadas em julgamento de PAS com a obrigação pecuniária assumida nos termos de compromisso, verifica-se que os instrumentos se aproximam, pois estabelecem em geral duas vezes o valor do ganho, fazendo a ressalva que, nos últimos casos de PAS julgados pela CVM, o critério foi de três vezes. Nesta altura, parece importante registrar que a conveniência para o regulado de firmar um termo de compromisso é que não há reconhecimento de culpa e nem a possibilidade de ampla divulgação na mídia de uma possível futura condenação, o que, sem dúvida, causa grande abalo na esfera reputacional da pessoa. De outro lado, do ponto de vista do regulador, a vantagem evidente é que o

pagamento do valor deve ocorrer em dez dias e não há qualquer recurso para segunda instância ou judiciário.

Para fechar o círculo da atividade preventiva ou repressora ligada à prática de *insider trading*, é fundamental abordar de que forma os instrumentos jurídicos vem sendo interpretados na esfera judicial, e, antes disso, que tipo de ferramental se encontra disponível para tanto.

4.3 | **ESFERA JUDICIAL**

4.3.1 | **Ações coletivas para ressarcimento e termo de ajustamento de conduta (TAC)**

As ações judiciais coletivas configuram-se como instrumento para que os prejudicados pelos ilícitos praticados no mercado de valores mobiliários sejam ressarcidos dos seus prejuízos ou para que haja indenização por danos difusos causados ao mercado. Este provimento jurisdicional tem por fim reduzir os custos judiciais, além de proporcionar economia processual e ampliação da tutela jurisdicional, na medida que as decisões são aplicáveis mesmo àqueles que sofreram o dano, mas não se encorajam em litigar individualmente.

A Lei nº 7.347/1985 disciplinou a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio ambiente, aos consumidores, ao patrimônio cultural e foi importante instrumento de tutela dos interesses supraindividuais, porém, não inseriu em seu texto a proteção dos interesses específicos dos investidores de mercado. Foi somente com a edição da Lei nº 7.913/1989 que se instituiu uma ação civil pública, também de competência do Ministério Público, para “evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado”, sem prejuízo da ação que os investidores lesados possam ajuizar, a título individual.

Na descrição das hipóteses geradoras de prejuízos, consta de forma expressa a prática de *insider trading*, assim descrita:

compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do

mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas.¹¹³

Tem-se notícia de que foram ajuizadas duas ações civis públicas pleiteando o ressarcimento de prejuízos em decorrência da prática de *insider trading*. A primeira, no caso da venda do controle da Suzano, e a segunda no caso da aquisição da Ipiranga pela Petrobras, Ultra e Braskem. Estes dois litígios coletivos, no entanto, não chegaram ao fim, em virtude da celebração de Termos de Compromisso e de Ajustamento de Conduta (TAC) entre, de um lado, a CVM e o Ministério Público Federal (MPF) e, de outro lado, os indiciados ou réus nos respectivos processos.

Pelo TAC, MPF e CVM, põem fim aos processos administrativos e ações civis públicas existentes ou abstém-se de instaurá-los ou ajuizá-las, ressalvado, entretanto, que este efeito não se concretiza na esfera penal.¹¹⁴ A assinatura do TAC não importa em confissão quanto à matéria de fato, nem o reconhecimento de ilicitude da conduta. Até hoje, a CVM e o MPF firmaram apenas quatro TACs,¹¹⁵ e três deles referem-se a casos de *insider trading*.

O primeiro TAC relacionado com mercado de capitais foi firmado em 2008 em um caso envolvendo uso de informação privilegiada.¹¹⁶ A empresa uruguaia Vailly S.A. teria comprado ações preferenciais da Suzano antes do anúncio de fato relevante de alienação do controle da empresa, e vendido tais ações logo em seguida do anúncio ao mercado, obtendo um ganho de mais de R\$ 551.450,00. A CVM e o MPF ajuizaram Ação Civil Pública pleiteando “pagamento de indenização pelo dano difuso que teria causado no âmbito do mercado mobiliário e à sociedade” em valor correspondente a três vezes o lucro líquido que a empresa teve na operação de compra e venda de ações da Suzano. Pediram também o “pagamento de indenização pelos danos individuais homogêneos causados aos investidores que negociaram com a Vailly, anteriormente ao fato relevante”. Foram instaurados ainda, um procedimento administrativo sancionador na CVM e uma ação cautelar, visando a obter o bloqueio dos recursos de liquidação dos negócios realizados em bolsa, que ainda se encontravam disponíveis.

O TAC foi firmado para pôr fim à ação judicial e ao procedimento administrativo, obrigando-se a Vailly a pagar R\$ 2.200.000,00 em até 10 dias após a homologação judicial. Conforme sentença que homologou este acordo, parte do valor (R\$ 1.648.550,00) seria destinado ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos (FDD)¹¹⁷ e o restante, correspondente ao valor do ganho na operação (R\$ 551.450,00), serviria para indenizar investidores individuais. O raciocínio do juiz foi que a parte que caberia aos investidores seria o correspondente ao ganho líquido que a Vailly teve nas operações que usou a informação privilegiada. A quantia ficaria depositada em conta poupança durante o prazo de doze meses. Os valores eventualmente não resgatados por investidores voltariam ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos. Coube à CVM comunicar as contrapartes nas operações para que pleitassem a quantia.

O segundo TAC foi firmado em abril de 2009 e envolveu também um caso envolvendo prática de *insider trading*.¹¹⁸ Assim como na situação anterior, houve aquisição (e posterior alienação) de ações anteriormente à divulgação de fato relevante sobre a incorporação, pela Construtora Tenda S.A, da empresa FIT Residencial Empreendimentos Imobiliários Ltda. O *insider*, no caso, era pessoa que integrava o bloco de controle e era membro do conselho de administração da Tenda. Pelo TAC, o comprometente obrigou-se a não ocupar cargo de administração ou no Conselho Fiscal em entidades que dependem de autorização ou registro na CVM pelo prazo de três anos. Obrigou-se ainda a pagar o valor de R\$ 200 mil,¹¹⁹ e este valor foi destinado ao Fundo de Defesa de Interesses Difusos.

O terceiro TAC também envolvia *insider trading* e foi firmado em 2010.¹²⁰ Como nos casos anteriores, uma pessoa (ex-gerente executivo da Petrobras Distribuidora S.A) negociou ações da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. antes da publicação de fato relevante da alienação do controle de empresas do Grupo Ipiranga para a Petrobras – Petróleo Brasileiro S.A., Ultra Participações S.A. e Braskem S.A. Como no caso anterior do investidor Vailly, o TAC suspendeu o processo administrativo sancionador na CVM e extinguiu a ação civil pública e a medida cautelar inominada, que tinha bloqueado os bens da operação. O valor estabelecido no acordo foi de três vezes o ganho verificado com a negociação ilícita, que totalizou

mais de R\$ 360 mil. O comprometente também se obrigou a não atuar nos mercados de bolsa de valores e de balcão organizado, direta ou indiretamente, pelo período de três anos. O Colegiado da CVM decidiu que todo o valor deveria ser destinado ao Fundo de Defesa de Interesses Difusos, pois não havia terceiros que pudessem ser identificados como prejudicados pela operação.

É interessante observar o uso deste instrumento a partir de três pontos: (1) obrigação não pecuniária; (2) critério para fixação do valor do acordo e (3) para onde foram destinados os valores pagos no TAC. Nos três únicos TAC firmados e relacionados com *insider trading*, estas informações podem ser organizadas no Quadro.

QUADRO

TACS ENVOLVENDO CASOS DE *INSIDER TRADING*

	TAC/Caso	Obrigação não pecuniária	Critério para estabelecer o valor da obrigação pecuniária	Destino dos valores
1º.	Vailly/Suzano	Não há	Três vezes o valor do ganho	FDID e investidores, contraparte nas operações de compra e venda
2º.	Tenda	Não ocupar cargos de instituições do mercado de capitais por três anos	Sem menção de critério nem apontamento do ganho na operação	FDID
3º.	Petrobras/Ipiranga	Não negociar no mercado, direta ou indiretamente, por três anos	Três vezes o valor do ganho	FDID - Não reconhecimento que existiriam investidores determináveis prejudicados

São três as observações quanto a estes quesitos. A primeira é aparecerem obrigações não pecuniárias. A retirada da pessoa (do *insider*) da posição onde ele estava ao supostamente fazer o uso da informação privilegiada, seja como investidor no mercado, seja como agente interno dos emissores de valores mobiliários, é tida como dura para os participantes do mercado de capitais e ela não aparece com frequência em outros instrumentos regulatórios, nomeadamente, nos processos administrativos e termos de compromissos.

A segunda observação refere-se ao critério para estabelecer o valor da obrigação pecuniária. O critério foi três vezes o valor do ganho ou da perda evitada. Exatamente o mesmo critério que vem sendo utilizado nos últimos processos sancionadores, que se configura como a penalidade pecuniária mais elevada possível. Configura-se, portanto, mais elevado do que o critério praticado nos termos de compromisso celebrados pela CVM (duas vezes). Como os TACs têm relação com a finalização de uma ação civil pública que visa à indenização dos prejuízos causados pela prática de *insider trading*, é interessante levantar a pergunta da aproximação do valor ao critério utilizado para a punição do regulador, sem qualquer tentativa de verificação do dano causado ao mercado ou aos investidores, como, aliás, foi feito no primeiro caso brasileiro conhecido de *insider* (caso Kibon).

A terceira observação parece ser a mais problemática e diz respeito ao destino dos valores pagos pelos investigados. Se no primeiro caso (Vailly) houve uma preocupação de direcionar parte dos recursos para o Fundo de Interesses Difusos e parte para os investidores, nos dois casos seguintes (Tenda e Ipiranga), o destino dos valores dos acordos foi apenas o Fundo de Defesa de Interesses Difusos. Apesar de reconhecer que a decisão de pagar os investidores contrapartes não parece ser a forma mais acertada e, sabendo das possíveis dificuldades de comunicação, aos investidores da época, sobre a prática do ilícito e seu direito de receber valores de ressarcimento, a destinação completa para o Fundo de Defesa de Direitos e Interesses Difusos aparece ainda como a pior solução. Esta opinião é fundada no fato de não haver qualquer retorno desse Fundo em benefício do mercado de valores mobiliários, em especial para aperfeiçoar o seu monitoramento, a fiscalização das operações para verificar a lisura e, ainda, para

aparelhamento da área de *enforcement* em investigações e processos administrativos sancionadores futuros.

Este é o quadro na esfera cível. Na esfera criminal, também existem experiências efetivas de uso do Poder Judiciário que permitem completar o panorama.

4.3.2 | Ações criminais

Embora a criminalização da conduta de uso de informação privilegiada tenha ocorrido em 2001, com a reforma da Lei nº 6.385/1976 pela Lei nº 10.303/2001 para acrescentar o art. 27-D, foi apenas em 2009 que houve a primeira denúncia, pelo Ministério Público Federal de São Paulo, tratando dessa conduta criminosa. A iniciativa pode ser explicada como fruto da cooperação decorrente de convênio firmado entre a CVM e o MPF para troca de informações em 2008.¹²¹ São três os casos em que o foro criminal foi acessado após a alteração legislativa de 2001, e mais uma denúncia que se encontra em fase inicial.

O primeiro caso criminal refere-se à operação na qual a Sadia fez uma oferta pública para aquisição voluntária das ações da Perdigão em circulação no mercado. Trata-se de caso que movimentou reguladores de dois países – *Securities and Exchange Commission* – SEC, dos Estados Unidos e CVM, bem como a estrutura institucional penal brasileira.

Com informações ainda não divulgadas ao mercado sobre a operação de oferta pública de aquisição pela Sadia de ações de emissão da Perdigão, o Diretor de Relações com Investidores (DRI), mais um membro do Conselho de Administração da Sadia, e um funcionário do ABNAmro, banco que assessorava a operação, negociaram *American Depositary Receipts* – ADRs (certificados de ações da companhia brasileira negociados no mercado americano) da Perdigão na Bolsa de Nova York (NYSE). As negociações de compra e venda dos papéis foram realizadas em nome de empresa estrangeira localizada em paraíso fiscal (*offshore*). O primeiro teve um lucro estimado de US\$ 58.5 mil, o segundo US\$ 139.1 mil e o terceiro US\$ 51.6 mil.

A investigação destes fatos iniciou-se na SEC em 2007, onde os envolvidos fizeram acordo para encerrar os procedimentos nos Estados Unidos. Por

este acordo, o Diretor de Relação com os Investidores foi proibido de atuar em companhia aberta por três anos e pagou o valor de aproximadamente US\$ 364 mil; o membro do conselho de administração obrigou-se a pagar cerca de US\$ 316 mil e também ficou impedido de atuar em companhia aberta pelo prazo de cinco anos e o funcionário do banco pagou US\$ 135.3 mil.¹²²

No início de 2008, em julgamento de Processo Administrativo Sancionador da CVM, os dois administradores da companhia foram inabilitados para exercer cargos em companhias abertas pelo prazo de cinco anos e o funcionário do banco celebrou um termo de compromisso e pagou R\$ 238 mil. Na segunda instância administrativa, em julgamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, no final de 2012, reduziu-se a pena de inabilitação de cinco para dois anos para o DRI, ficando mantidas as demais condenações.

Foi em 2009 que o Ministério Público Federal fez a primeira denúncia envolvendo o crime de uso de informação privilegiada no caso Sadia/Perdigão. A decisão de primeira instância foi proferida em 2011. A sentença aplicou pena de (i) multa no valor de R\$ 349,7 mil ao DRI e pena privativa de liberdade, de um ano e nove meses de reclusão, a qual foi substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo mesmo prazo da pena de reclusão; e (ii) multa no valor de R\$ 374,9 mil ao membro do Conselho de Administração e pena privativa de liberdade, de um ano, cinco meses e 15 dias de reclusão, a qual foi substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo mesmo prazo de cumprimento da pena.

Em 2013, o TRF3 reverteu a pena de inabilitação por pena privativa de liberdade. Além disso, a pagamento de indenização por danos morais coletivos e manteve as multas aplicadas.

Mais tarde, a 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça – STJ decidiu pela punição do DRI e pela extinção da punibilidade do membro do Conselho de Administração, em razão de prescrição.

Na análise deste caso, o STJ, em sua decisão, considerou que o réu terá a culpabilidade agravada, para fins de cálculo da pena, quando se tratar de

informação privilegiada que eventualmente vier a ser usada por Diretor de Relações com o Investidor. Fica clara a alta reprovabilidade de conduta do diretor responsável por informar o mercado de atos e fatos relevantes que venha a usar informações ainda não divulgadas para seu benefício próprio. Além disto, foi considerado como agravantes a compra feita em outro mercado (bolsa estrangeira, NYSE) por meio da utilização de empresa *offshore*.

O segundo caso na esfera criminal envolveu a Randon S.A., empresa que atua no setor de transportes de cargas com sede em Caxias do Sul, Rio Grande do Sul. O acionista controlador, seus familiares (esposa e filho) e alguns administradores adquiriram ações anteriormente (dois meses antes) ao anúncio sobre a entrada, como sócia da companhia, da empresa norte-americana ArvinMerit, que foi formalizada em agosto de 2002. No período, a cotação da ação da companhia teria valorizado 120%. A denúncia pelo Ministério Público do Rio Grande de Sul contra seis acusados foi realizada no início de 2010 e, após longa discussão sobre competência, o processo foi parar na Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros e de lavagem de dinheiro. Em 2011, foi houve absolvição sumária de dois réus em virtude de prescrição por idade (mais de setenta anos) e, no final de 2012, foi extinta a punibilidade de outro réu também por motivos de prescrição.¹²³ Ainda em 2012 houve suspensão do processo (artigo 89 da Lei nº 9.099/1995), em razão da aceitação da proposta pelo Ministério Público Federal de que os réus pagassem multas individuais destinadas à CVM, mais prestação de serviços à comunidade e comparecimento à justiça.¹²⁴ Somente em 2014, houve extinção da punibilidade dos demais réus.¹²⁵

Há ainda uma terceira denúncia, datada de 30 de dezembro de 2012, feita pelo Ministério Público do Rio Grande do Sul, no caso Mundial, na qual dez pessoas foram indiciadas por formação de quadrilha e manipulação de mercado, sendo que duas delas também são acusadas por *insider trading*.¹²⁶ Sobre este caso, o STJ se pronunciou no sentido de não excluir de pronto pessoas que não tinham o dever de sigilo, mas negociaram de forma muito próxima ao acionista controlador da companhia.¹²⁷

Por fim, há ainda a denúncia de *insider trading* e manipulação de mercado na negociação de ações da companhia OGX pelo seu acionista controlador, que atualmente tramita na Justiça Federal do Rio de Janeiro.¹²⁸

5. CONCLUSÃO

Da descrição da evolução do nosso sistema jurídico sobre o combate ao ilícito de *insider trading* verifica-se que: (1) desde 1976, o Brasil é um país que veda, por regras legais e administrativas, a negociação com base em informação privilegiada, e a criminalização da conduta ocorreu em 2001; (2) ao longo do tempo, apesar de a regra jurídica ser a mesma, aumentou o leque de instrumentos disponíveis para a sua aplicação e exigibilidade, tornando o sistema de *enforcement* mais complexo.

Esta descrição é um primeiro passo relevante para avaliar o funcionamento do nosso sistema jurídico no combate ao *insider trading*. Dos dados apresentados, é possível indicar três campos que merecem atenção em futuros estudos: a via administrativa, o viés da reparação civil e a área criminal.

Na via administrativa, constata-se que o processo administrativo sancionador deixou de ser o único instrumento para punir a prática de *insider trading*. Como acima demonstrado em números, processos sancionadores e termos de compromisso são igualmente utilizados. Assim, um ponto que pode ser aprofundado em futuras pesquisas é o entendimento dos termos em que a via consensual é acessada e quais são os motivos para se manter esforços de punição por meio de processos administrativos sancionadores. Outra pergunta é se e como a via consensual afeta outras esferas, em especial, a esfera criminal.

Ainda com relação à punição administrativa, é preciso evidenciar o papel do CRSFN como participante da regulação do mercado. As informações até aqui levantadas indicam que, nos últimos anos, o Conselho atuou para manter, em grande parte, o entendimento da CVM, mas com o efeito de procrastinar a decisão final administrativa.

Em matéria de reparação civil, também existe, além da via judicial própria por parte dos prejudicados, uma história de acionamento do Poder Judiciário mediante ações civis públicas, cujos resultados não foram revertidos em benefício de quem eventualmente sofreu algum dano.

Na esfera criminal, são poucos os casos de que se tem notícia e apenas um deles foi julgado até a instância do STJ. Se comparamos este resultado com potenciais casos criminais envolvendo situações nos quais houve condenação na esfera administrativa, de pessoas que tinham o dever de guardar sigilo, são duas as problemáticas incidentais. A primeira refere-se ao fluxo de informações entre CVM e Ministério Público. A segunda está nos critérios utilizados para levá-los à apreciação do juízo criminal.

Talvez a constatação mais surpreendente seja no sentido de que os procedimentos, precedentes administrativos e judiciais utilizaram critérios e alcançaram resultados diferentes em função justamente dos instrumentos, mecanismos, estratégias jurídicas ou proativismo das instituições ao combater o ilícito. Não há homogeneidade na tomada de decisão nem por parte de quem propõe medidas administrativas e judiciais e nem por parte de quem julga. O contexto em que essa dinâmica ocorre chama a atenção, especialmente quando se pensa em estruturas institucionais e resultados efetivamente alcançados. Afinal, a prática de *insider trading* vem mesmo sendo combatida no Brasil? Qual a mensagem recebida por quem, de alguma forma, pretende se utilizar de informações privilegiadas em operações realizadas no mercado de valores mobiliários?

As descrições apresentadas demonstram, ainda, que existe uma evolução no conteúdo de regras e decisões jurisprudenciais, além de filtros e possibilidades de fiscalização diversas. Não se conhece nenhum afrouxamento evidente por parte das instituições responsáveis pelo combate desse ilícito. Entretanto, levando em conta os dados e resultados relatados, é possível afirmar que o arsenal de ferramentas e mecanismos jurídicos disponível não sinaliza necessariamente punição exemplar e repressiva com relação ao uso de informações privilegiadas. A diversidade de procedimentos e respectivas soluções pode levar a distintos resultados.

De fato, os desfechos improváveis e não lineares que surgem nos procedimentos e dados levantados, frente ao contexto institucional e jurídico, não demonstram claramente que esta é uma conduta que não será admitida no Brasil. Esse ponto abre uma agenda de pesquisa maior, mais específica, sobre o desenho institucional dessa atividade, e até que ponto

ele é responsável pela estratégia regulatória de induzir ou prevenir condutas que levem a um mercado de capitais mais justo e equitativo.

Como já mencionado, o sentido deste trabalho é meramente descritivo e auxiliar no diagnóstico de uma anomalia presente num mercado que se louva de ter um marco jurídico precursor no combate ao *insider trading*. Por essa razão, este é um quadro em andamento, uma obra em construção, e estas considerações finais não representam um ponto estático ou divisor de águas. Muito pelo contrário, o trabalho busca registrar um momento histórico, instigar novas reflexões e apontar conexões que ajudem a determinar trajetórias e estratégias a serem seguidas pelas instituições envolvidas com o *enforcement* de regras de proibição do uso de informações privilegiadas.

NOTAS

1 Para outros estudos já realizados pelos autores, que estão espelhados neste livro, ver: PRADO, Viviane M.; VILELA, Renato. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil, *Revista dos Tribunais*, v. 957, p. 153-175, 2015; PRADO, Viviane M.; VILELA, Renato, *Insider trading X-Ray in the Securities Commission CVM (2002-2014)*, 2015. Disponível em: PRADO, Viviane M. Assessing the effectiveness of the Brazilian insider trading laws, 2014. Disponível em: RACHMAN, Nora M., *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. 1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

2 BENY, Laura Nyantung. Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence. *William Davidson Institute Working Paper*, n. 741, 2005. BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, v. 5, 1. ed., p. 75-108, 2002.

3 KIM, Sung Hui. Insider trading as private corruption. *UCLA Law Review*, v. 61, p. 928-1009, 2013-2014.

4 Foi Henry G. Manne, em trabalho datado de 1966, que defendeu que *insider trading* não deveria ser considerado ilegal apontando os seus benefícios na existência de mercados mais eficientes, bem como em visualizar a utilização da informação como instrumento de remuneração dos administradores das companhias (MANNE, Henry G. *Insider Trading and the Stockmarket*. Nova York: The Free Press, 1966, p. 456-461). Para uma reflexão mais recente deste autor, ver: MANNE, Henry G. Keynote Address. *Journal of Law, Economics & Policy*, v. 4, n. 2, p. 225-232, 2008. Para uma síntese do debate na academia e na jurisprudência norte-americana, ver: Bainbridge, Stephan M. *Insider Trading: An Overview*, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529>. Acesso em: 04 out. 2016.

5 Os outros países que adotaram a medida nesta fase foram: França, em 1967; Suécia, em 1971; Malásia e Singapura, em 1973; México, em 1975; Coreia do Sul, em 1976; e Nigéria, em 1979.

6 Bhattacharya e Daouk, *op. cit.*, 2002.

7 Dados sobre adoção ver: Bhattacharya e Daouk, *op. cit.*, 2002, e outros que trazem dados sobre a adoção. Sobre o *enforcement*, os dados dos países são sempre referidos ao estudo de Batthacharya e Daouk.

8 Trata-se do caso Servix, detalhado no item 3.3.

9 COFFEE JR., John C. Law and the Markets: The Impact of Enforcement. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 304, 2007; JACKSON, Howell; ROE, Mark J. Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 93, n. 2, p. 207-238, 2009.

10 Para mais informações sobre a legislação societária informacional da época, ver: MIRANDA VALVERDE, Trajano. *Sociedade por ações: Comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940*. v. 2, 1959, p. 369-385.

11 A primeira referência ao dever de informar por parte das companhias emissoras consta da Resolução CMN nº 88/1968, ao exigir que as empresas, ao se registrarem no Banco Central, deveriam assumir o “compromisso formal de revelarem prontamente ao público as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembleia Geral em relação a dividendos, direitos de Subscrição ou outros elementos que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores”.

12 A competência disciplinar do Conselho Monetário Nacional tomou por base a Lei nº 4.728/1965 (“Lei do Mercado de Capitais”), que incluía, dentre suas atribuições, “I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem; [...] III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; [...]”.

13 Cf. Resolução CMN nº 88/1968, posteriormente complementada pela Resolução CMN nº 214/1972.

14 Cf. Lei nº 4.728/1965.

15 Na mesma linha, Luis Gastão Paes de Barros Leães criticou a lei ao reconhecer que ela não teria fornecido “os parâmetros ou as condições para o exercício dessa fiscalização de polícia, dificuldade essa a que se soma a definição de contornos pouco precisos do fato delituoso, sem detalhar sequer quais os atos que podem configurar o privilegiamento de informações”. LEÃES, Luiz G. P. de B. *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 173.

16 COMPARATO, Fabio K. “Insider Trading”: Sugestões para uma moralização

do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 2, p. 46, 1971.

17 Cf. Lei nº 4.595/1964 (“Lei de Reforma Bancária”) e Lei nº 4.728/1965 (“Lei do Mercado de Capitais”).

18 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965.

19 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 41.

20 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; SANTOS, Mariana M. O regime jurídico da informação privilegiada no Brasil. In: *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*. v. 2, 1. ed., Coimbra: Almedina, 2012, p. 625.

21 A respeito, Comparato apontava que, para pensar em garantir a fiscalização do uso de informações privilegiadas, haveria a necessidade de depósito das ações em custódia de bancos, sempre que as ações detidas fossem ao portador. COMPARATO, Fabio K. “Insider Trading”: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 2, p. 47, 1971.

22 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 6.

23 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 27.

24 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 4

25 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 24.

26 Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964. In: PADUALIMA, Maria Lucia L. M. (Org.) *Agenda Contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012; TRUBEK, David M.; GOUVEIA VIEIRA, Jorge H.; SÁ, Paulo F. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Tn-Apec, 1971, p. 29-38.

27 Em abril de 1971, com a grande especulação da bolsa, a análise econômica do mercado acionário já previa o problema que se iniciaria em junho de 1971: “existe teoria, bastante difundida, de que quando as principais altas são das ações mais especulativas, isto significa o fim de um mercado em ascensão. Realmente existe preocupação generalizada sobre como vai terminar a euforia atual [...]. Pode-se afirmar, com segurança, que as altas ocorridas não foram igualadas em qualquer outra Bolsa, em qualquer época. Nunca houve tampouco mercado que tivesse permanentemente em alta, sem passar por um período de reajuste”. Cf. *Conjuntura Econômica*, vol. 25, n. 5, p. 25, 1971.

28 COMPARATO, Fabio K. Insider Trading: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 2, p. 41, 1971.

29 Para uma breve narrativa da crise de 1971 e a visão sobre a ineficiência do Banco Central em regular e policiar o mercado, ver: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 3. ed., 1997, p. 127 e seguintes. Na Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976, o então Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, justifica a mudança de perspectiva da Lei nº 4.728/65 para a retirada de competência do Banco Central e a criação da CVM: “A Lei nº 4.728, de 1965, organizou o mercado de capitais sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida e do balanço de pagamento, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários”. Afirma ainda: “A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito”.

30 Cf. art. 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976.

31 Cf. art. 4º, incisos V e VI, da Lei nº 6.385/1976.

32 Cf. art. 9º, VI, da Lei nº 6.385/1976.

33 Sobre a evolução do regime jurídico da vedação do uso de informação privilegiada ver: PROENÇA, José M. M. *Insider trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

34 Cf. art. 133 e arts. 176 a 188 da Lei nº 6.404/1976.

35 Cf. art. 22 da Lei nº 6.385/1976.

36 Este normativo foi alterado substancialmente em 2002, com a edição da Instrução CVM nº 358/2002. As principais disposições estão descritas no item 2.3 abaixo.

37 Justamente por abranger apenas os administradores, estas disposições foram objeto de críticas, “pelo seu caráter singularmente restrito, no tocante à definição da pessoa ligada”. COMPARATO, Fábio K., A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro*, São Paulo, n. 49, 1983.

38 Cf. art. 155, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/1976: “Cumprido, 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 e venda de valores mobiliários”.

39 Cf. art. 155, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404/1976.

40 Cf. art. 157, *caput* e parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/1976.

41 Cf. art. 157, parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/1976.

42 Cf. art. 157, *caput* e parágrafo 3º, da Lei nº 6.404/1976: “A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários contratada com infração do disposto nos parágrafos 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação”.

43 POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 4.

44 Constante do artigo 16 (a) do *Securities Exchange Act* de 1934, que impõe aos

administradores de companhias listadas em bolsa e a qualquer detentor de mais de 10% de ações a obrigação de enviar relatórios à Comissão de Valores norte-americana.

45 Cf. art. 8º, incisos III e V, e artigo 9º, inciso VI, da Lei nº 6.404/1976.

46 COMPARATO, Fábio K., A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro*, São Paulo, n. 49, p. 62/63, 1983.

47 Cf. Instrução CVM nº 08/1979.

48 SANTOS, Alexandre P.; OSÓRIO, Fábio M.; WELLISCH, Julya S. M. *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 127.

49 Nelson Eizirik entendia que a eficácia desta norma era duvidosa, dada a dificuldade de reparação de danos na esfera judicial: “São os *insiders* que efetivamente estão *dentro* da empresa [...]. Os intermediários financeiros e demais participantes do mercado *não estão obrigados a revelar publicamente as informações confidenciais da companhia*, as quais tiveram acesso. Conforme foi observado, é a não divulgação de informações que pode causar prejuízos, não a simples negociação com ações da mesma. Daí ser remota a possibilidade de reparação de danos, os quais, se a informação não for jamais trazida a público, não alterando, portanto, a cotação das ações, simplesmente não terão existido”. EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e a Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro*. São Paulo, n. 50, p. 43, 1983.

50 Esta Instrução veio acompanhada da Nota Explicativa 28/1984. Sobre estes normativos, ver: EIZIRIK, Nelson. A instrução da CVM 31/84 e a regulamentação do “insider trading”. *Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro*, São Paulo, n. 55, p. 170-175, 1984.

51 Cf. arts. 9º e 10 da Instrução CVM nº 31/1984.

52 Cf. arts. 10 e 11 da Instrução CVM nº 31/1984.

53 Cf. art. 4º da Instrução CVM nº 31/1984.

54 Fabio K. Comparato criticou o dispositivo quanto aos terceiros, da seguinte forma: “a distribuição seletiva de informações, pelas companhias abertas, acarreta a distorção dos

mecanismos de funcionamento do mercado de capitais, aumentando desproporcionalmente o risco de investimento, ou desinvestimento, em valores mobiliários para alguns investidores, em relação a outros. Falseia-se, por essa maneira, o livre jogo da oferta e da demanda; o valor de mercado dos títulos deixa a corresponder a uma apreciação objetiva dos elementos patrimoniais das companhias emissoras e de suas perspectivas de rentabilidade”. COMPARATO, Fábio K. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro*, São Paulo, n. 49, 1983.

55 EIZIRIK, Nelson, A instrução da CVM 31/84 e a regulamentação do “insider trading”. *Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro*, São Paulo, n. 55, p. 173, 1984.

56 Conforme redação vigente do artigo 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/1976, que inclui “atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do Mercado”.

57 Cf. art. 14 da Instrução CVM nº 31/1984.

58 A narrativa do caso se deu com base nas notícias da época, publicadas na Folha de S. Paulo, mais especificamente, nos dias 02, 05, 06, 19, 22, 24 de julho, 13 de agosto e 1º de setembro de 1977.

59 “BC aprova oferta pública de compra das ações da Kibon. O Banco Central aprovou, ontem, a proposta de oferta de compra de ações da Kibon S.A. em poder do público pela majoritária General Foods, cujo edital deverá ser publicado na próxima terça-feira nos principais jornais do Rio e São Paulo. O Banco Central, entretanto, fez algumas indagações que deverão constar do edital para avaliação pelo investidor da conveniência ou não de optar pela venda de suas posições acionárias. As indagações são as seguintes: a) se o Banco Crefisul de Investimento S/A (agente financeiro da operação) detém, nas carteiras de Fundos de Investimentos que administra, ações da empresa e, em caso afirmativo, se estas ações habilitar-se-ão à oferta de compra; b) sobre a publicação do balanço preliminar levantado em 30.6.77 sem auditoria e seu encaminhamento às Bolsas de Valores; c) sobre a complementação de preço a investidores que venderam suas posições de ações em Bolsa durante o mês de junho; d) sobre as negociações efetuadas por diretores da empresa, e posição atual de suas participações acionárias bem como a época em que estas eventuais participações foram adquiridas”. *BC aprova oferta pública de compra das ações da Kibon*. Folha de S. Paulo, São Paulo, 13 ago. 1977.

60 Folha de S. Paulo, São Paulo, 13 de agosto de 1977, p. 14.

61 Sobre este caso, vide menção feita por Mendonça Netto e Eizirik, que envolvia “poucas operações e fortes indícios de uso privilegiado de informações em oferta pública”. Por envolver perdas também de pequeno montante, o acordo privado foi “uma consequência natural, porém de marcante efeito incentivador para o exercício do *insider trading*: os eventuais privilegiados foram ‘esquecidos’ e conseqüentemente premiados com lucro e anonimato”. MENDONÇA NETTO, Horácio; EIZIRIK, Nelson. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobras. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, n. 10, v. 4, p. 7-19, 1978.

62 Vide referência ao relatório sobre a Petrobras em: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – “insider trading” – no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil*, n. 34, p. 30-51, 1979.

63 Inquérito Administrativo CVM nº 01/1978. Relator: Jorge Hilário Gouvea Vieira. Rio de Janeiro, 02 fev. 1979.

64 BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 12145-1. Relator: Galvão Coelho. São Paulo, 27 out. 1981. In: EIZIRIK, Nelson; BASTOS, Aurélio W. *Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV*, v. 2, p. 725, 1987. BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Embargos Infringentes na Apelação Cível nº 12145-1. Relator: Gomes Correa. São Paulo, 22 fev. 1983. In: EIZIRIK, Nelson; BASTOS, Aurélio W. *Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV*, v. 2, p. 725, 1987.

65 BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 15263-1. Relator Francisco Negrisollo. São Paulo, 25 mar. 1982. EIZIRIK, Nelson; BASTOS, Aurélio W. *Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV*, v. 2, p. 729, 1987.

66 BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. 6ª Câmara Cível de São Paulo. Apelação Cível nº 15263-1. Relator Francisco Negrisollo. São Paulo, 25 mar. 1982. In: EIZIRIK, Nelson; BASTOS, Aurélio W. *Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV*, v. 2, p. 729, 1987.

67 BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. 2ª Câmara Cível do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 27882-1. Relator: Penalva Santos. Rio de Janeiro, 27 dez. 1983. In: EIZIRIK, Nelson; BASTOS, Aurélio W. *Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV*, v. 1, p. 295, 1987.

68 RACHMAN, Nora M. *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. 1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

69 RACHMAN, Nora M. *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. 1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

70 Em estatística da CVM apresentada por Nelson Eizirik, que relaciona processos administrativos julgados pela CVM até 31 de agosto de 1996, verifica-se que este tipo de penalidade é a mais comumente aplicada, tendo sido multados 684 indiciados num total de 1.187 penalidades aplicadas por aquela autarquia. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2. ed., 1998.

71 Inquérito Administrativo nº 03/1979. Relator: Emanuel Sotelino Schifferle. Rio de Janeiro, 03 set. 1979 e 10 dez. 1979.

72 Inquérito Administrativo nº 03/1979. Relator: Emanuel Sotelino Schifferle. Rio de Janeiro, 03 set. 1979 e 10 dez. 1979.

73 Inquérito Administrativo nº 14/1980. Relator: Alberto Emílio Dumortout. Rio de Janeiro, 13 abr. 1981.

74 Inquérito Administrativo nº 07/1981. Relator: Sadi Assis Ribeiro Filho. Rio de Janeiro, 09 mar. 1982.

75 Inquérito Administrativo nº 02/1985. Relator: Nelson Eizirik. Rio de Janeiro, 11 nov. 1986.

76 Em matéria de atenuantes, vale mencionar também o Inquérito Administrativo nº 31/1993, que envolveu controladores da Cimento Cauê S.A., em que foi levado em consideração o fato de as negociações com ações terem sido realizadas de forma privada e, ainda, em vista de a companhia envolvida estar com o capital fechado havia três anos, o que não exerceria importância significativa em termos de mercado. Inquérito Administrativo nº 31/1993. Relator: João Laudo de Camargo. Rio de Janeiro, 20 dez. 1996.

77 Inquérito Administrativo nº 04/1985. Relator: José Breno Bueno Salomão. Rio de Janeiro, 04 nov. 1986.

78 Inquérito Administrativo nº 04/1986. Relator: Eliseu Martins. Rio de Janeiro, 21 set. 1987.

79 Ver referências a procedimentos judiciais no item 3.3.

80 SÁ, Paulo F. *Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1973, p. 23-24.

81 EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e a Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*. São Paulo, n. 50, p. 42, 1983.

82 Lei nº 10.303, de 31 out. 2001.

83 Para outro trabalho que aborda as decisões da CVM em temas de uso de informação privilegiada, ver: VILLAR, Luis Fernando Cunha. *O insider trading no Brasil: precedentes da Comissão de Valores Mobiliários*, 2016. Disponível em: <<http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1475>>.

84 De posse de todos os julgados no âmbito do recorte temporal descrito, o primeiro passo foi o de filtrar os PAS a partir de palavras-chave utilizadas na pesquisa, que foram as seguintes: “oscilação atípica”; “informação privilegiada”; “27-D”; “Insider Trading”; “Informação Relevante”; “08/79”; “31/84”; “358/02”. A decisão dos PAS que continha pelo menos uma ocorrência dos termos pesquisados foi separada para análise como um possível julgamento interessante ao objeto de pesquisa (uso de informação privilegiada). Tais decisões separadas foram analisadas individualmente a fim de identificar se o PAS de fato versava sobre a utilização de informação privilegiada por pelo menos um dos indiciados.

85 PAS CVM nº 18/2001. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, 04 nov. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2004/20041104_1801.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

86 Por exemplo, o PAS CVM nº 11/08, com 19 acusados pela prática do ilícito. PAS CVM 11/2008. Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 21 ago. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2012/20120821_1108.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

87 Por exemplo, o PAS CVM nº 09/2012, com um acusado pela prática do ilícito. PAS CVM 09/2012. Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 25 nov. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20141125_PAS_092012.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

88 PAS CVM nº 18/2001. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, 04 nov. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2004/20041104_1801.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

89 PAS CVM nº 22/2004. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 20 jun. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20070620_2204.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

90 PAS CVM nº 13/2009. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, 13 nov. 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2011/20111213_1309.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

91 Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; 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; 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.

92 PAS CVM nº RJ2009/13459. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 30 nov. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf>. Acesso em: 05 out. 2016.

93 PAS CVM nº 11/2009. Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 03 abr. 2012.

Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2012/20120403_1109.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

94 PAS CVM nº 15/2010. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 08 dez. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20151208_PAS_152010.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

95 PAS CVM nº RJ2013/11654. Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 23 set. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20140923_RJ201311654.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

96 PAS CVM nº 07/2007. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Rio de Janeiro, 16 mar. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2010/20100316_0707.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

97 PAS CVM nº 13/2009. Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, 13 nov. 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2011/20111213_1309.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

98 PAS CVM nº RJ2013/2714. Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 07 out. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20141007_RJ20132714.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

99 PAS CVM nº 23/2010. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 04 nov. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20141104_232010.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

100 PAS CVM nº RJ2011/3823. Relator: Pablo Renteria. Rio de Janeiro, 09 dez. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20151208_PAS_RJ20113823.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

101 PAS CVM nº RJ2009/13459. Relator: Aleksandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 30 nov. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf>. Acesso em: 05 out. 2016.

102 PAS CVM nº 22/2004. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 20 jun. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20070620_2204.html>. Acesso em: 29 set. 2016.

- 103** Cf. Decreto nº 8.652/2016.
- 104** PALMA, Juliana B.; PRADO, Viviane M. *Estudos Avançados de Mercados de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 133.
- 105** A busca foi realizada no site <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>> através das seguintes palavras-chave: “insider trading”, “informação privilegiada”, “358/02”.
- 106** Ressalta-se que o CRSFN não precisa mais julgar recursos de ofício, nos termos do artigo 51 do novo Regimento Interno do Conselho, conforme Portaria nº 68 do Ministério da Fazenda. Sobre este tema, ver: SATIRO, Francisco; SEVERO, Tiago. *O fim do recurso de ofício no âmbito do CRSFN*. Disponível em: <<http://jota.uol.com.br/jota-inside-o-fim-recurso-de-oficio-no-ambito-crsfn>>. Acesso em: 05 out. 2016.
- 107** Cf. art. 11, parágrafos 5º a 8º, da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei nº 9.457/1997.
- 108** Cf. art. 11, parágrafo 6º, e art. 4º da Deliberação CVM nº 390/2001.
- 109** Expressões utilizadas no art. 11, parágrafo 5º, da Lei nº 6.385/1976.
- 110** Cf. art. 8º, Deliberação CVM nº 390/2001, com redação da Deliberação CVM nº 486/2005.
- 111** Cf. art. 9º, Deliberação CVM nº 390/2001, com redação da Deliberação CVM nº 486/2005.
- 112** Realizada por Maíra Schweling Scala em seu trabalho de conclusão de curso da graduação em Direito da FGV Direito SP, “Estudo empírico dos termos de compromisso do âmbito da Comissão de Valores Mobiliários nos casos de insider trading”, em 2014.
- 113** Cf. art. 1º, II, Lei nº 7.913/1989.
- 114** Cf. art. 5º, parágrafo 6º, da Lei de Ação Civil Pública, conforme acréscimo pela Lei nº 8.078/1990; art. 11, parágrafo 5º, da Lei nº 6.385/1976; art. 7º da Deliberação CVM nº 390/2001; e art. 5º, parágrafo 6º, da Lei nº 7.347/1985.

115 Além dos TACs citados, há os TACs no caso da Aracruz, firmados em 2012 e 2013, estabelecendo pagamento à CVM e ao Fundo de Defesa de Interesses Difusos, a título de reparação por danos morais coletivos.

116 O parecer da Procuradoria Federal, a decisão do colegiado com os termos do TAC e a sentença de homologação do TAC estão disponibilizados em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/0001/20080304_TC_RJ2007-12231.pdf>. Acesso em: 30 set. 2016.

117 Segundo o Ministério da Justiça e Cidadania: “O Fundo de Defesa de Direitos Difusos – FDD foi criado em 24 de julho de 1985, pela Lei nº 7.347, e trata-se de um Fundo de natureza contábil, vinculado ao Ministério da Justiça, e regulamentado pela Lei nº 9.008, de 21 de março de 1995, por meio do Conselho Federal Gestor do Fundo de Defesa de Direitos Difusos – CFDD. O FDD tem por finalidade a reparação dos danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico, por infração à ordem econômica e a outros interesses difusos e coletivos”. Disponível em: <<http://www.justica.gov.br/seus-direitos/consumidor/direitos-difusos>>. Acesso em: 05 out. 2016.

118 O instrumento do Termo de Compromisso e Ajustamento de Conduta deste caso está disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090203_R1/20090203_D13.html>. Acesso: em 10 ago. 2014.

119 Não há no termo a justificativa deste valor, menção do eventual ganho ou relação com o valor da operação.

120 A decisão do colegiado está disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/0001/20100622_TC_10-08.pdf>. Acesso em: 30 set. 2016.

121 Convênio assinado em 08 de maio de 2008 entre a CVM e o MPF que tem por objeto: “o estreitamento do relacionamento institucional entre os convenentes, de modo a imprimir maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais; o fornecimento e o intercâmbio de informações, documentos, estudos e trabalhos técnicos relacionados à regulação e à fiscalização do mercado de valores mobiliários; ampla cooperação técnica e científica por meio do desenvolvimento conjunto de estudos e pesquisas; comunicações entre os convenentes para adoção de medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores

mobiliários e dos seus respectivos investidores”. É possível acessar esta informação e o próprio Termo de Cooperação Técnica no endereço: <<http://www.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>>. Acesso em: 05 out. 2016.

122 Cf. quadro que resume as punições no caso. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/insider-chega-a-justica/#.V_egw_krLIU>. Acesso em: 6 out. 2016.

123 Juízo Federal da 6ª Vara Criminal de São Paulo. Ação Penal nº 0009474-42.2009.4.03.6181. j. 17 dez. 2012, publicado no D.O. 10 jan. 2013.

124 Juízo Federal da 6ª Vara Criminal de São Paulo. Ação Penal nº 0009474-42.2009.4.03.6181. j. 17 dez. 2012, publicado no D.O. 10 jan. 2013.

125 Juízo Federal da 6ª Vara Criminal de São Paulo. Ação Penal nº 0009474-42.2009.4.03.6181. j. 29 out. 2014, publicado no D.O. 04 ago. 2014.

126 Juízo Federal da 1ª Vara Criminal de Porto Alegre. Ação Penal nº 5067096-18.2012.404.7100, aguarda julgamento.

127 Cf. Superior Tribunal de Justiça. Recurso em Habeas Corpus nº 46.3015 – RS. Relator: Min. Sebastião Reis Júnior. j. 25 ago. 2015.

128 Juízo Federal da 3ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- : BENY, Laura Nyantung, “*Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence*”. William Davidson Institute Working Paper, n. 741, 2005.
- : BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem, “*The World Price of Insider Trading*”. The Journal of Finance, vol. 5, 1. ed., p. 75-108, 2002.
- : BAINBRIDGE, Stephan M., *Insider Trading: An Overview*, de 24 out. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529>. Acesso em 04: out. 2016.
- : COFFEE JR., John C., “*Law and the Markets: The Impact of Enforcement*”. Columbia Law and Economics Working Paper, n. 304, 2007.
- : COMPARATO, Fabio K., “*Insider Trading*”: *Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, n. 2, p. 41-47, 1971.
- : COMPARATO, Fábio K., A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, n. 49, p. 56-73, 1983.
- : EIZIRIK, Nelson, Insider Trading e a Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*. São Paulo, n. 50, p. 42-56, 1983.
- : EIZIRIK, Nelson, A instrução da CVM 31/84 e a regulamentação do “insider trading”. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, n. 55, p. 170-175, 1984.
- : EIZIRIK, Nelson, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2. ed., 1998.
- : KIM, Sung Hui. Insider trading as private corruption, *UCLA Law Review*, v. 61, p. 928-1009, 2013-2014.
- : LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das S.A.:*

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 3. ed., 1997.
- : LEÃES, Luiz G. P. de B., *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.
- : MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stockmarket*. Nova York: The Free Press, p. 456-461, 1966.
- : MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964. In PADUA LIMA, Maria Lucia L. M. (Org.). *Agenda Contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2. ed., v. 2, p. 191-235, 2012.
- : MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; SANTOS, Mariana M., *O regime jurídico da informação privilegiada no Brasil*. In *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*. v. 2, 1. ed., Coimbra: Almedina, p. 619-635, 2012.
- : MENDONÇA NETTO, Horácio; EIZIRIK, Nelson, O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobras. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, n. 10, v. 4, p. 7-19, 1978.
- : MIRANDA VALVERDE, Trajano. *Sociedade por ações: Comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940*. v. 2, 1959.
- : POSER, Norman S.; ROTH, Allan R. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965.
- : PRADO, Viviane M.; PALMA, Juliana B., *Estudos Avançados de Mercados de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- : PROENÇA, José M. M. *Insider trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- : RACHMAN, Nora M., *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. 1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

- : SÁ, Paulo F., *Intervenção do Estado no Domínio Econômico*, Rio de Janeiro: Editora Rio, p. 23-24, 1973.
- : SANTOS, Alexandre P.; OSÓRIO, Fábio M.; WELLISCH, Julya S. M., *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- : SCALA, Maíra Schweling. *Estudo empírico dos termos de compromisso do âmbito da Comissão de Valores Mobiliários nos casos de insider trading*. Trabalho de conclusão de curso da graduação em Direito da FGV Direito SP, 2014.
- : TRUBEK, David M.; GOUVEIA VIEIRA, Jorge H.; SÁ, Paulo F., *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Tn-Apec, 1971.
- : VILLAR, Luis Fernando Cunha. *O insider trading no Brasil: precedentes da Comissão de Valores Mobiliários*, 2016. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1475>.

SOBRE OS AUTORES

NORA RACHMAN

PESQUISADORA DE PÓS-DOCTORADO NA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO SP). POSSUI GRADUAÇÃO EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (1987), MESTRADO EM DIREITO COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (1999) E DOUTORADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (2013).

RENATO VILELA

PESQUISADOR DO NÚCLEO DE ESTUDOS EM MERCADOS E INVESTIMENTOS DA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO SP). DOUTORANDO EM DIREITO COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. MESTRE EM DIREITO DOS NEGÓCIOS PELA FGV DIREITO SP (2012). POSSUI GRADUAÇÃO EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (2012) E BACHARELADO EM CIÊNCIAS SOCIAIS PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (2009).

VIVIANE MULLER PRADO

PROFESSORA EM PERÍODO INTEGRAL NA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO SP), ONDE COORDENA O NÚCLEO DE ESTUDOS EM MERCADOS E INVESTIMENTOS. DOUTORA EM DIREITO COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (2004). BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (1995).

ISBN 978-85-64678-29-3



LIVRE *para*

LER PARTILHAR COPIAR PENSAR