

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 26

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2020

REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL

Nº 26 Janeiro/Junho de 2020

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsèrié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Gerson Branco (UFRGS), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Milena Donato Oliva (UERJ), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (UERJ), Samuel Max Gabbay (IFRJ), Sergio Negri (UFJF) e Unie Caminha (UNIFOR).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 26 (janeiro/junho 2020)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicado no segundo semestre de 2021.

ESTUDO EMPÍRICO SOBRE O PERFIL DOS CONDENADOS POR *INSIDER TRADING* PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. HÁ O EFEITO EDUCATIVO DAS DECISÕES?¹

AN EMPIRICAL STUDY ON THE PROFILE OF THE CONDEMNED BY *INSIDER TRADING* BY THE COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. IS THERE AN EDUCATIONAL EFFECT OF DECISIONS?

*João Luís Nogueira Matias**
*Ives Nahama Gomes dos Santos***

Resumo: Investiga-se, por meio do multimétodo, a maneira como o uso de informação privilegiada (*insider trading*) é tratado nos Processos Administrativos Sancionadores (PAS), no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por meio de uma pesquisa empírica, tendo como recorte temporal o período de 2004 até 2019, a pesquisa procurou delimitar qual o perfil das pessoas físicas condenadas, ou seja, se mantinham ou não relação com a companhia, tendo sido verificado que, em sua maioria, as condenações foram aplicadas aos membros internos. Outras variáveis na linha investigativa fo-

1 Artigo recebido em 06.09.2021 e aceito em 10.09.2021.

* Professor Titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará – UFC, com aulas na graduação e na pós-graduação. Professor Titular do Centro Universitário 7 de Setembro – UNI7. Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Doutor em Direito Público pela Universidade Federal de Pernambuco – UFPE. Mestre em Direito e Desenvolvimento pela Universidade Federal do Ceará – UFC. MBA em Gestão de Empresas Fundação Getúlio Vargas – FGV/RJ. Juiz Federal. E-mail: joaoluism@uol.com.br

** Mestranda em Direito Constitucional Público pela Universidade Federal do Ceará – PPGD/UFC, com mobilidade acadêmica na Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Coordenadora do Núcleo de Estudos em Ciências Criminais – NECC/UFC. Pesquisadora do Projeto Pesquisa Empírica e Jurimetria – PROPED (UNIFOR). Pesquisadora do Grupo de Direito Penal Econômico e da Empresa – G.DPEE da Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP. Pesquisadora do grupo de estudos Dimensões do Conhecimento do Poder Judiciário da Escola Superior da Magistratura do Estado do Ceará – ESMEC. Especialista em Direito Penal Econômico pela Universidade de Coimbra e IBCCRIM. Advogada. E-mail: ives-nahama@hotmail.com

ram: quais os cargos dos condenados, quais as penas aplicadas e, por fim, se no teor do dispositivo das decisões dos PAS haveria a recomendação de a companhia instituir boas práticas educacionais internas, de modo a efetivar o caráter preventivo das sanções. A pesquisa verificou, no entanto, que as decisões condenatórias ainda não utilizam todo o potencial da sua finalidade educativa, o que auxiliaria no bom funcionamento das companhias.

Palavras-chave: Insider trading. Processos Administrativos Sancionadores (PAS). Perfil dos condenados. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Estudo Empírico.

Abstract: The purpose of the article is to investigate, through the multi method, how the matter of insider trading is dealt with in the Sanctioning Administrative Proceedings (SAP), within the scope of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM). From an empirical perspective, within the time frame starting in 2004 until 2019, the research sought to delimit which profile of individuals condemned by the practice, that is, whether they maintained relationship with the company, and it was verified that the majority of convictions were applied to the internal members of the companies. Other variables in the investigative line were: which positions were most condemned, which were the penalties applied and, finally, if in the content of the recommendation of the sentence of the PAS there would be a recommendation that the condemned company institute good internal educational practices, so to implement the preventive nature of sanctions. However, the research found that the condemnatory sentences did not value the educational purpose, being merely symbolic, not helping the companies to function properly.

Keywords: Insider Trading. Sanctioning Administrative Processes (SAP). Profile of convicts. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Empirical Study.

Sumário: Introdução. 1. Informação, mercado(s) e *full disclosure*: em busca da eficiência informacional. 2. O estado da arte dos processos sancionadores da CVM: análise de dados. 2.1. A metodologia aplicada na pesquisa. 2.2. Sobre o perfil dos indiciados e efetivamente condenados por *insider trading*. 2.3. Sobre as penas aplicadas. 2.4. So-

bre o caráter preventivo das penas. 3. Além das penas: a prevenção como caminho para a redução dos danos à eficiência informacional. Considerações finais.

Introdução.

O inciso VI, do artigo 4º, da Lei 6.385/76, prevê o princípio do *full disclosure* (ou da transparência) e estabelece ser atribuição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Conselho Monetário Nacional (CMN) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados, dispondo, ainda, que à CVM cabe o papel fundamental na regulação do mercado, principalmente no que concerne ao dever de informar.

Já a Instrução CVM nº 358/2002 configura-se como o marco regulatório sobre a divulgação e uso de informações e sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, dispondo, no artigo 13º, sobre as consequências jurídicas do uso de informações privilegiadas, ou seja, informações não públicas até o momento da negociação.

Em países de vários níveis de desenvolvimento, tem curso a aplicação de severas penas aos *insiders*, inclusive com privação de liberdade. Embora haja relativo sucesso na repressão e prevenção a ilícitos praticados contra o mercado de capitais, percebe-se que muito ainda poderia ser feito com suporte na utilização de comandos preventivos (re) educacionais aplicados nos casos de condenações.

Nestas circunstâncias, a pesquisa partiu das seguintes perguntas centrais: - quais os incentivos para o fortalecimento do combate à informação privilegiada decorrentes da condenação de membros internos das companhias pela prática de *insider trading*? - Além dos efeitos repressivos, decorrem aspectos preventivos?

Recorre-se à metodologia multimétodo, analisando processos administrativos sancionadores da CVM, no período da vigência da Instrução Normativa de nº 358/2002, até o último mês da pesquisa, em maio de 2020.

De início, se contextualiza a ideia de eficiência informacional, vital para o bom funcionamento dos mercados, em especial do mercado de valores mobiliários. Em seguida, mostra-se a pesquisa empírica, com a análise dos dados sobre condenação por *insider trading*. Na sequência, aborda-se a importância da adoção de atitudes preventivas educacionais, como meio de mitigar os danos à eficiência informacional. Na sequência, vêm as considerações finais.

1. Informação, mercado(s) e *full disclosure*: em busca da eficiência informacional.

Com a inserção da sociedade no contexto da modernidade reflexiva, em que confronto consigo uma espécie de espelho social, as fontes de perigos já não são o desconhecimento, mas, sim, o conhecimento². Percebe-se que a importância das informações e os seus fluxos de interação constituem proposições insurgentes na sociedade reflexa.³ A informação, ou seja, o conhecimento dos fatos, tem valor imensurável e direciona as ações das pessoas que a detêm.⁴

A informação é um bem, dotado de valor econômico⁵ e representa um anseio e uma busca humana basilar, seja para questões simples do dia a dia, entre as relações interpessoais, seja para o desenvolvimento tecnológico, científico e até mesmo místico.⁶

2 BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. *Modernização reflexiva*: política, tradição e estética na ordem social moderna. 2. ed. São Paulo: Unesp, 2012. Tradução de: Magda Lopes.

3 TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British journal of management*, v. 14, n. 3, 2003, p. 207-222.

4 WANG, William KS; STEINBERG, Marc I. *Introduction: Insider Trading*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

5 PRATAS, Marta Alexandra Fialho. *O insider trading nos mercados financeiros*: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.

6 EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais*: regime jurídico. 3^o. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 460.

No mercado financeiro, o poder da informação na tomada de decisões é demonstrado não somente pelo caráter de influência que experimenta no âmbito negocial das partes envolvidas, mas por abranger, também, a capacidade de que uma assimetria informacional, fora das marcas admitidas, é passível de afetar diretamente a credibilidade dos investidores no funcionamento e estrutura de todo o mercado.⁷

É competência dos órgãos reguladores assegurar a transparência das informações relevantes (princípio do *full disclosure*). Do princípio, deriva a obrigação de propagar informações com teor que influencie a compreensão e o conhecimento na avaliação dos fatos.⁸

O princípio da transparência tem previsão no art. 4º, VI, da Lei 6.385/76, o qual dispõe que é uma das funções precípua do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários “[...] assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”. Busca-se assegurar a simetria informacional entre os agentes econômicos, o que torna o mercado mais digno de confiança, permitindo, ainda, a almejada redução dos custos de transação⁹ e um funcionamento equitativo do mercado.¹⁰

Dispõe-se, também, que devem proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários, consoante a letra c, do inciso IV, do artigo 4º, da Lei nº 6.385/76.

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

8 BAINBRIDGE, Stephen M. *Research handbook on insider trading*. Edward Elgar Publishing, 2013. Disponível em: <http://www.ssrn.com>. Acesso em: 10 maio 2020.

9 EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 480.

10 Elzirik, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Ibmecc - SP, 1977, p. 6.

A cotação dos valores mobiliários, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, listados no art. 2º da Lei 6385/76¹¹, deverá refletir apenas as informações publicamente disponíveis,¹² com os preços refletindo todas as variáveis suscetíveis de influenciar nos investimentos,¹³ afinal, a obtenção de informações tem um custo para os agentes econômicos e estes competem entre si, tomando decisões com base em cada nova informação que é divulgada.¹⁴

A ampla informação é o meio de alcançar a eficiência informacional, expressa na velocidade e na exatidão de reflexo nos preços a partir de cada divulgação.¹⁵ Para que se assegure concorrência perfeita, nuclear é viabilizar a ampla informação e conhecimento de mercado por parte dos agentes, ou seja, todos os atores envolvidos nas relações tendo completo conhecimento das condições de mercado, com plena paridade de informações.¹⁶

É certo que uma decisão de investimento no mercado sem a detenção de toda informação necessária enseja prejuízos não só ao investidor, mas, também, ao mercado de maneira plural, como parte de um todo.¹⁷

11 GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 49, n. 3, p. 462-475, 2014.

12 DUBEUX, Júlio Ramalho. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris Editor, 2006, p. 49.

13 MALKIEL, Burton G.; FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, New York*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

14 *Ibidem*, p. 385.

15 GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*. Stanford Law & Economics, 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=462786>. Acesso em: 20 mai. 2020.

16 GUESTRIN, Sergio G. *Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho: de las fallas del mercado al sistema jurídico*. Buenos Aires: Edital Ábaco de Rodolfo Depalma, 2004.

17 FERREIRA, Laila Cristina Duarte, *Op. Cit.*, 2013.

Não será qualquer informação que se submeterá à regra da ampla publicidade e da impossibilidade de uso indevido, como descrito no parágrafo 4º, do artigo 155, da Lei nº 6.404/76, devendo a informação revestir-se de determinados atributos que justifiquem a severidade do tratamento previsto na legislação.

Sobre a noção de informação relevante, em sintonia com a previsão do artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, a Instrução Normativa de nº 358/2002 da CVM, assim considera a informação passível de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, no que se inclui qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração que venha influir na cotação, na decisão de compra e venda e na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Assim, entende-se informação privilegiada como um dado regido pela confidencialidade,¹⁸ visto que as informações são obtidas em razão do cargo que se ocupa, bem como em decorrência da sua materialidade, conforme redação do art. 2º da ICVM 358/02. É privilegiada a informação que contém o trinômio: obtida em virtude da função/cargo que exerce, ainda não divulgada e considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as relações mercantis.

Complementa o sistema de publicidade e de vedação de informações privilegiadas o dever de guardar sigilo, exposto no art. 8º da Instrução 358/2002. O sigilo é referente às informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, sendo, portanto, informações pri-

18 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid. 2003. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2020.

vilegiadas até a serem tornadas públicas ao mercado, também devendo exercer a função de vigilância de seus subordinados, podendo responder solidariamente, caso haja o descumprimento e uso dos dados.

A prática de *insider trading* está ligada, de maneira geral, a duas proibições: a realização de negócios em posse de informação material que não é pública, logo, privilegiada, e revelar essa informação a terceiros.¹⁹ Além dessas, segundo as noções da IOSCO, convém que não se permita que pessoas com informações privilegiadas façam recomendações de compra ou venda ou adquiram de outra pessoa para comprar, vender ou assinar um contrato de subscrição, compra ou venda, de quaisquer valores mobiliários, com base em informações privilegiadas.²⁰

Com efeito, a CVM exerce papel fundamental na efetivação do dever de informar e do *full disclosure*,²¹ sendo instrumento para busca da eficiência informacional do mercado, mitigando o desequilíbrio econômico, a assimetria informacional e o uso de informação privilegiada.²²

Transpondo o seu papel repressor, a CVM atua prevenindo ofensas à eficiência informacional. Passa-se à análise do estado da arte nos processos sancionadores, por meio de estudo empírico.

19 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 102.

20 IOSCO, *Op. Cit.*, 2003, p. 14.

21 CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in)eficiência econômica da punição do insider trading à luz da análise econômica do direito e da jurisprudência da comissão de valores mobiliários. *Economic Analysis of Law Review*, v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019.

22 JAKOBI, Karin Bergit. *A atuação da CVM na regulação do mercado de capitais e na consagração do full disclosure, sob o enfoque da análise econômica do direito*. Dissertação (Mestrado) - Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

2. O estado da arte dos processos sancionadores da CVM: análise de dados.

Deve-se estar atento a que o sucesso na repressão e prevenção a ilícitos praticados contra o mercado de capitais não seja arrimado apenas pelo volume de condenações,²³ nem pela mera aplicação de sanções rígidas em termos pecuniários.

Na pesquisa, objetivou-se averiguar o perfil dos condenados e a existência de comandos preventivos (re) educacionais aplicados nos casos de *insider trading*. De início, é explicada a metodologia da pesquisa. Em seguida serão mostrados os dados.

2.1. A metodologia aplicada na pesquisa.

O artigo se utiliza da metodologia multimétodo, termo utilizado por Peter Cane e Herbert M. Kritzer na obra *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research*,²⁴ para especificar trabalhos que se valham de mais de uma técnica de pesquisa.

Antes de escolher um método de análise, o problema de pesquisa foi delimitado na seguinte pergunta central: - a partir da condenação, por parte da CVM, de membros internos das companhias pela prática de *insider trading*, quais os reflexos preventivos para o fortalecimento do combate ao uso da informação privilegiada?

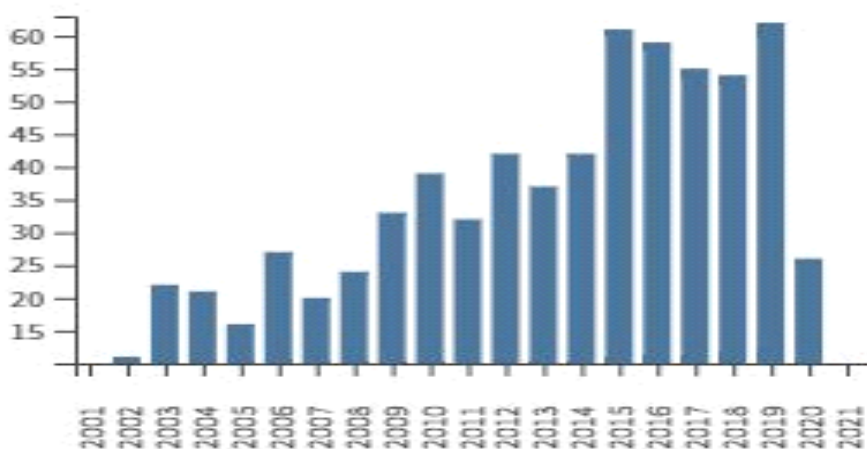
O ponto de partida para a revisão de literatura foi realizado recorrendo-se à base de dados *Web Of Science*, com a chave de pesquisa "*insider trading*". Foi refinado nas categorias: "*business finance or law or criminology penology*", com o recorte temporal em "todos

23 ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

24 CANE, Peter; KRITZER, Herbert. *The Oxford handbook of empirical legal research*. OUP Oxford, 2010.

os anos”. Assim, verificam-se a relevância do tema, a possibilidade de pesquisa, a viabilidade e quais os referenciais teóricos utilizáveis na elaboração do artigo e qual o recorte temporal a ser aplicado. Os dados mais expressivos constam dos anos de 2002 até 2020, com picos nos anos de 2017 ao ano de 2019, conforme gráfico abaixo:

Figura 1 - revisão de literatura realizada em 25 de abril de 2020 na base de dados *Web Of Science*.



Fonte: Web of Science

Foi percebido que o recorte temporal indicado pelo algoritmo do *Web Of Science* encontrava relação com os marcos nacionais sobre a temática, tendo como recorte nacional a Instrução 358/2008 da CVM e a última reforma legislativa em 2017 (ano de um dos picos de produção de artigos), com a promulgação da Lei nº 13.506/17, sendo mantidos, portanto, por esses motivos, os recortes de 2002 ao ano de 2020.

No segundo momento, a pesquisa passou a ter uma abordagem quantitativa, coletando dados dos PAS julgados na CVM no período pretendido e sistematizando os dados que puderam ser coleta-

dos no *site* da autarquia, a partir da ferramenta “busca avançada”, com as palavras-chaves: “*insider trading*” e “*insider trading*” AND “artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02”, sendo somente essas duas chaves de pesquisa as escolhidas, por se almejar uma objetividade na pesquisa, tendo como resultados (população) juntos, somando mais de um mil resultados que, quando refinados pelo item “processo administrativo sancionador”, foram reduzidos para 122 decisões, sendo todos analisados.

Menciona-se, ainda, que só foram analisados PAS com referência ao artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, o que resultou em uma amostra final de 45 decisões, que foram transportadas para uma planilha do *Excel*. Processos que tratavam de diversas infrações, conjuntamente no mesmo PAS, foram analisados, mas somente os dados que tratam de *insider trading* foram tratados.

Os gráficos, tabelas e polímero de frequência que seguem abaixo são as espécies de figuras utilizadas por serem as mais indicadas pela estatística descritiva. Tais figuras foram geradas pela plataforma *Flourist* e *Infogram*, todos de autoria própria, para que se pudesse passar a vivência do fenômeno em estudo de maneira mais interativa.²⁵

Desse modo, a partir de tal metodologia para conhecer e confirmar o sistema de aplicação e exigibilidade das regras que vedam o uso de informação privilegiada, bem como se nos PAS há a dedicação para o aspecto preventivo da prática, se passa agora a mostrar os resultados de pesquisa quantitativa-descritiva em busca de resposta(s) para a problemática condutora da investigação.

2.2. Sobre o perfil dos indiciados e efetivamente condenados por *insider trading*.

De posse dos dados, após a busca com as palavras-chave: “*insider trading*” e “*insider trading*” e “artigo 13 da Instrução CVM nº

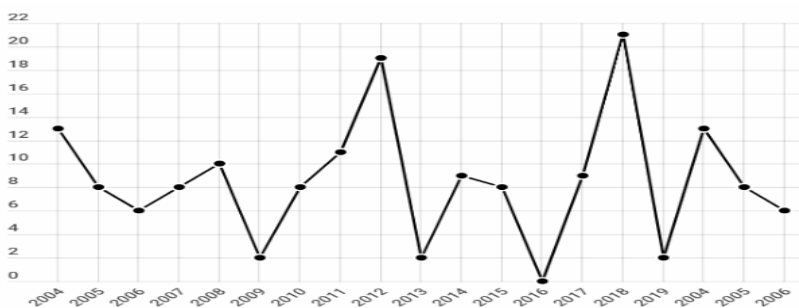
25 GUEDES, Terezinha Aparecida *et al.* *Estatística descritiva*. Projeto de ensino aprender fazendo estatística, [s.n], p. 1-49, 2005.

358/02”, refinados pelo item “processo administrativo sancionador”, constatou-se que alguns processos julgados após a entrada em vigor da Instrução nº 358/02 ainda se pautavam na Instrução anterior e, portanto, não foram objetos da pesquisa.

Em realidade, no recorte temporal realizado, o primeiro processo efetivamente julgado sob a Instrução normativa nº 358/02 era datado de 2004, especificamente o PAS Nº 25/04, com julgamento em 30 de setembro de 2008²⁶. O último processo julgado foi em 2019, o PAS nº 19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384), julgado dia 26 de novembro de 2019²⁷.

Das 45 decisões que constituem a amostra do artigo, há o seguinte panorama de indiciados, sem separação por espécie de participação no mercado (externo, interno ou pessoa jurídica), conforme se visualiza no polígono de frequência 1.

Figura 2 – Polígono de frequência 1: número total de indiciados por *insider trading* anualmente, no período de 2002-2015



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

26 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 25/04. Relator: Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro, 30 set. de 2008. *Diário Eletrônico da CVM*. 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080930_PAS_2504.pdf. Acesso em: 20 jun. 2020.

27 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/2384 (19957.001639/2016-15). Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 26 nov. 2019. *Diário Eletrônico da CVM*, 22 jan. 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2019/RJ2016-2384.html>. Acesso em: 20 jun. 2020.

Como se nota, o ano com menor número de indiciados por *insider trading* foi 2016, com nenhum indiciado,²⁸ e o ano com maior número de indiciados por *insider trading* foi 2018, com o total de 21 pessoas (físicas e jurídicas) indiciadas perante a autarquia por uso de informação privilegiada.

O número de indiciamentos é fortemente influenciado pela lógica do funcionamento dos processos.²⁹ Se várias pessoas estiverem conexas a uma mesma prática, utilizando, de maneira ilícita, informações privilegiadas, serão vários os indiciados no mesmo processo, o que influenciará no número de processos e de indiciamento. Em oposto, se forem poucas pessoas, ou somente uma pessoa suspeita, o número de indiciados será menor.

Sabendo-se que o número de indiciados no período analisado foi de 136 pessoas (jurídicas e ou físicas), é relevante para o escopo da pesquisa classificar quem são esses agentes.

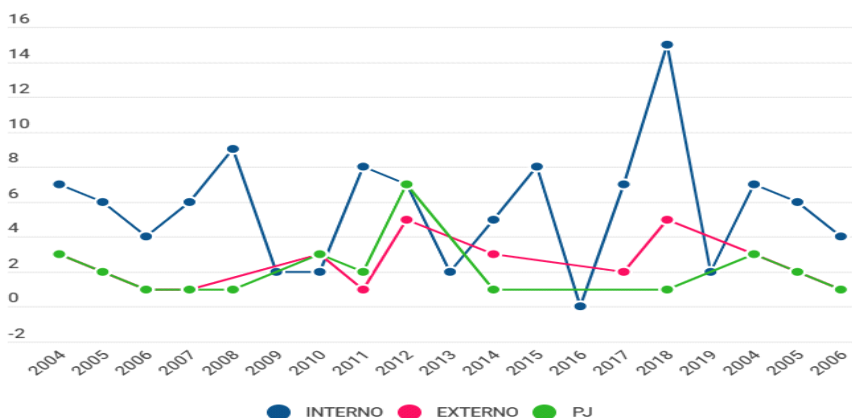
A classificação para os *insiders* primários foi de “internos” (pessoas com acesso à informação em virtude de sua função), para os *insiders* secundários (investidores, pessoas que não tem nenhum acesso interno à companhia emissora da informação privilegiada) foi “externo” e para as pessoas jurídicas (externas à organização da companhia) foi de “PJ”.

Conforme se visualiza no polígono de frequência 2.

28 Nenhuma ação foi verificada no ano de 2016, com o recorte temporal e de palavras-chave realizado no estudo. Não significa, porém, que não tenha havido nenhum julgamento, só significa que não foi encontrado nesta pesquisa.

29 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. *Op. Cit.*, p. 102.

Figura 3 - Polígono de frequência 2: número total de indiciados por *insider trading* anualmente, no período de 2002-2015, divididos por classificação de atuação no mercado de capitais: “interno”, “externo” e “PJ”.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

Foram quantificados 90 indiciados na categoria “internos”, 24 na categoria “externos” e 22 na categoria “PJ”, percebendo-se que a quantidade de entes “internos” indiciados, em uma escala global, é consideravelmente maior do que as outras duas categorias quase que somadas.

Somente no ano de 2010, o número de “externos” foi maior do que o dos “internos”, sendo 3 “externos” e 3 “PJ”, contra 2 indiciados “internos”, conforme indicado no polígono de frequência 2.

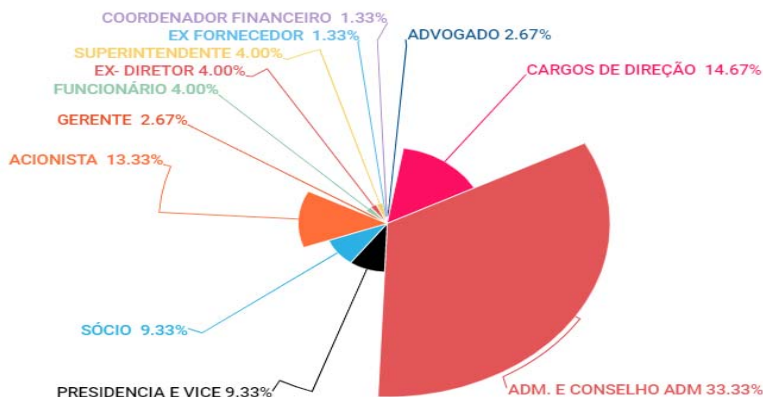
O gráfico 1 mostra o indiciamento por cargos observados na categoria “internos” no período de 2004 a 2019, conforme o recorte temporal já mencionado.

A apresentação do gráfico não foi feita ano a ano por uma questão estética e metodológica. Se todos os dados dos 90 indiciados fossem mostrados em crescimento anual, o gráfico perderia o caráter

explicativo e poderia induzir o leitor ao erro, o que não é a intenção. Os cargos, contudo, que apresentaram maior incidência nos indiciamentos por *insider trading* possuem gráficos próprios, os gráficos 3, 4 e 5.

Por tal motivo, o gráfico 1 é apresentado de maneira global, sem que se tenha a evolução por ano, mas, sim, com base no todo (90). Desse modo, cada porcentagem apresentada diz respeito a uma parte (x%) do todo (100%).

Figura 4 - Gráfico 1: indiciamento por cargos observados na categoria “internos” no período de 2004 a 2019.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

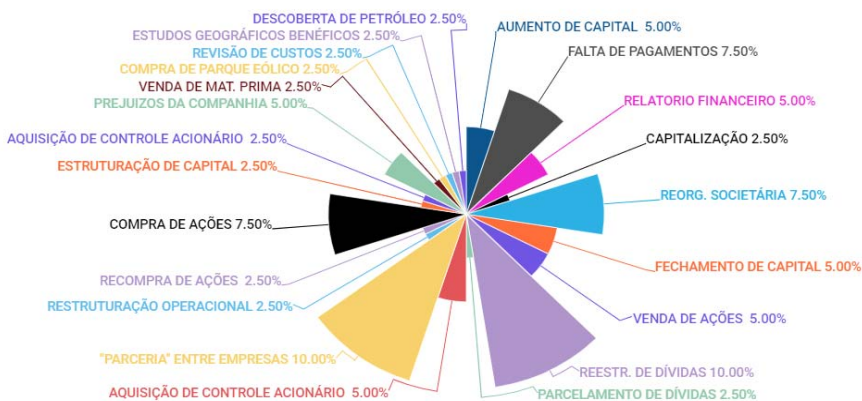
Algumas explicações são necessárias sobre a categorização dos cargos. Quando se menciona “diretor”, todas as categorias de direção foram incluídas para que se tivesse uma menor variedade e devida precisão. Todos os cargos que tinham como foco direção de departamentos, por ex.: diretor financeiro, diretor jurídico, diretor de vendas, foram denominados somente “cargos de direção”. Igual junção foi feita na categoria “administração e conselho administrativo”, pois, conforme foi verificado, os cargos enquadrados nessa categoria,

por terem similitude de importância (e funções), poderiam ser contabilizados em um só bloco.

Assim, conforme o gráfico 1, algumas categorias são preponderantes na frequência dos indiciamentos, sendo elas: “adm. e conselho adm.”, com 33,3%, “cargos de direção” com 14,67%, “acionista” com 13,33%, e “sócio” e “presidência e vice”, ambos com 9.33% de frequência no total dos 90 indiciados “internos”.

Um dado importante a ser apresentado diz respeito ao conteúdo das informações objeto dos PAS. Como demonstrado no tópico 1, a prática de *insider trading* se consuma a partir do conhecimento e (má) utilização de informação privilegiada, ainda não sabida pelo mercado, que é capaz de influenciar no valor de ativos. A partir do estudo empírico aqui realizado, acessam-se as categorias de informação utilizadas pelos indiciados nos PAS. O Gráfico 2 aclara as categorias.

Figura 5 - Gráfico 2: tipos de informações utilizadas pelos indiciados nos PAS, no período de 2004 a 2019.



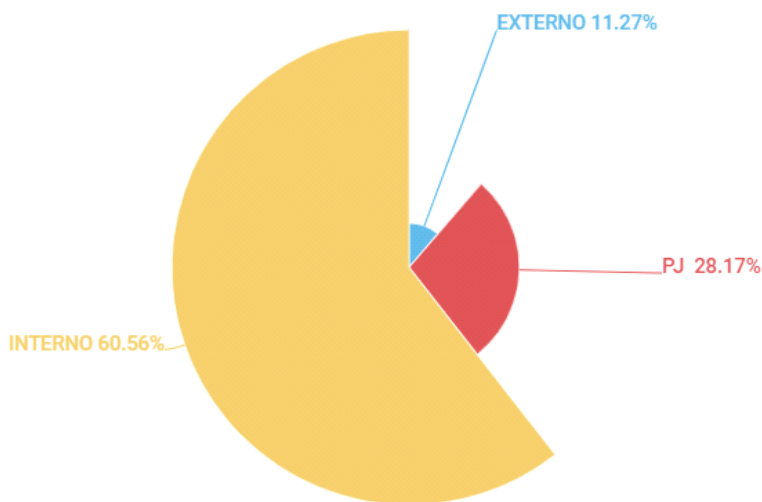
Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

O que se percebe diante do gráfico acima, é que a variedade de informações privilegiadas utilizadas de maneira ilícita faz com que o perfil destas não possa ser traçada com maiores filtros ou padrões. Contudo, pode-se observar uma preponderância, mesmo que mínima, das categorias de reestruturação de dívidas (10%), reorganização societária (7.50%), compra de ações (7.5%), venda de ações (5%), e aquisição de controle acionário (5%).

Com suporte nesse panorama geral, já se sabendo quem e quantos são os indiciados e quais as informações utilizadas para lastrear o início dos PAS, tem-se a questão dos absolvidos e dos indiciados nos PAS da CVM no período 2004 a 2019.

Os gráficos 3 e 4 demonstram a quantidade de absolvições e condenações no período, de acordo com cada categoria de atuação no mercado de capitais: “interno”, “externo” e “PJ”.

Figura 6 - *Gráfico 3*: absolvições no período, de acordo com cada categoria de atuação no mercado de capitais: “interno”, “externo” e “PJ”.

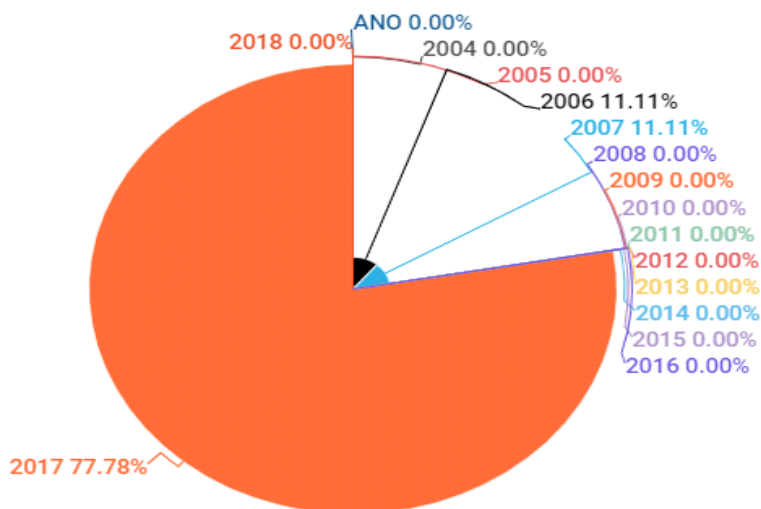


Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

Da análise do gráfico, nota-se é que, dos 136 indiciados, 71 entes foram absolvidos, e 60.56% dos absolvidos foram agentes internos, o que é um número bem significativo.

Malgrado, porém, o alto índice de absolvição, as condenações também são volumosas, sendo o total de 65, porém, deste número, a maioria também é dos agentes internos, conforme se visualiza no gráfico 4.

Figura 7 - Gráfico 4: condenações no período, de acordo com cada categoria de atuação no mercado de capitais: “interno”, “externo” e “PJ”.



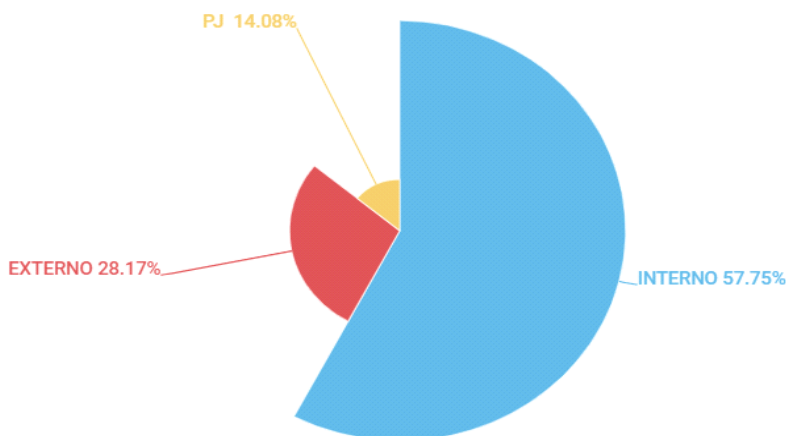
Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

Para que se observe de maneira precisa, os gráficos 6, 7, e 8 apresentam o indiciamento, separado por cargos, mas em escala anual, para que se perceba que cada ano teve um ator específico nos PAS julgadores de *insider trading*. Sendo na mesma proporção dos indiciados, os maiores cargos ocupantes condenados os “cargos de

direção”; “administrador e conselho de administração” e “presidente e vice-presidente”.

Percebe-se, ainda, que, mesmo com a crescente condenação de pessoas com posições importantes nas companhias, a exemplo dos sócios e diretores, o caráter preventivo no sentido educacional não foi exercido pelas penas, ou sequer mencionado nos votos dos PAS, conforme a tabela 1 demonstrará, no momento oportuno.

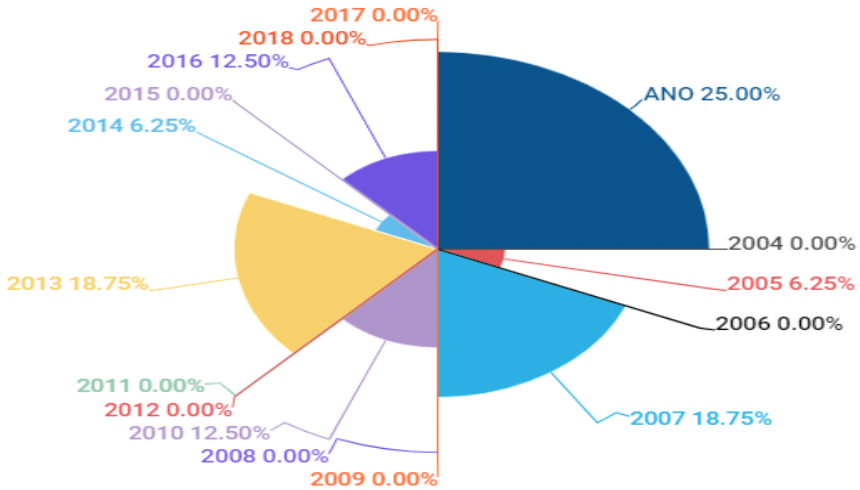
Figura 8 - *Gráfico 5*: condenações no período de 2004 a 2019, para “cargos de direção”.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

Aqui, percebe-se que, nos anos de 2006 e 2007, a porcentagem de condenações para a categoria “cargos de direção” teve um índice de 11.11%, mantendo um índice de 0% de 2010 até 2016, mas com um salto para 77.78% em 2017, quando foram julgados 6 PAS.

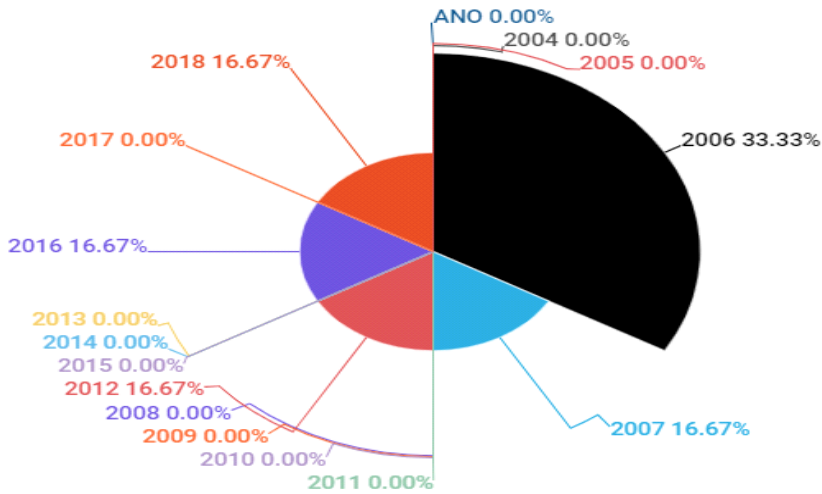
Figura 9 - *Gráfico 6*: condenações no período de 2004 a 2019, para “administrador e conselho de administração”.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

No gráfico 6, nota-se que, nos anos de 2007 e 2013, a porcentagem de condenações para a categoria “administrador e conselho de administração” teve um índice de 18.75%, mantendo um índice de 0% de 2010 até 2012, tendo aparições em 2005 e 2014 de 6.25% ao ano.

Figura 10 - Gráfico 7: condenações no período de 2004 a 2019, para “presidente e vice-presidente”.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

No gráfico 7, percebe-se que nos anos de 2008 a 2011, as condenações para a categorias mantiveram o índice de 0% de 2010 até 2012, havendo, nos anos de 2012, 2016 e 2018, um índice igualitário de condenações, sendo a porcentagem fixada em 16.67. O ano de 2006 merece destaque para a categoria, pois o índice de condenações, saindo da marca de 0% em 2004 e 2005, vai para 33.33% no ano de 2006, quando 3 PAS foram julgados e, dentre os condenados, alguns ocupavam cargos de presidente ou vice.

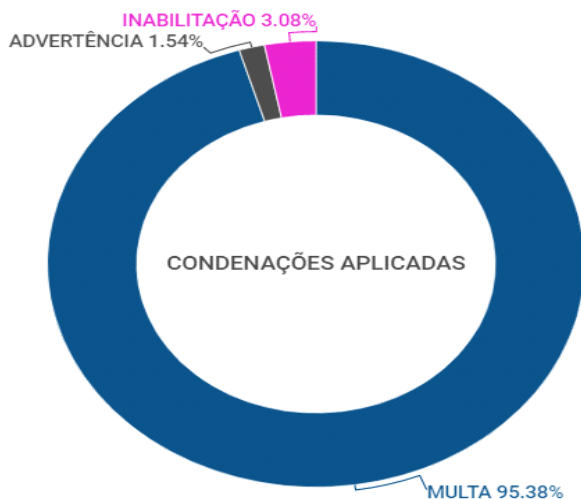
2.3. Sobre as penas aplicadas.

No que diz respeito às sanções aplicadas, o artigo 11 da Lei nº 6.385, de 1976, prevê as penalidades nas seguintes modalidades: advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia,

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.

Dos 65 indiciados punidos pela prática de *insider trading*, mostrados no Gráfico 5, as multas compreendem quase a totalidade das condenações, ocupando 97.18% das decisões nos Votos dos PAS, conforme a distribuição do Gráfico 8.

Figura 11 - Gráfico 8: distribuição das punições por *insider trading*, por tipo, no período de 2004 a 2019.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

Da análise do gráfico, percebe-se que, mesmo tendo possibilidades diversas, os PAS da CVM foram majoritariamente no sentido de punir os indiciados com a penalidade pecuniária, algumas vezes chegando ao valor de R\$440.780.423,00 (quatrocentos e quarenta milhões, setecentos e oitenta mil, quatrocentos vinte e três reais), no PAS nº RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72), em que a pena foi conjugada com a inabilitação temporária por 7 (sete) anos.

2.4. Sobre o caráter preventivo das penas.

A pesquisa tem por objetivo aferir qual a contribuição da CVM, no exercício de seu poder sancionador, para a prevenção de condutas ofensivas à eficiência informacional do mercado.

A busca nos 45 PAS, no recorte temporal de 2004-2019, em específico nos condenatórios de membros internos, permitiu aferir se havia nas respectivas companhias boas práticas de governança, programas educacionais para o fortalecimento do princípio da transparência ou recomendações educacionais, ou se houve, por parte da CVM, recomendações específicas para tais práticas.

Foi verificado, contudo, que a CVM, no ato sancionador, em sua maioria, não se dedicou a recomendar boas práticas, mesmo com a crescente condenação de membros internos de companhias atuantes nos mercados.

É dizer: os reflexos para o fortalecimento da tutela da informação privilegiada nas sociedades de capital aberto que decorreriam de sugestão de instituição de boas práticas de governança, de agendas educacionais, de programas de *compliance* ou de *Chinese Wall*, ou, até mesmo, de programas de ensino básico, parece não ter pertinência ou espaço nos votos sancionadores.

O espaço para se tentar a prevenção ou o estímulo de práticas educacionais parece ter sido ocupado por montantes, cada vez mais vultosos, de multas dos agentes internos das companhias emissoras.

O total de 98,63%, mencionado no gráfico 9, indica que a CVM não se dedicou à exploração do caráter preventivo educacional que as suas decisões poderiam ter, no sentido de: verificar se na companhia a que o agente interno condenado pertencia tinha práticas educacionais e propor a sua reformulação ou fortalecimento.

Figura 12 - *Gráfico 9*: verificação de recomendações educacionais, no corpo do voto condenatório nos PADs, no período de 2004 a 2019.



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

O único processo em que a CVM ensaiou uma reflexão acerca do fortalecimento ou instituição das boas práticas educacionais para atuação no mercado no tocante à necessidade de simetria informacional foi o PAS nº 04/04³⁰, julgado em 28 de junho de 2006, cujos indicados eram advogados, sendo um interno e outro externo à companhia emissora. O trecho do voto é trazido no quadro.

30 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 04/04. Relator: Diretor Marcelo Fernandez Trindade, Rio de Janeiro, 28 jun. 2006. *Diário Eletrônico da CVM*, 2006. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060628_PAS_0404.pdf. Acesso em: 20 jun. 2020.

<i>Quadro:</i> conteúdo da recomendação de boas práticas preventivas no PAS nº 04/04, julgado em 28 de junho de 2006.	
INFORMAÇÕES DO PAS	RECOMENDAÇÃO
<p>PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 04/04</p>	<p>(...) convocam a uma reflexão sobre a necessidade de os escritórios de advocacia estabelecerem códigos de conduta e políticas de negociação (ou de não negociação) com valores mobiliários de emissão de clientes ou partes adversas, bem como sobre a necessidade de os acordos de confidencialidade comumente celebrados no dia a dia da advocacia empresarial serem específicos quanto à vedação à negociação de valores mobiliários, a fim de evitar processos como este, que lançam dúvida (indevida) sobre a conduta ética dos profissionais do direito.</p>

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponibilizados pela CVM (2020).

Do teor do voto, nota-se que a reflexão sobre a necessidade de se instaurar códigos de conduta e políticas de negociação (ou de não negociação) com valores mobiliários, prezando pela simetria de informações, a fim de se efetivar o princípio da transparência e evitar processos sancionadores, somente ocorreu quando um advogado foi condenado, sendo a questão tratada mais como um ato falho da pro-

fissão de advogado do que uma falha no sistema de tutela à simetria informacional e transparência dos mercados.

No PAS nº 25/2010³¹, onde dois sócios da companhia emitente restaram condenados às multas de R\$135.550,00 (cento e trinta e cinco mil e quinhentos e cinquenta reais) e R\$1.315.944,00 (um milhão trezentos e quinze mil e novecentos e quarenta e quatro mil reais), o relator menciona que a CVM havia firmado acordo de cooperação técnica com o Tribunal de Contas da União com intuito de proceder ao intercâmbio de conhecimento e base de dados entre as instituições, para melhor aferir vínculos entre pessoas naturais e jurídicas, a fim de delinear as condutas dos *insiders*. Nessa mesma decisão, contudo, não há nenhuma menção a esforços para fiscalização e realização de práticas educacionais, a fim de que não se evite a existência de *insiders*.

A omissão da CVM é preocupante, indicando um menosprezo do caráter preventivo da pena e do seu aspecto educacional mais amplo. O estímulo a práticas educacionais é capaz de inibir o uso de informação privilegiada, com a divulgação dos elementos que caracterizam a prática, permitindo dirigir os esforços punitivos para aqueles que realmente sabem o quão nociva a utilização de informações privilegiadas é, mas não a evitam.

3. Além das penas: a prevenção como caminho para a redução dos danos à eficiência informacional.

Em 2017, a *Price waterhouse Coopers* (PwC) apresentou um estudo global que revelou as tendências dos CEOs a serem forçados

31 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 25/2010, Relator: Diretor Leonardo P. Gomes Pereira, Rio de Janeiro, 4 jul. 2017. *Diário Eletrônico da CVM*, 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/25_2010.pdf. Acesso em: 19 jun. 2020.

a deixar o cargo por lapsos éticos, observando que os agentes exerciam, ao usar a informação privilegiada, uma maneira de corrupção.

No estudo da PwC,³² observa-se que o *insider trading* é o tipo mais comum de corrupção que não envolve propriedade do governo, sendo o marco representativo da existência do ânimo corruptivo em corporações, mercado de ações e de compra e venda de ativos:

O estudo analisou as sucessões de CEOs nas maiores 2.500 empresas públicas do mundo nos últimos 10 anos e demonstrou que a rotatividade forçada em decorrência de lapsos éticos aumentou de 3,9% de todas as sucessões em 2007-11 para 5,3% em 2012-16. Na Europa Ocidental, o número de CEOs forçados a sair por lapsos éticos aumentou de 4,2% para 5,9%, enquanto nos países do BRIC o aumento foi de 3,6%, para 8,8%.³³

Haja vista esse quadro, a pergunta que se faz é: - o que fazer para reverter essa situação alarmante? As punições estão, de fato, se mostrando efetivas? Percebe-se que não. Impõe-se uma atuação preventiva, por meio de práticas educacionais, o que não tem sido realizado. Necessário, então, é mencionar que a proposição de incremento das medidas educativas é uma proposta, não uma solução a ser extraída dos dados.

No sítio da BM&FBovespa e a CETIP (B3),³⁴ foi encontrada uma notícia datada de 2015, em que se destacava a criação da “Câma-

32 PRICE WATERHOUSE COOPERS, *Global study on CEO trends indicates a significant uptick in CEOs forced out of office for ethical lapses*. 2017. Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2017/global-study-on-ceo-trends-indicates-a-significant-uptick-in-ceos-forced-out-of-office-for-ethical-l.html>. Acesso em: 30 maio 2020.

33 PWC. *Op. Cit.*, 2017.

34 BRASIL. Brasil, bolsa, educação. *B3 apresenta Programa Destaque em Governança de Estatais*. São Paulo. 2015. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-de-estatais-8AE490CA646C8899_01648491608657A4.htm. Acesso em: 10 mai. 2020.

ra Consultiva de mercado de Governança de Estatais”, projeto que visava a atuar para aprimorar a transparência na divulgação de informações. Os detalhes de funcionamento, contudo, se realmente foi implantada e se teve permanência ao longo dos anos, ou ainda mais detalhes de suas diretrizes não foram divulgados, tampouco houve menção de qualquer viés educacional a fim de evitar a prática da conduta de *insider trading*; frisando-se, ainda, que a adesão das empresas à câmara era voluntária, sem nenhuma vinculação ou obrigação.

Propõe-se que a CVM deva incentivar as boas práticas, utilizando-se no novo direito sancionador do caráter preventivo educacional da pena. Pode-se estimular o aprendizado sobre, por exemplo: a) o papel de cada agente no mercado; b) o que é informação; c) o que é informação privilegiada; d) o papel da informação na volatilidade dos mercados e sua influência nos preços; e e) as consequências da utilização de informação privilegiada. Isto para que, após a implementação dessas práticas educacionais, possam ser colhidos os frutos do caráter preventivo positivo.³⁵

A CVM pode tentar fazer com que a suas penas atendem mais do que à mera função repressora, sejam mais do que simplesmente pecuniárias, estimulando boas práticas de mercado, assim o índice de prática de *insider trading*, que foi crescente nos anos de 2004-2019, pode vir a decrescer.

Considerações finais.

Deve ser reconhecido que há grande preocupação de prote-

35 Em tempo, é válido mencionar que a proposta de incremento das medidas educativas é uma proposta e não uma solução que pode ser extraída dos dados. A proposta é colocada nos termos propostos, levando-se em consideração o referencial do qual parte o trabalho: o diálogo entre o Direito Administrativo Sancionador e o Direito Penal, notadamente, o caráter preventivo positivo.

ção dos investidores na ordem jurídica nacional. Objetiva-se que o mercado de capitais seja justo, eficiente e transparente, com a redução de risco sistêmico e da assimetria informacional. Para que isso aconteça, muito importante é a atuação da CVM, não apenas por meio da regulação, mas por intermédio da função sancionadora. A aplicação de sanções, por si, já é forte incentivo para que se evitem práticas nocivas ao mercado, contudo, não suficientes para que deixem de ocorrer, como a pesquisa demonstrou.

Com amparo na combinação de métodos quantitativos e qualitativos, procurou-se compreender o contexto da definição do *insider trading* e a sua punição no âmbito dos PAS da CVM, com destaque para o número de processos instaurados e julgados, para o perfil de indiciados e efetivamente condenados por *insider trading* e para verificar se o caráter preventivo educacional decorreu das sanções ou foi mencionado nos votos das decisões.

Foi percebido que, mesmo com a crescente condenação de pessoas com posições importantes nas companhias, o caráter preventivo educacional não foi exercido pelas penas, ou sequer mencionado nos votos dos PAS. Desse modo, vislumbra-se é que, após a pesquisa, apesar de o discurso mobilizado pelos diretores da autarquia demonstrar preocupação com a nocividade do uso de informação privilegiada, em termos empíricos, foi demonstrado que a construção argumentativa dos operadores não fomenta a implementação de boas práticas para a tutela do mercado.

Em decorrência desse quadro, propõe-se que a CVM deva incentivar “boas práticas”, estimulando o aprendizado sobre: a) o papel de cada agente no mercado; b) o que é informação; c) o que é informação privilegiada; d) o papel da informação na volatilidade dos mercados, sua influência nos preços; e e) as consequências da utilização de informação privilegiada. Impõe-se, entretanto, mencionar que a sugestão de incremento das medidas educativas é uma proposta, não uma solução a extrair dos dados.

Estima-se que, após a implementação dessas práticas educacionais, seja alcançado um modelo mais eficaz na busca do mercado informacional eficiente.