

Economic Analysis of Law Review

Quem quer ser um *Insider*? Estudo Empírico e Econômico Sobre quem são os Condenados por *Insider Trading* na Atividade Punitiva da CVM 2004 – 2019.

Who Wants to be an Insider? An Empirical and Economic Study on Who are Convicted by Insider Trading in CVM'S Punitive Activity Between 2004 - 2019

Ives Nahama Gomes dos Santos¹
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Mariana Dionísio Andrade²
Universidade de Fortaleza (Unifor)

RESUMO

O artigo investiga quem são os indiciados e efetivamente condenados ou absolvidos, em matéria de infração por prática de *insider trading*, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em Processos Administrativos Sancionadores (PAS). Desde uma perspectiva empírica, utilizando a Metodologia de Análise de Decisões (MAD), dentro do recorte temporal com início no ano de 2004 e indo até o ano 2019, a pesquisa procurou delimitar qual o perfil das pessoas físicas condenadas pela prática, ou seja, se mantinham ou não vínculo com a companhia. Outras variáveis na linha investigativa foram: quais os cargos que sofreram mais condenações, e quais foram as penas aplicadas. Como resultado, a pesquisa verificou que, em sua maioria, as condenações foram aplicadas aos membros internos das companhias, e quase a totalidade das penalidades ocorreu na modalidade multa.

Palavras-chave: *Insider Trading*. Indiciados em Processos Administrativos Sancionadores Comissão de Valores Mobiliários. Pesquisa Empírica.

JEL: K23.

ABSTRACT

The purpose of the research is to investigate who are the indicted and effectively convicted or acquitted, for practice of insider trading, within the scope of the Securities and Exchange Commission (CVM) in Sanctioning Administrative Proceedings (PAS). From an empirical perspective, within the time frame that began in 2004 until 2019, the research sought to define the profile of individuals condemned by the practice, that is, whether or not they maintained a relationship with the company. Other variables in the investigative line were: which positions have suffered the most convictions, and which penalties were applied. As main result, the survey found that most of the convictions were applied to internal members of the companies, and almost all penalties were in the form of a fine, confirming the initial hypothesis.

Keywords: *Insider Trading*. Indicted in Sanctioning Administrative Proceedings Securities Commission. Empirical Research.

R: 04/04/21 **A:** 23/06/22 **P:** 31/12/22

¹ Email: ives-nahama@hotmail.com.

² Email: mariana.dionisio@unifor.br.

1. Introdução

Após a crise de 1929, temas como simetria informacional, princípio da transparência e mercado eficiente deram um novo tom para a ordem das condutas no mercado de capitais. Com a ciência do poder informacional, sobretudo na tomada de decisões no mercado secundário, a competência dos órgãos reguladores para assegurar a transparência da chamada informação relevante passou a ser pauta nos debates regulatórios.

No Brasil, o art. 4º, VI, da Lei nº 6.385/76. prevê o princípio do *full disclosure* (ou da transparência), e declara 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, protegendo os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

A CVM, utilizando-se de seu poder normativo, elaborou a Instrução de nº 358/2002, marco regulatório determinante do ordenamento jurídico nacional sobre divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, trazendo, em artigo 13º, as vedações ao uso de informações privilegiadas.

O emprego de informações privilegiadas, ou somente *insider trading*, é a expressão utilizada para denominar transações desleais de valores mobiliários utilizando-se de informações não públicas até o momento da negociação. É privilegiada a informação que contém o trinômio: (a) obtida em virtude de uma relação especial fruto do cargo que exerce, (b) ainda não divulgada e (c) considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as relações mercantis, causando um intenso desequilíbrio entre os investidores do mercado.

A figura do *insider* se divide em duas: os *insiders* primários, denominados de institucionais, pois contam com o acesso direto a informação privilegiada em razão do cargo que ocupam; e *insider* secundário, aquele que obteve informações privilegiadas por qualquer motivo que não a função.

Nestas circunstâncias, o problema de pesquisa foi delimitado na seguinte pergunta central: quem são os indiciados e efetivamente condenados ou absolvidos, em matéria de infração por uso de informação privilegiada, o *insider trading*, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários em Processos Administrativos Sancionadores (PAS)?

Inicialmente, procura-se contextualizar a ideia de eficiência informacional, vital para o bom funcionamento dos mercados, em especial do mercado de valores mobiliários. Em seguida, será apresentada à luz da Análise Econômica do Direito. Na sequência, aborda-se o perfil dos indiciados, condenados ou absolvidos nos PAS da CVM e, após, vêm as considerações finais.

A resposta, buscada de modo empírico para o questionamento, se revela importante para a compreensão do sistema jurídico como um todo, notadamente pelo enfoque exploratório que se pretende com este artigo, no período desde a vigência da Instrução de nº 358/2002 até o último mês da pesquisa, em maio de 2020, recorte este que, após o tratamento de dados, restou delimitado de 2004 a 2019, anos do primeiro processo julgado e último processo julgado, respectivamente.

Justifica-se a escolha do tema pela sua atualidade no contexto social, econômico e jurídico, uma vez que o mercado de capitais é estruturado de modo a promover o desenvolvimento equilibrado do País, o qual assume seu dever de fiscalização, intervindo para proteger a estabilidade da economia, devendo ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

O artigo possui relevância em termos práticos e teóricos. Sob o prisma prático, porque adentra uma esfera que ainda carece de discussões judiciais mais abrangentes, e cujas consequências jurídicas ainda se mostram como novidade para os profissionais da área.

Com efeito, o texto recorre à metodologia multimétodo, estudando o fenômeno do *insider trading* com suporte em vários espectros intimamente relacionados, partindo de uma revisão sistemática de literatura, e desde uma abordagem quantitativa, coletando dados dos PAS julgados na CVM no período pretendido e os sistematizando os dados, para se obter a resposta ao problema de pesquisa.

2. Explicações necessárias: informação, mercado(s) e *full disclosure*, e relevância.

Com a inserção da sociedade no contexto da modernidade reflexiva, uma sociedade que se confronta consigo mesma em uma espécie de espelho social, as fontes de perigos já não constituem o desconhecimento, mas, sim, o conhecimento (BECK; GIDDENS; LASH, 1997, p.275).

A informação é um bem, dotado de valor econômico (PRATAS, 2017, p.35), 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 (EIZIRIK *et al.* 2011, p.460).

No eixo temático do mercado financeiro, o poder da informação na tomada de decisões é demonstrado, não somente, pelo caráter de influência passível de ter no âmbito negocial das partes envolvidas, mas por abranger, também, a capacidade de que uma assimetria informacional, fora das marcas tidas como permitidas, é capaz de afetar diretamente a credibilidade dos investidores no funcionamento e estrutura de todo o mercado (FERREIRA, 2013).

Para este ensaio, “mercado” é expresso como mercado de capitais, uma das subdivisões do mercado financeiro, na qual os entes econômicos participam de um fluxo contínuo de troca e riscos por meio de instrumentos financeiros, sendo estes *debt*. (dívida) ou *equity* (participação), passível de haver, ainda, uma junção de ambos (COSTA, 2018, p.97)³.

É de suma importância mencionar que o mercado de capitais suporta uma subdivisão própria em mercado primário e mercado secundário (FERREIRA, 2014, p.11). Existe em sua faceta primária a operação com intuito de captação de recursos por meio de lançamento de valores emitidos pelas companhias, que implicam em ofertas de novos títulos aos investidores em sentido amplo, com a participação do meio social. No mercado primário, a responsabilidade de venda é das próprias companhias emissoras, que utilizarão o capital da venda para financiar os seus investimentos (ELIAS e GAMA, 1979, p. 141).

O mercado secundário, em outro norte, é responsável por registrar as operações que dizem respeito a transferências de recursos e títulos sem a participação pública, ocorrendo tão somente entre investidores e companhias (ELIAS e GAMA, 1979, p. 141). A própria expressão “secundário” foi fixada para se relacionar ao conceito de liquidez⁴, a fim de transmitir, de logo, a

³ O próprio art. 2º da Lei 6.385/1976 sinaliza tal posição, ao afirmar que: “são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; ... II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

⁴ Segundo Isac Silveira da Costa (2018, p. 101) liquidez é uma característica de certo ativo cujo significado é a maior ou menor possibilidade de ser negociado em preços próximos aos verificados nas últimas transações, dada a existência de um número razoável de potenciais compradores e vendedores em preços próximos ao último preço negociado.

sua função. A dinâmica desta faceta se desenvolve em razão de projeções com base em um futuro incerto, assente no risco mútuo, feita pelos investidores e as informações que possuem (COSTA, 2018, p.100-102).

O mercado secundário, deste modo, tem a função de propiciar a liquidez aos investidores e, adicionalmente, agregar seus influxos quanto ao valor das instituições, refletidas nos preços com base nas informações disponíveis (COSTA, 2018, p.100-102).

Passadas essas primeiras explicações, desde este ponto no texto, quando for utilizada simplesmente a expressão "mercado", estará se referindo ao mercado secundário (de capitais).

Conforme já ensaiado, há, no âmbito do mercado, um fluxo intenso de informações, sendo da competência dos órgãos reguladores assegurar a transparência da chamada informação relevante. Configura o princípio do *full disclosure*, da transparência, oriundo do sistema regulatório estadunidense, do qual deriva a obrigação de propagar informações com um conteúdo que deve ser considerado nas transações, por serem capazes de influenciar a compreensão e o conhecimento na avaliação dos fatos (BAINBRIDGE, 2013, p.113). E, assim como naquele sistema, o *full disclosure* também é uma das bases para o bom funcionamento do mercado brasileiro.

O princípio da transparência tem previsão no art. 4º, VI, da Lei nº 6.385/76, que afirma ser uma das funções precípua da Comissão de Valores Mobiliários (juntamente com o Conselho Monetário Nacional) “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

A própria proteção do investidor na realidade brasileira é justificada com a adoção do *full disclosure*. A obediência a tal princípio, ao tentar assegurar a simetria informacional entre os agentes econômicos, torna o mercado mais digno de confiança, permitindo, ainda, a almejada redução dos custos de transação dos investidores (EIZIRIK *et al.* 2011, p. 480) e um funcionamento de modo equitativo para todo o mercado (EIZIRIK, 1977, p. 6).

A cotação dos valores mobiliários, ou seja, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, listados no art. 2º da Lei nº 6385/76 (MARTINS e PAULO, 2014, p. 34), publicamente postos para negociações, deverá refletir apenas as informações publicamente disponíveis (DUBEUX, 2006, p. 49).

O ideal é um mercado cujas negociações ocorram com preços que refletem todas as variáveis capazes de influenciar os investimentos, denominado de *mercado eficiente* (FAMA, 1970, p. 383-417).

Um mercado funciona adequadamente, quando o preço dos ativos reflete as previsões baseadas em todas as informações disponíveis, estimulando a competição entre os agentes econômicos. 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 (FAMA, 1970, p. 385).

Mercado eficiente é aquele em que as cotações dos títulos refletem de maneira fidedigna as informações. O papel dos dados é promover um reflexo para a dinâmica do mundo dos investimentos. Quando uma empresa retém informações relevantes, seus valores mobiliários não são mais preços atuais pelo mercado. Se a informação não divulgada for particularmente

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

significativa, o erro no preço é factível de ser substancial e mina a eficiência mercantil (BAINBRIDGE, 2013, p.115).

Nesse sentido, a expressão eficiente, quando inserta no âmbito das transações mercantis, tem uma duplicidade de variações: a eficiência alocativa e eficiência informacional. A primeira, ocorrendo quando os ativos com maior valor econômico estão em posse dos investidores que lhes atribuíram maior valor. A eficiência informacional, por sua vez, como a própria nomenclatura indica, é no tocante à velocidade e à exatidão de reflexo nos preços desde cada divulgação (GILSON e KRAAKMAN, 2013).

Ademais, o poder de informação e o intento pela simetria informacional constituem determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras. Em uma afirmação com tamanha amplitude e igual abstração, não há uma teoria única capaz de explicar quais os determinantes para o ato de escolha ocorrido dentro do mercado financeiro. É uma conclusão esperada, em razão da diversidade de fatores que influenciam o processo decisório das empresas e investidores (ALBANEZ e CORRAR, 2012, p. 82).

A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), Organização Internacional, com sede em Madrid, que reúne os órgãos reguladores de valores mobiliários do mundo e tida como referência em padronização legislativa do setor, possui 38 objetivos e princípios de regulamento de valores mobiliários. Os princípios mais específicos que fornecem elementos essenciais de uma estrutura para regulamentos de valores mobiliários são os de números 33 ao 38, resumidos em três tópicos principais: (i) a proteção dos investidores, (ii) garantir que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e (iii) a redução de risco sistêmico (IOSCO, 2019, p. 10-15).

O artigo 4º, inciso VI, da Lei nº 6.385/76, regula a matéria e declara ser atribuição da CVM e CMN assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e acerca das companhias que os tenham emitido (FERREIRA, 2013, p. 32).

Na Instrução de nº 358/2002 da CVM, marco regulatório determinante do ordenamento jurídico nacional sobre divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, a divulgação de informações relevantes é tratada como regra⁵. É relevante para os efeitos da Instrução qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta que influencie na cotação, 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 (CVM, 2002).

Sobre a ideia de informação relevante, a definição da CVM é harmônica com o artigo 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, sendo relevante a informação que influa, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Existe, ainda, para os entes acima, o dever de guardar sigilo, conforme exposto no art.º 8º da Instrução 358/2002. O sigilo é no tocante às informações relativas a ato ou fato relevante, às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam – sendo, portanto, informações privilegiadas – até sua publicização ao mercado, também devendo exercer a função

⁵ Malgrado ser regra a necessidade da divulgação das informações relevantes, tem-se, no Brasil, doutrinadores como Hélio O. de Castro, ao entender que um excesso de controle e de demanda por informação causa um efeito indesejável: a retração no mercado a partir do momento em que inibe emissões de ações por parte de algumas companhia (CASTRO e EIZIRIK, 1974, p. 80).

de vigilância de seus subordinados, respondendo de maneira solidária, caso ocorram descumprimento e uso dos dados.⁶

3. Assimetria informacional e o *insider trading*.

Uma das premissas da Análise Econômica do Direito (AED) é a falibilidade do mercado. O movimento que teve a Áustria como uma de suas origens, tem como uma de suas proposições a hipótese de que as falhas mercantis prejudicam o desenvolvimento de um mercado eficiente e a efetivação do bem-estar social, necessitando, portanto, de correção. (BOUCKAERT e DE GEEST, 2000, p.118-127).

Uma das premissas da AED está nas falhas de mercado, estritamente relacionadas com a eficiência, na medida em que estão prontas a interferir em seus resultados, prejudicando seu alcance (SADDI e PINHEIRO, 2005, p. p. 19-4).

Yazbek (2009, p. 34) afirma que a análise das falhas de mercado teve início com a publicação, em 1919, de *Economics of Welfare*, de Arthur Cecil Pigou, onde era delineado que os mercados são passíveis de ser ineficientes, exprimindo falhas, uma das quais é a assimetria de informações, sendo tida como uma das hipóteses em que se admite a intervenção do Estado no domínio econômico, a fim de corrigir essa imperfeição.

A assimetria informacional é a expressão designada para afirmar que uma das partes está em posse de maiores ou melhores informações do que a outra. Embora se reporte a um certo risco permitido dentro da atuação do mercado, a situação assimétrica é uma condição estranha, anômala, quando utilizada de maneira tergiversada, a fim de se obter vantagens ilícitas dos seus usuários, em um comportamento desleal perante o mercado (CHARÃO e RIBEIRO, 2019), de modo que rompe com a função de resguardar a transparência e simetria de toda informação chamada como pública, rompendo com o princípio da transparência (ALONSO, 2009).

Quem emite as ações possui mais informações do que quem deseja adquiri-las, seja quanto ao verdadeiro valor no mercado, ou à verdadeira situação financeira da empresa emissora, e quando o seu detentor, o agente interno da empresa (*insider*), possuindo a já mencionada obrigação de divulgar os dados relevantes, não o faz, prejudica a maximização da eficiência econômica, causando, dentre outros danos, prejuízos para o próprio valor mercantil para a companhia emitente (GIRÃO, MARTINS e PAULO, 2014).

Uma perda de confiança do investidor, ocasionada pela ciência desta situação, dificulta não apenas o aumento de capital das empresas, mas também diminui a liquidez do mercado de ações e impulsiona a utilização de informações privilegiadas a fim de comprar ou vender ações antes da transmitir as notícias ao público, conforme previsão do artigo 13 da ICVM e do artigo 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976. Além disso, a competição entre diretores por lucros comerciais comumente cria desconfiança tanto em espectro geral (por todo o mercado) como internamente, prejudicando a qualidade das decisões do conselho das companhias (STEINBERG e WANG, 2010, p. 48-50).

Desse modo, a tutela da simetria da informação é de aspecto tão relevante que foi incluída na agenda regulatória, fazendo surgir o ilícito denominado de *insider trading*, punido nas esferas cível, administrativa e criminal, com o fim último de buscar pela eficiência dos mercados, e de transparência na formação de preços relações mercantis, conforme passa a ser explorado agora.

⁶ ALEXY, Robert. Teoria dos direitos fundamentais. trad. Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 499.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

De acordo com o mencionado, os artigos 155 e 157 da Lei nº 6.404/76 impõem os seguintes deveres aos administradores das companhias abertas (*insider*): de informar, de fazer diligência e de lealdade - todos associados com o dever de sigilo, do art.º 8º da Instrução 358/2002 da CVM. Todos esses deveres são assentados no princípio do *full disclosure* e para assegurar a eficiência do mercado por meio da simetria informacional.

O uso de informações privilegiadas, ou somente *insider trading*, significa negociações de valores mobiliários utilizando-se de informações não públicas até o momento da negociação (BAINBRIDGE, 1998), referindo-se ao comércio entre pessoas que possuem algum material relevante não público, onde “material” se liga à “relevante” para o preço dos valores mobiliários (DU e WEI, 2004, p.920).

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 (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 102).

Anderson Pereira Charão e Marcia Carla Pereira Ribeiro afirmam que o marco normativo sobre a temática de uso de informações privilegiadas teve início em 1934, no Direito estadunidense, com o *Securities Exchange Act*. de 1934, em resposta à quebra de 1929. Tal ato foi baseado em dois objetivos: a proteção e a garantia de integridade dos investidores e do mercado (CHARÃO e RIBEIRO, 2019, p. 145).

O uso de informações privilegiadas nos EUA baseia-se nominalmente na proibição de fraude encontrada na Regra 10b-5 da Lei da Bolsa de Valores⁷. No Canadá, em harmonia com seu vizinho territorial, o dispositivo legal em vigor na Lei n. 1966 declara que: “nenhuma pessoa ou empresa em um relacionamento com um emissor deve comprar ou vender valores mobiliários com conhecimento de fato relevante ou mudança relevante com relação ao emissor que geralmente não foi divulgado”. (ANAND, 2019, p.58).

No âmbito dessa temática, há um requisito, mencionado na doutrina italiana como central, que é a indagação sobre se o comportamento adotado é, por si, capaz de ter um influxo concreto no conhecimento adquirido de modo independente pelo mercado e pelos investidores que nele operam, de modo tal que produza um efeito distorcido nas escolhas de investimento. Para aquela doutrina, somando-se com os requisitos já mencionados, há a necessidade de se examinar as condições de mercado em que a ação ocorreu, a fim de se avaliar as reais aptidões para influenciar apreciavelmente o comportamento do investidor (MERENDA, 2018, p.136).

Mesmo, porém, ante toda a base argumentativa arrimando um arcabouço literário, apontando o lado negativo do uso de informação privilegiada, é válido mencionar as contribuições, iniciadas por Henry Manne, ainda no ano de 1966, com a obra “*Insider trading and the stock Market*”, classificada entre os eventos verdadeiramente seminais na análise econômica do Direito que ousou propor a desregulamentação do uso de informações privilegiadas.

⁷ Code of Federal Regulations, Date: 2019-04-01, § 240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities Exchange: (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. (Sec. 10; 48 Stat. 891; 15 U.S.C. 78j) [13 FR 8183, Dec. 22, 1948, as amended at 16 FR 7928, Aug. 11, 1951] Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2019-title17-vol4/xml/CFR-2019-title17-vol4-sec240-10b-5.xml>> Acesso em 20 mai.2020

Manne (1966) começa a sua exposição argumentativa afirmando que os prejuízos significativos para quem investe a longo prazo são inexistentes, afetando apenas os que se comportam no mercado como apostadores em um cassino, ou seja, investem a curto prazo, visando ao lucro fácil e imediato, não sendo investidores sérios, ou que prezem o mercado eficiente.

O autor identificou duas maneiras principais de benefícios que a prática está habilitada a trazer ao mercado: o benefício perante a sociedade e ante a própria empresa que o *insider* negociou. O argumento primeiro foi que o ato de usar de informações privilegiadas causa uma influência de preço de mercado do título afetado, (MANNE, 1966).

Nesse caso, haveria um aprimoramento dos preços, que mesmo afetados pelo uso de informações não utilizadas, chegariam ao “preço ótimo”, trazendo um benefício firme para a sociedade por via do aumento dessa precisão dos preços. Em contínua feitura de sua argumentação defensiva, Manne (1966) situou as informações privilegiadas como uma maneira eficiente de compensar os gerentes por terem produzido informações, em uma espécie de compensação pela movimentação ocasionada no mercado. Assim, a empresa, diretamente, e a sociedade, indiretamente, seriam beneficiadas, em termos econômicos, porque os gerentes teriam um incentivo extra.

Malgrado, as formulações de Manne serem de grande contribuição para o debate, seus argumentos se valem de uma pureza econômica tamanha que impossibilita a incorporação na temática jurídica. Seus argumentos não possuem qualquer referência à ética ou aos valores próprios do direito (ANTÓN, 2006, p. 114).

No ordenamento pátrio, o combate à vantagem indevida é intimamente ligado à questão do *full disclosure*, conforme já mencionado. As normas que tratam sobre a prática do uso de informação privilegiada têm intuições ético-econômicas, estando o escopo econômico ligado à busca pela eficiência dos mercados de capitais e de transparência na formação de preços e *valuation* das empresas listadas (CHARÃO e RIBEIRO, 2019, p. 149).

Em 2001, foi promovida uma reforma na Lei nº 6.385/76, pela Lei nº 10.303/01, que delimitou acerca do âmbito criminal de punição de *insider trading*, com a inclusão do art.27-D, na Lei nº 6.385/76.

Em 2002, com a Instrução de nº 358/02, foi delineado acerca da possibilidade de existência e punição administrativa à figura do *insider* secundário, conforme §1º do art. 13º da instrução, bem como se discutiu acerca da efetivação do processo administrativo, conforme o artigo 9º, incisos V e VI da Lei n.º 6.385/1976.

Em 2017, com a promulgação da Lei nº 13.506/2017, houve a criminalização do *insider* secundário, complementando a norma do art.27-D, na Lei nº 6.385/76.

A criminalização da figura do *insider* secundário reacendeu uma temática ulterior: as delimitações de quem pode ser, de fato, indiciado por esta prática ainda em âmbito administrativo. Esse caminho investigativo passa a ser percorrido nos tópicos abaixo.

4. Quem quer ser um *insider trading*? As figuras do *insider* primário e *insider* secundário

No Direito estadunidense, Stephen Bainbridge (1985, p. 455) afirma que a previsão de sanções nas três esferas é imposta a qualquer pessoa que viole a proibição de informações privilegiadas, adquirindo, ou vendendo, em posse de informações não públicas. Existe uma teoria

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

da apropriação indébita, onde o dever de confidencialidade também é tratado como dependente apenas da confiança dispensada aos acionistas. Para aquela doutrina, é crucial que a punição por uso de informação privilegiada se estenda para qualquer pessoa que obtenha uma vantagem informacional por meios ilegais (*insider secundário*).

A Lei brasileira, conforme mencionado, seguiu o Direito ianque e distinguiu, no âmbito administrativo, no contexto cível e no terreno criminal, os tipos de *insiders* entre primários e secundários.

Os *insiders* primários são denominados de institucionais, ou *tippers* (aqueles que dão as dicas), sendo aqueles indivíduos que contam com o acesso direto a informação privilegiada em razão do cargo que ocupam - aqueles que recebem de maneira direta a informação privilegiada de sua fonte e têm sabedoria suficiente para saber que tal informação é relevante (GUERRA, 2019, p. 143).

São exemplos de primários os acionistas controladores, pessoas com assento nos conselhos de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo temporária, que admita o acesso à informação tida como privilegiada (GUERRA, 2019, p. 145).

Segundo a IOSCO as definições de *insider* primário no mundo, geralmente, incluem membros da gerência e os órgãos de supervisão ou administrativos da companhia emissora. Em algumas jurisdições, afirma o relatório, datado de 2003, que grandes acionistas também estão incluídos na definição de *insider* primário. A definição de grande acionista, contudo, varia de jurisdição para jurisdição, por exemplo, com a percentagem de 5% (China) a 25% (Hungria) (IOSCO, 2003).

A razão pela qual os grandes acionistas estariam incluídos na definição de *insider* primário, segundo o relatório, é porque os agentes têm, de maneira formal ou não, acesso a mais informações do que os investidores comuns (IOSCO, 2003)⁸.

Sobre os *insiders* secundários, a doutrina italiana os conceitua em uma expressão bem objetiva: *insider* secundário - o sujeito que obteve informações privilegiadas por qualquer motivo que não a função (MUCCIARELLI, 2018). Assim, os secundários, também chamados de *insiders* “de mercado”, são aqueles que recebem a informação por qualquer meio. Aos secundários não se exigem o dever de sigilo e o discernimento de saber ou não se a referida informação é um fato relevante (CHARÃO e RIBEIRO, 2019, p. 146).

Por tal motivo, a responsabilização do *insider* secundário não admite presunção, cabendo à CVM provar o efetivo acesso à informação, ainda que de modo indiciário (GUERRA, 2019, p. 142). É na modalidade secundária que a correta interpretação da unidade de ideia “qualquer pessoa” constante do § 4º do artigo 155 da Lei das S.A ganha relevo, tendo que exigir esforço interpretativo e extrema sensibilidade do julgador do PAD para que a pessoa em questão seja considerada ou não como um *insider* secundário (GUERRA, 2019, p. 142). Aqui se pressupõe uma inocência da consciência de privilégio informacional, visto que o agente é externo, não tendo a obrigação funcional de manter a assimetria informacional, em oposto ao primário, de quem se espera uma reputação ilibada.

A motivação, os porquês do cometimento da conduta de *insider trading* fogem às competências do artigo – e até mesmo de um jurista; porém, o primeiro passo após a revisão de literatura aqui expressa, a fim de estabelecer conceituações, é a descoberta de que são os

⁸ Válido é mencionar acepções de *insider* primário mais abrangentes, como é o caso da extensão da figura aos funcionários da Comissão de Valores Mobiliários, na China e aos entes de instituições financeiras responsáveis por empréstimos ao emissor ou a afiliadas empresas, como no Peru (IOSCO, 2003).

condenados dos PAS da CVM desde o ano de 2002, ano da Instrução 358, até o ano de 2020, ano da formulação do artigo, para que se trace quem é um *insider*, quem são os *insiders* e quais as suas condenações.

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

Em razão da competência fiscalizatória das agências reguladoras, tal como a CVM, o processo administrativo sancionador se exprime como reflexo do exercício do poder de polícia do Estado.

O PAS é regulado pela Deliberação da CVM de nº 457/02 e pela Instrução CVM 251/96, utilizando-se, de maneira subsidiária, a Lei 9.784/99 (Lei do Processo Administrativo). Conforme o próprio nome indica, o PAS serve para aplicar penalidades administrativas às pessoas e instituições que praticam atos qualificados como ilícitos administrativos, devendo observar os princípios orientadores do processo administrativo da Administração Pública Federal, tais como: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa e publicidade (JAKOBI, 2011).

A CVM aplica as seguintes penalidades administrativas previstas no art. 11º, incisos I a VIII, da Lei nº 6.385/76: multa, suspensão ou inabilitação temporária 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; suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76; proibição temporária 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; e proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

a. Metodologia Aplicada na Pesquisa

No experimento ora relatoriado, as técnicas utilizadas para que o leitor estude o fenômeno do *insider trading*, com base em vários espectros intimamente relacionados, foi primeiramente da pesquisa empírica qualitativa, identificando ou não as características pertencentes ao eixo central da temática do uso de informação privilegiada, com suporte numa revisão sistemática de literatura (SNYDER, 2019), observada em maior escala e preponderância nos módulos anteriores, contando, ainda, com ensaios numéricos, a fim de que, além da simples demonstração conceitual, se capturasse e categorizasse o *insider trading* em uma pluralidade de significados (KIRK, MILLER e MILLER, 1986).

Na segunda parte da pesquisa, o procedimento da Metodologia de Análise de Decisões – MAD utilizada neste estudo foi desenvolvido por Freitas Filho e Lima (2010). Selecionou-se este método, pois ele permite organizar informações sobre decisões proferidas num determinado contexto, inclusive com a compreensão do seu sentido, formato e fundamentação utilizada.

A primeira fase da MAD é a pesquisa exploratória, a qual foi realizada na revisão de literatura nos segmentos anteriores. Em seguida, passa-se ao recorte objetivo, o qual corresponde ao problema de pesquisa delimitado.

A terceira fase da MAD é o recorte institucional, o qual deve atender aos critérios de pertinência temática e de relevância decisória (FREITAS e LIMA, 2010), sendo coletados dados dos PAS julgados na CVM no período pretendido, e sistematizando os dados que recolhidos do

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

site da autarquia, com amparo na ferramenta “busca avançada⁹”, 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 1.0000 (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 a vigência do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, o que resultou em uma amostra final de 45 decisões, transportadas para uma planilha do *Excel*. Processos que tratavam de infrações diversas conjuntamente no mesmo PAS foram analisados, mas somente os dados que tratam de *insider trading* restaram tratados.

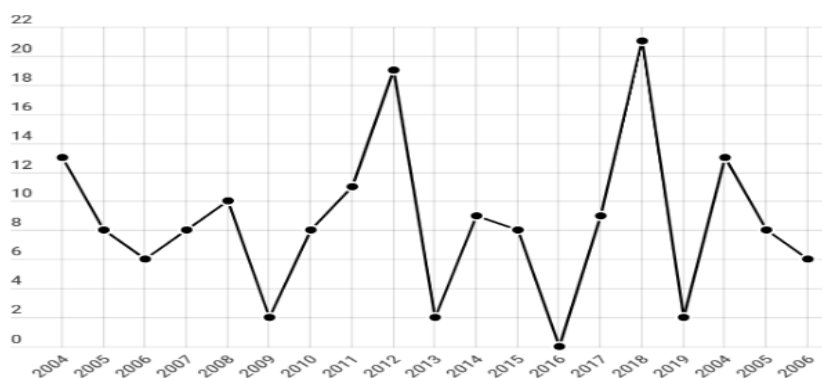
5. Os PAS Instaurados e Julgados no Período: Qual o Perfil dos Indiciados e Efetivamente Condenados por *Insider Trading*?

De posse da população conseguida após a busca com as palavras-chaves “*insider trading*” e “*insider trading AND artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02*”, refinados pelo item “processo administrativo sancionador”, nota-se que, mesmo alguns processos que foram julgados após o ano da vigência da Instrução nº358/02, ainda se pautavam na Instrução de 79, portanto, não foram objetos desta investigação.

Desse modo, em realidade, o recorte temporal realizado teve seu primeiro processo efetivamente julgado sob a norma 358/02, datado de 2004, sendo o PAS nº 25/04, com julgamento em 30 de setembro de 2004 (CVM, 2004).

O último processo julgado relacionado com as palavras chaves datado de 2019, foi o PAS nº 19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384), dia 26 de novembro de 2019 pelos Diretores da CVM.

Polígono de frequência 1: número total de indiciados por *insider trading*, anualmente, no período de 2004-2019.



Fonte: Elaboração própria

⁹ O site no qual a busca foi realizada pode ser acessado no link: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/index.html>

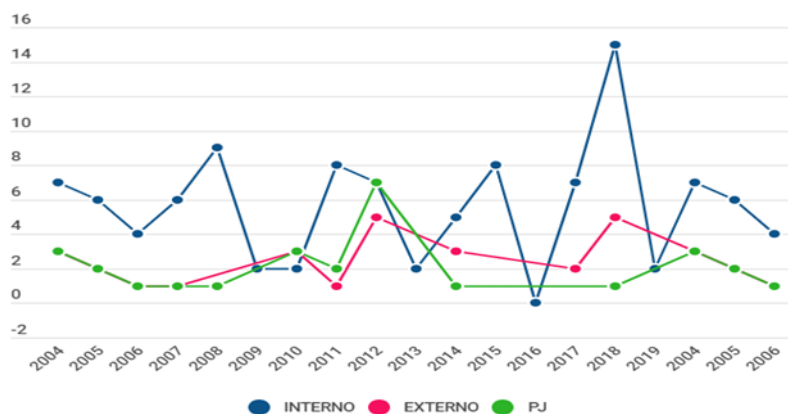
A segunda linha é chamada de curva de Lorenz e demonstra a distribuição de um valor em Como se depreende da leitura do polígono acima, dentre a amostra de 45 processos, o ano com menor número de indiciados por *insider trading* foi 2016, com nenhum indiciado¹⁰, e o ano com maior número de indiciados 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 indiciamento é fortemente influenciado pela lógica do funcionamento dos processos (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 102). 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 que o número de indiciados no período analisado foi de 136 pessoas (jurídicas e ou físicas), é relevante para o escopo da pesquisa classificar, com base na revisão de literatura realizada, 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 têm 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 divisa no polígono de frequência 2).

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: Elaboração própria.

¹⁰ Nenhuma ação foi verificada no ano de 2016, com o recorte temporal e de palavras-chave realizado no estudo. Tal não significa, porém, que não tenha havido nenhum julgamento, só significa que não foi encontrado nesta pesquisa.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

Tendo a contabilidade dos 136 indiciados, foram quantificados 90 indiciados na categoria “internos”, 24 na categoria “externo” e 22 na categoria “PJ”, notando-se que a quantidade de entes “internos” indiciados, em uma escala global, é consideravelmente maior do que a das outras duas categorias quase que somadas.

Somente no ano de 2010 é que 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.

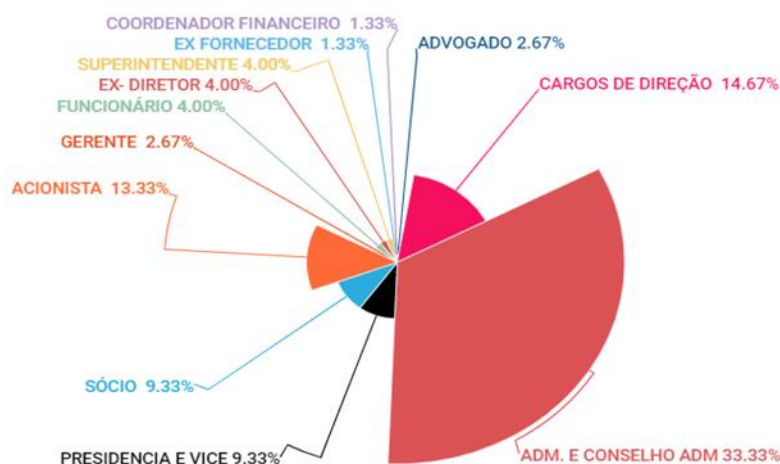
Continuando a descrição do panorama geral dos PAS, vêm, ainda, mais detalhes sobre a categoria “internos” que, por terem aparição preponderante na investigação empírica, são o foco do estudo.

O gráfico 2 mostra o indiciamento por cargos observados na categoria “internos”, no período de 2004 a 2019, conforme o recorte temporal já mencionado.

A amostragem do gráfico não foi feita ano a ano por pretextos estéticos e metodológicos. Se todos os dados dos 90 indiciados fossem mostrados em crescimento anual, o gráfico perderia o caráter explicativo e, decerto, induziria o leitor ao erro, o que não é a intenção, evidentemente. Os cargos, contudo, que mostraram maior incidência nos indiciamentos por *insider trading* têm gráficos próprios 3, 4 e 5.

Por tal motivo, o gráfico 2 é mostrado de maneira global, sem que se tenha a evolução por ano, mas, sim, com base no todo (90). Desse modo, cada porcentagem diz respeito a uma parte (x%) do todo (100%).

Gráfico 2: indiciamento por cargos observados na categoria “internos”, no período de 2004 a 2019



Fonte: Elaboração própria.

Algumas explicações são necessárias sobre a categorização dos cargos. Quando se menciona “diretor”, todas as categorias da direção foram incluídas para que se tivesse uma menor variedade e houvesse precisão. Todos os cargos que tinham como foco direção de departamentos,

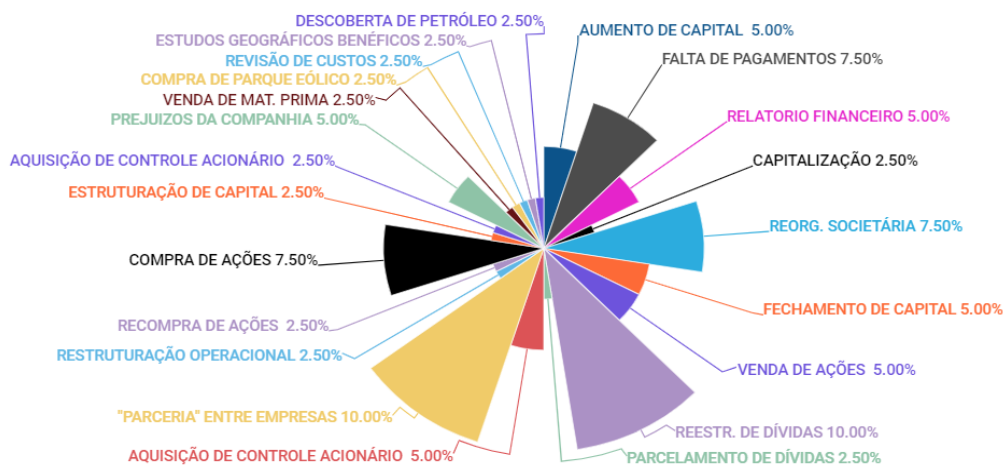
por ex., diretor financeiro, diretor jurídico, diretor de vendas, foram denominados somente “cargos de direção”. Igual junção foi feita na categoria “administração e conselho administrativo”, pois, conforme foi verificado, os cargos enquadrados nessa categoria, por terem similitude de importância (e funções), são contabilizados em bloco único.

Ademais, na categoria “Presidente” e “Vice-Presidente, mesmo que na estrutura societária de cada companhia essas pessoas figurassem em cargos como Diretoria ou Conselhos, por exemplo, nos votos dos PAS, somente constava a indicação dos cargos de Presidência. Foi possível, portanto, afirmar e categorizar apenas nesses cargos. Como a pesquisa utilizou a terminologia dos processos, não há comprometimento dos dados.

Assim, conforme o gráfico 2, 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 expresso diz respeito ao conteúdo das informações objeto dos PAS. Como demonstrado no tópico 2, a prática de *insider trading* se consuma base no conhecimento e (mau) emprego de informação privilegiada, ainda não sabida pelo mercado, que é capaz de influenciar no valor de ativos. Com esteio no exame empírico aqui realizado, se acessam as categorias de informação utilizadas pelos indiciados nos PAS. O Gráfico 3 aclara as categorias.

Gráfico 3: tipos de informações utilizadas pelos indiciados nos PAS, no período de 2004 a 2019



Fonte: Elaboração própria.

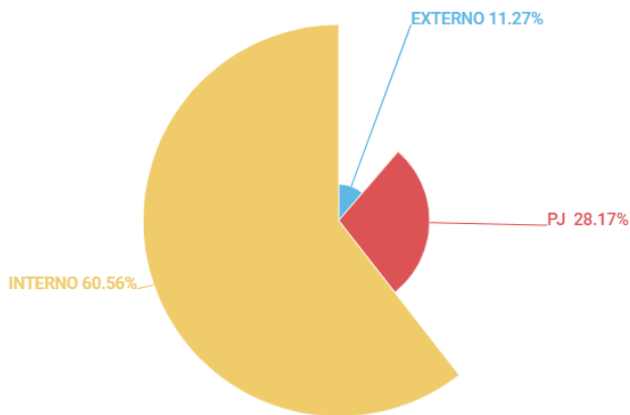
O que se percebe no gráfico ora reproduzido é uma variedade de informações privilegiadas, utilizadas de maneira ilícita, não havendo preponderâncias entre as informações. Nota-se, no entanto, uma preponderância, mesmo que mínima, das categorias de reestruturação de dívidas (10%), reorganização societária (7.50%), compra de ações (7.50%), venda de ações (5%) e aquisição de controle acionário (5%), as quais aparecem com maior frequência.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

Com supedâneo 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 os absolvidos e indiciados nos PAS da CVM no período 2004 a 2019.

Os gráficos 4 e 5 demonstram a quantidade de absolvições e condenações no período, de acordo com cada categoria de atuação no mercado de capitais: “interno”, “externo” e “PJ”.

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

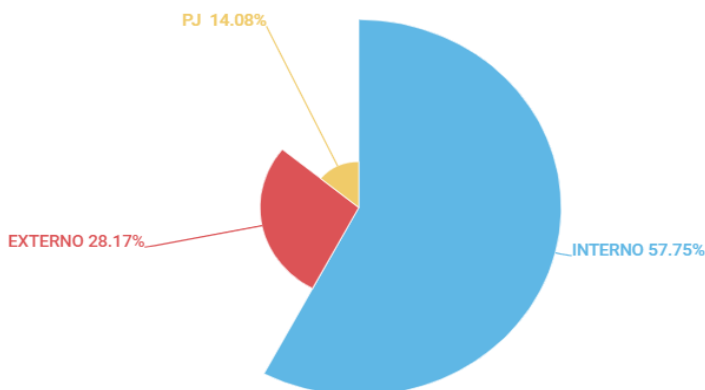


Fonte: Elaboração própria

Da análise do gráfico, divisa-se que, dos 136 indiciados, 71 entes foram absolvidos e, destes, 60,56% absolvidos foram agentes internos, o que é um número bem significativo.

Conquanto, entretanto, o elevado índice de absolvição, as condenações também são volumosas, sendo o total de 65, porém, deste número, a maioria também é dos agentes internos, conforme visualizável no gráfico 5.

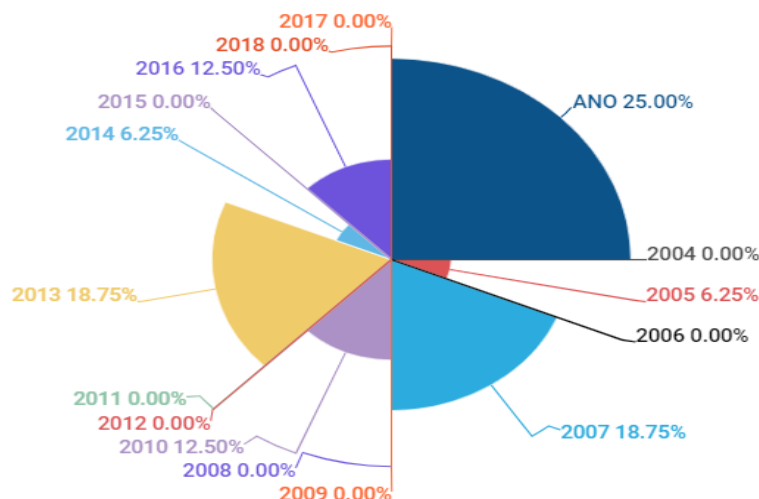
Gráfico 5: condenações no período, de acordo com cada categoria de atuação no mercado de capitais: “interno”, “externo” e “PJ”.



Fonte: Elaboração própria

Para se ver de maneira precisa, os gráficos 6, 7, e 8 mostram o indiciamento, separado por cargos, mas em escala anual, para se perceber 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”.

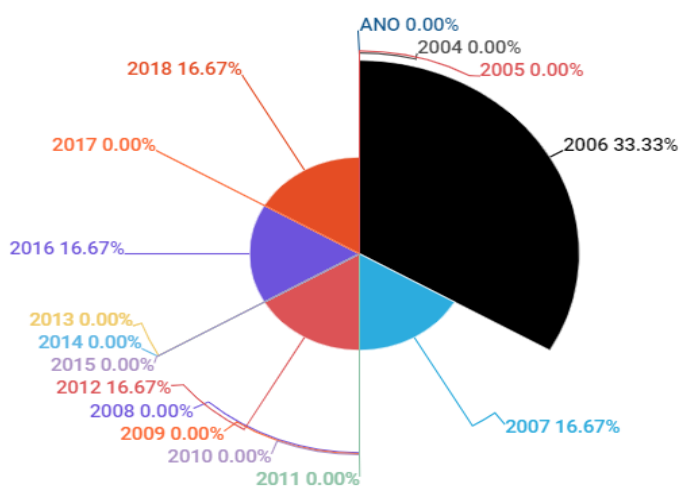
Gráfico 6: condenações no período de 2004 a 2019, para “cargos de direção”.



Fonte: Elaboração própria

Aqui, é notório 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.

Gráfico 7: condenações no período de 2004 a 2019, para “administrador e conselho de administração”

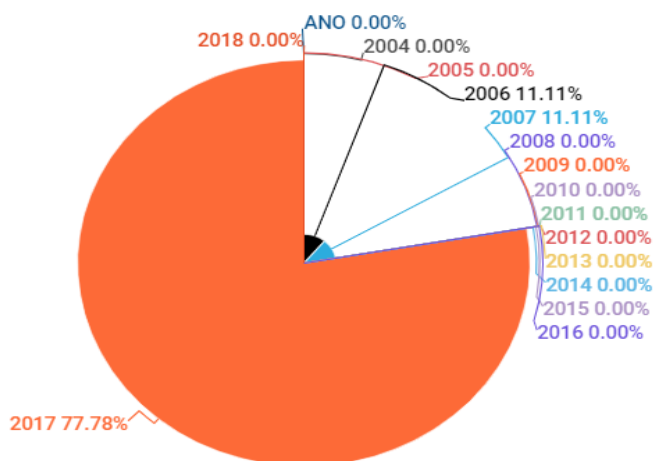


Fonte: Elaboração própria

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

vNo gráfico 7, 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 0% de 2010 até 2012, tendo aparições em 2005 e 2014 de 6,25% ao ano.

Gráfico 8: condenações no período de 2004 a 2019, para “presidente e vice-presidente”.

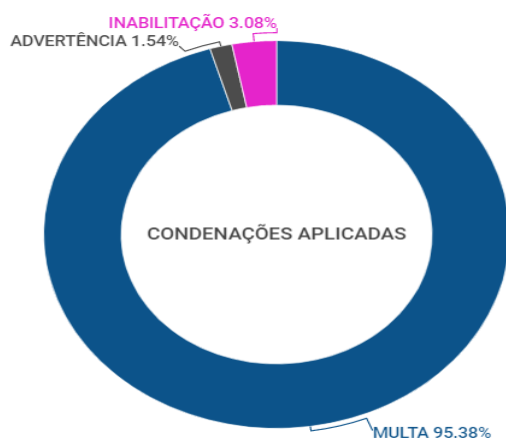


Fonte: Elaboração própria

No gráfico 8, é expressa a informação de que, nos anos de 2008 a 2011, as condenações para a categorias mantiveram 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, foi para 33,33% no ano de 2006, quando 3 PAS foram julgados e, dentre os condenados, alguns ocupavam cargos de presidência ou vice.

No que diz respeito às sanções aplicadas, 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 9.

Gráfico 9: distribuição das punições por *insider trading*, por tipo, no período de 2004 a 2019.



Fonte: Elaboração própria

Da análise do gráfico, depreende-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.

Perante o exposto nos gráficos acima, comprova-se um encontro da realidade brasileira com o já alertado, em 2017, por um estudo da *Pricewaterhouse Coopers* (PwC), o qual revelou as tendências dos CEOs a serem forçados a deixar o cargo por lapsos éticos, observando que os agentes exerciam, ao usar a informação privilegiada, uma modalidade de corrupção.

No estudo da *PwC* (2017), nota-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 corruptor em corporações, mercado de ações e de compra e venda de ativos.

Corrupção é um fenômeno com vários influxos e faces. Há uma variedade de fatores socioeconômicos, políticos, administrativos e culturais, tanto domésticos quanto de natureza internacional, envolvidos no ato de utilização de funções e informações para auferir vantagens. É a demonstração sintomática de que a gestão do órgão corrompido (seja o órgão Estado ou a gestão do órgão empresa) deu errado (PWC, 2017).

O estudo analisou as sucessões de CEOs nas maiores 2.500 empresas públicas do mundo nos últimos 10 anos e relatou 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 - 36%. Na Europa Ocidental, a participação de CEOs forçados a sair por lapsos éticos aumentou para 5,9%, enquanto era de 4,2%, e, nos países do BRIC, de 3,6%, para 8,8% (PWC, 2017).

Há falhas até na aclamada prática da *Chinese Wall* (MÜSSNICH, 2015, p. 45) (ou, em tradução literal, muralha chinesa) que designa um dos principais mecanismos elaborados com o intuito de mitigar os riscos de configuração da prática de *insider trading* no mercado, por meio de uma estrutura de segregação de atividades, separando-se – por isso, a “muralha” – a gestão de recursos próprios e de terceiros realizada em uma mesma companhia, para que não se tenha o intercâmbio informacional entre dados que são privilegiados, por sua má implementação, conforme mencionado no PAS nº 06/2003 e no PAS RJ2009/13459.

Perante tudo o que foi expresso, constatou-se, através da análise dos julgados da CVM que a maioria dos condenados são agentes internos, cujo maiores cargos são os “cargos de direção”; “administrador e conselho de administração” e “presidente e vice-presidente”, o relevando um cenário preocupante.

Contudo, o que se percebe é o número de processos sancionadores expandindo assim como o combate ao *insider trading* por parte da CVM, bem como as modulações do mercado de capitais ao padrão de governança corporativa diferenciado, a exemplo do Novo Mercado e seus níveis.

Segundo a própria definição, o Novo Mercado firmou-se como um segmento “destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira.” Desse modo, a listagem nesse segmento especial implica a “adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle”, sendo uma das soluções práticas para tentar diminuir esse número alarmante (B3, *online*).

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

6. Considerações Finais

A proposta do artigo é investigar quem são os indiciados e efetivamente condenados ou absolvidos, em matéria de infração por uso de informação privilegiada, o *insider trading*, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários em Processos Administrativos Sancionadores da Autarquia, sendo verificado um índice expressivo de agentes internos indiciados e condenados, mas também são os maiores absolvidos.

Foram analisados PAS coletados no *site* da Autarquia, com amparo na ferramenta “busca avançada”, com as palavras-chaves “*insider trading*” e “*insider trading*” AND “artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02”, com a vigência do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, o que resultou em uma amostra final de 45 decisões e um recorte temporal com início de 2004 e final no ano de 2019.

Com relação aos dados deste escrito, notou-se foi a aparição, dentre os 136 indiciados, de algumas categorias preponderantes: “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”. Destes 136 indiciados, 71 entes foram absolvidos e 65 condenados. Deste quantitativo, porém, a maioria também é dos agentes internos, 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”, sendo as penas aplicadas, de maneira quase total, a modalidade multa.

Por fim, o que se percebe é o número de processos sancionadores expandindo assim como o combate ao *insider trading* por parte da CVM, bem como as modulações do mercado de capitais ao padrão de governança corporativa diferenciado, a exemplo do Novo Mercado e seus níveis, estando o Brasil no caminho para o fortalecimento de suas estruturas de proteção contra esta prática ilícita no mercado.

10. Referências

Albarez, T., Valle, M. R. D., & Corrar, L. J. (2012). Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 13(2), 76-105. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000200004>> Acesso em 23 abr.2020

Alonso, L. (2009). *Crimes contra o Mercado de Capitais* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Anand, A., Choi, S. J., Pritchard, A. C., & Puri, P. (2019). An empirical comparison of insider trading enforcement in Canada and the United States. *International Review of Law and Economics*, 57, 49-59.

Antón, A. J. M. (2006). *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Dijusa.

Bainbridge, S. M. (Ed.). (2013). *Research handbook on insider trading*. Edward Elgar Publishing. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>> . Acesso em: 10 mai.2020.

Bainbridge, S. M. (1985). A critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1984. *Virginia Law Review*, 455-498.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disciplina o procedimento a ser observado na instauração de Inquérito Administrativo e de Processo Administrativo pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução nº 454 CMN*.

BOLSA DO BRASIL, B3. Segmentos de listagem. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/> . Acesso em: 3 jun.2022.

BRASIL. *Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL. *Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

Beck, U., Giddens, A., & Lash, S. (1995). *Modernização reflexiva*. Unesp. Tradução de Magda Lopes. Revisão técnica de Cibele Saliba Rizek. 2ª ed. São Paulo: Editora Unesp.

BOUCKAERT, Boudewijn; DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. vol I – The History and Methodology of Law and Economics. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc., 2000.

Charão, A. P., & Ribeiro, M. C. P. (2019). A (In) Eficiência 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*, 10(1), 142-157.

CHILE. *Lei Chilena de nº 18045* (D.O. 22.10.1981). Disponível em: <http://www.oas.org/juridico/PDFs/mesicic3_chl_ley18045.pdf> Acesso em 20 mai.2020

Costa, I. S. D. (2020). *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Grupo Almedina.

Coase, R. H. (1988). The nature of the firm: Origin. *Journal of law, economics, & organization*, 4(1), 3-17.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação que dispõe sobre os procedimentos a serem observados na tramitação de processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM, para fins do disposto no art. 9º, incisos V, VI e § 2º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Deliberação CVM nº 538/1976*.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. *Instrução n. 358, de 03 de janeiro de 2002*.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Dispõe sobre hipóteses de infração grave, nos termos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Instrução CVM nº 491, de 22 de fevereiro de 2011*.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador de rito sumário. *Instrução CVM nº 545, de 29 de janeiro de 2014.*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS nº 04/04*, julgado em 28 de junho de 2006, Diretor Relator: Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 28 de junho de 2006. http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060628_PAS_0404.pdf. Acesso em 20 jun.2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS nº 06/2003*, Diretor Relator: Norma Jonssen Parente, julgado em 14 de setembro de 2005. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050914_PAS_CVM0603.pdf. Acesso em 18 jun.2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS nº RJ2009/13459*, Diretor Relator: Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 30 de novembro de 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ200913459.pdf. Acesso em 20 jun.2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS nº RJ2012/13047*, Diretor Relator: Luciana Dias, julgado em 4 de novembro de 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141104_PAS_RJ201213047.pdf. Acesso em 19 jun.2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS nº 25/2010*, Diretor Relator: Leonardo P. Gomes Pereira, julgado em 4 de julho de 2017, Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/20170704_PAS_25_2010.pdf. Acesso em 19 jun.2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS nº RJ2014/0578* (19957.000594/2015-72), Diretor Relator: Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27 de maio de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20140578COMPLETO.pdf>. Acesso em 20 jun.2020

De Castro, H. O. P., & Eizirik, N. L. (1974). *Regulação e controle do mercado de capitais o papel da sec na experiencia norte-americana*. Ibmecc.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

Dubeux, J. (2005). *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro* (Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil).

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

Eizirik, N. L. (1977). *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais* (Vol. 3). Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais..

ELIAS, Luiz Antônio Rodrigues; GAMA, Eduardo Guimarães. O mercado de ações no Brasil. In: CASTRO, Hélio Oliveira Porto Carrero de (Coord.). *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 135-152.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Act of 1933*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>. Acesso em: 10.05.2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Exchange Act of 1934*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Acesso em: 10 mai.2020.

Ferreira, L. C. D. (2013). *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.

Ferreira, R. R. D. A. (2014). *Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra, 2014. Disponível em: <<https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/28451?mode=full>> Acesso em: 30 mai. 2020.

Gilson, R. J., & Kraakman, R. (2002). The mechanisms of market efficiency twenty years later: The hindsight bias. *J. Corp. L.*, 28, 715. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=462786>>.

Girão, L. F. D. A. P., Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração (São Paulo)*, 49(3), 462-475..

Guerra, L., & Bottino, T. (2019). O Crime De Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading). *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, 13(1), 135-150.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid, 2010. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>> Acesso em: 30 mai. 2020.

JAKOBI, K. B. (2011). *A atuação da CVM na regulação do mercado de capitais e na consagração do full disclosure, sob o enfoque da análise econômica do direito, 182f*. Dissertação (Mestrado em Direito Socioambiental-Pontifícia), Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

Kirk, J., Miller, M. L., & Miller, M. L. (1986). *Reliability and validity in qualitative research* (Vol. 1). Sage.

Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.

MANNE, Henry G. *Insider trading and the stock market*. Free Press, 1966.

Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45.

Merenda, I. (2018). Attività di rating e delitto manipolazione del mercato. *EDITORIAL BOARD*.

Mucciarelli, F. (2015). La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem. *Diritto penale contemporaneo*, 17.

A (In)Eficácia Horizontal dos Direitos Fundamentais: qual a Teoria mais Eficiente ao Implemento do Desenvolvimento Humano e da Igualdade Social?

- Mucciarelli, F. (2018). Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina – Osservazioni di prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107.
- Müssnich, F. A. M. (2015). *O insider trading no direito brasileiro*. Dissertação (Mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015.
- Pratas, M. A. F. (2017). *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. Disponível em: <<https://repositorio.ul.pt/handle/10451/31925?mode=full>> Acesso em: 30 mai. 2020.
- Paolantonio, M. E. (2006). El análisis económico del derecho y la estructura societaria. *Análisis Económico del Derecho*, p. 203-205
- Prado, V. M., Rachman, N. M., & Vilela, R. (2016). *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP. 2016.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Global study on CEO trends indicates a significant uptick in CEOs forced out of office for ethical lapses*. 2017, online. 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 mai. 2020.
- SADDI, J., & Pinheiro, A. C. (2005). *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Campus.
- Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333-339.
- Stigler, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *The Bell journal of economics and management science*, 3-21.
- Wang, W. K., & Steinberg, M. I. (2010). Introduction: Insider Trading.