



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS – CCJ
COORDENAÇÃO DO CURSO DE DIREITO – CAMPUS JOÃO PESSOA
COORDENAÇÃO DE MONOGRAFIA**

LUCAS DE MEDEIROS LINHARES GOMES

**ANÁLISE DA PROVA DO INSIDER TRADER SECUNDÁRIO NA
JURISPRUDÊNCIA DA CVM**

**JOÃO PESSOA
2020**

LUCAS DE MEDEIROS LINHARES GOMES

**ANÁLISE DA PROVA DO INSIDER TRADER SECUNDÁRIO NA
JURISPRUDÊNCIA DA CVM**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Graduação em
Direito de João Pessoa, do Centro de
Ciências Jurídicas da Universidade
Federal da Paraíba, como requisito parcial
da obtenção do grau de Bacharel em
Direito.

Orientador: Prof. Dr. Jonábio Barbosa dos
Santos

**JOÃO PESSOA
2020**

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

G633a Gomes, Lucas de Medeiros Linhares.

ANÁLISE DA PROVA DO INSIDER TRADER SECUNDÁRIO NA
JURISPRUDÊNCIA DA CVM / Lucas de Medeiros Linhares
Gomes. - João Pessoa, 2020.

72 f.

Monografia (Graduação) - UFPB/CCJ.

1. Insider Trading. 2. Informação Privilegiada. I.
Título

UFPB/CCJ

LUCAS DE MEDEIROS LINHARES GOMES

**ANÁLISE DA PROVA DO INSIDER TRADER SECUNDÁRIO NA
JURISPRUDÊNCIA DA CVM**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Graduação em
Direito de João Pessoa do Centro de
Ciências Jurídicas da Universidade
Federal da Paraíba como requisito parcial
da obtenção do grau de Bacharel em
Direito.

Orientador: Prof. Dr. Jonábio Barbosa dos
Santos

BANCA EXAMINADORA:

**Prof. Dr. JONÁBIO BARBOSA DOS SANTOS
(ORIENTADOR)**

**Prof^a. Dr^a. MARÍLIA MARQUES RÊGO VILHENA
(AVALIADORA)**

**Prof. Dr. ANDRÉ LUIZ CAVALCANTI CABRAL
(AVALIADOR)**

RESUMO

O presente trabalho é dedicado ao estudo do ilícito administrativo conhecido como “insider trading”. Essa prática está relacionada ao uso de informações privilegiadas sobre companhias de capital aberto, para obter vantagem econômica no mercado de capitais, provocando danos a todo o ambiente de negócio dos valores mobiliários. Embora se trate de ilícito grave, o “insider trading” é de difícil punibilidade, pois materializa-se pelo conhecimento de uma informação, o que torna bastante árdua a produção de provas para seu julgamento. Por essa razão, o trabalho tem como objetivo específico levantar quais provas são comumente usadas, pela autarquia reguladora do mercado de capitais, no sentido de justificar condenações por “insider trading”. Para isso, será utilizado como processo metodológico uma abordagem dedutiva de pesquisa exploratória realizada na jurisprudência dos Processos Administrativos Sancionadores que julgaram casos de “insider trading”. Contudo, antes de alcançar o objetivo citado, o trabalho irá abordar o mercado de capitais, seus conceitos e funções que autorizam a atuação da regulação estatal nesse ambiente. Além disso, será dada ampla compreensão sobre o conceito de “insider trading”, como ocorre na prática e qual a legislação aplicada aos seus agentes, tudo com fundamento na bibliografia especializada da área. Por fim, da análise dos precedentes foi possível concluir que o “insider trading” só é possível de ser provado através de indícios, sendo os mais comuns o padrão de operações do acusado, o momento das operações, o montante de capital aplicado na operação, levando em conta o patrimônio líquido do investidor, e o relacionamento com “insiders” primários.

Palavras-chave: Insider Trading. Informação Privilegiada. Valores Mobiliários. Processo Administrativo.

ABSTRACT

The present work is dedicated to the study of the administrative offense known as "insider trading". This practice is related to the use of privileged information about publicly traded companies, to obtain an economic advantage in the capital market, causing damage to the entire business environment of the securities. Although insider trading is a serious offense, it is difficult to punish, as it materializes through the knowledge of information, which makes the production of evidence for its judgment quite arduous. For this reason, the work has the specific objective of finding out what evidence is commonly used, by the regulatory agency of the capital markets, in order to justify convictions for "insider trading". To this end, a deductive approach to exploratory research carried out in the jurisprudence of Sanctioning Administrative Proceedings that judged insider trading cases will be used as a methodological process. However, before reaching the aforementioned objective, the work will address the capital market, its concepts and functions that authorize the performance of state regulation in this environment. In addition, a broad understanding of the concept of "insider trading" will be given; how it actually happens and what legislation is applied to its agents, all based on the specialized bibliography of the area. Finally, from the analysis of the precedents it was possible to conclude that "insider trading" can only be proved through indications, the most common being: the pattern of operations of the accused, the moment of the operations, the amount of capital applied in the operation, taking into account the investor's net worth, and the relationship with primary insiders.

Key words: Insider Trading. Privileged Information. Mobile Values. Administrative Process.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 O MERCADO FINANCEIRO E SEUS REGULADORES	9
2.1 CONCEITO E FUNÇÕES DO MERCADO DE CAPITAIS	10
2.1.1 Mercado Primário e Mercado Secundário	11
2.2 OS REGULADORES DO MERCADO DE CAPITAIS	12
2.2.1 Origem da Regulação	13
2.2.2 Comissão de Valores Mobiliários	16
2.2.3 Autorregulação	19
3 INSIDER TRADING E O PANORAMA LEGISLATIVO BRASILEIRO	22
3.1 CONCEITO DE INSIDER TRADING	23
3.2 ASSIMETRIA INFORMACIONAL E FATO RELEVANTE	28
3.3 PANORAMA LEGISLATIVO	30
4 A PROVA DO INSIDER SECUNDÁRIO, NA JURISPRUDÊNCIA DA CVM	36
4.1 PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR	37
4.2 O VALOR DA PROVA INDICIÁRIA NO PAS	41
4.3 INDÍCIOS E CONTRAINDÍCIOS NA JURISPRUDÊNCIA DA CVM	45
4.4 INDÍCIOS COMUNS PARA CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO	48
4.4.1 Histórico de Operações	49
4.4.2 Tempo das Operações	53
4.4.3 O Montante Operado	56
4.4.4 Relacionamento com Insiders Primários	58
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	62
REFERÊNCIAS	66

1 INTRODUÇÃO

No atual desenvolvimento econômico global, o mercado de capitais se tornou um potente instrumento de canalização de recursos para o desenvolvimento de empreendimentos em larga escala, já que, normalmente, um grande volume financeiro se organiza sob o regime jurídico de sociedade anônima.

Através das bolsas de valores, investidores podem se conectar às inúmeras empresas distribuídas pelo planeta, aumentando a quantidade de riqueza disponível para o setor produtivo, o que viabiliza projetos de alto impacto econômico e social.

Caso esses projetos sejam bem-sucedidos, aqueles que confiaram seus patrimônios na tese de investimento de uma companhia são remunerados por meio da distribuição de parte dos lucros adquiridos (dividendos) e/ou pela valorização da cotação no mercado de ações.

Por essa razão, as informações têm fundamental relevância para o mercado de capitais, pois são elas que permitem aos investidores tomar conhecimento sobre os sucessos e insucessos das companhias de capital aberto.

Quando um fato impacta negativamente, por exemplo, o caixa de uma sociedade anônima, naquele exato momento, nada acontece com o seu valor de mercado. Mas, quando essa informação é divulgada ao público, rapidamente o mercado financeiro reajusta o preço daquele ativo, para que convirja para o justo ante ao novo cenário apresentado.

É nesse ínterim, entre o acontecimento de um fato relevante e a sua ampla divulgação aos investidores, que os “insiders traders” estão propensos a agir. Os “insiders” são aqueles que possuem acesso privilegiado à informação relevante que ainda não se tornou pública. De posse dela, é possível inferir qual será o comportamento de determinado ativo financeiro quando a informação for revelada, assim, o operador a utiliza para se antecipar a movimentação que irá acontecer, auferindo vantagem econômica em um curto espaço de tempo.

Desse modo, o “insider” não provoca danos somente a sua contraparte no negócio, mas a todo o mercado de capitais, pois afasta a confiança de investidores, locais e estrangeiros, não permitindo o seu amplo desenvolvimento, o que afeta a própria economia de um País.

Em razão de sua gravidade, o ordenamento jurídico brasileiro estabeleceu para os “insiders” sanções cíveis, administrativas e penais. Contudo, as informações

apresentadas neste trabalho são direcionadas apenas ao seu impacto nos processos sancionadores disciplinares, instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), possuindo, portanto, natureza administrativa.

A negociação de valores mobiliários com fundamento em informação privilegiada atenta contra a higidez do mercado de capitais, motivo pelo qual é prática banida de todas as grandes bolsas de valores. No entanto, os meios de coibir esse ilícito ainda são incipientes, dada a complexidade que decorre da própria natureza do ato.

Uma vez que um dos requisitos para a materialização do “insider trading” é a posse de informação privilegiada ainda não divulgada ao público, fica nítida a dificuldade da acusação de produzir prova que, indubitavelmente, ateste o que o acusado sabia quando realizou a operação suspeita. Nesse esteio, a questão a ser enfrentada no presente trabalho, fundamentalmente, é de como a CVM chega à conclusão acerca do estado mental do investidor, para que possa condená-lo por “insider trading”. Afinal, ninguém precisa dar justificativas para negociar ativos financeiros.

Para isso, será analisada a jurisprudência da CVM sobre o tema, identificando quais provas são comumente usadas para superar o convencimento dos julgadores a respeito da inocência presumida do acusado. Portanto, para responder ao objetivo específico desse trabalho, será utilizado como processo metodológico uma abordagem dedutiva de pesquisa exploratória.

Para alcançar o objetivo acima citado, serão apresentados todos os conceitos necessários para a compreensão ampla do ilícito. Desse modo, o segundo capítulo irá apresentar o mercado de capitais, local onde o “insider trading” pode ser cometido, apresentado conceitos e funções, para que se compreenda a razão de a conduta ser proibida pelo Estado. Outrossim, apresentará a figura do regulador de mercado, o agente estatal responsável por coibir e reprimir ilícitos cometidos em negociações de valores mobiliários.

O terceiro capítulo, por sua vez, trará a compreensão sobre o conceito de “insider trading”, demonstrando qual a relação existente entre o conhecimento de uma informação e a vantagem no mercado de capitais. Além disso, será apresentado um breve histórico da evolução legislativa da referida vedação, para culminar na legislação brasileira atual que inibe a conduta. As argumentações expostas nesses capítulos foram construídas com fulcro na pesquisa de bibliografia especializada.

Por fim, note-se que este trabalho utiliza o termo “insider trading” para se referir à negociação com base em informação privilegiada, e o termo “insider trader” para se referir àquele que realiza tal negociação.

2 O MERCADO DE CAPITAIS E SEUS REGULADORES

Ao tratar sobre regulações e ilícitos praticados exclusivamente no mercado de capitais (valores mobiliários), é importante, de início, apresentar conceitos cujo as compreensões são imprescindíveis para análise do objeto estudado, pois esse mercado é apenas uma das formas na qual o mercado financeiro se manifesta.

Ante a complexidade dos produtos financeiros atuais, e a grande interação entre os tipos de mercado, a clássica referência doutrinária às espécies de mercados financeiros deve ser utilizada com cautela (CATAPANI, 2014, pp. 240-241). Contudo, essa classificação nos é útil para compreender melhor o ambiente econômico em que o ilícito de “insider trading” está inserido. Assim, cumpre notar que a doutrina reconhece a manifestação do mercado financeiro de quatro maneiras: mercado monetário, mercado de câmbio, mercado de crédito e mercado de capitais (BALTAZAR JR., 2017, p. 592).

O mercado monetário, também conhecido como interbancário, é operado essencialmente por instituições financeiras e pelo Banco Central do Brasil (BACEN). É através desse ambiente que o BACEN estabelece sua política monetária, controlando a liquidez da moeda por meio de operações com títulos do tesouro nacional, para alcançar a meta de inflação estipulada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM).

No mercado de câmbio são realizadas as negociações de compra e venda de pares de moedas. É nele que os agentes econômicos podem vender a moeda brasileira para comprar a de qualquer outro País. Também é comum intervenções do BACEN nesse mercado, especialmente para reduzir a volatilidade do câmbio, através de operações compromissadas, swaps cambiais ou leilões de linha.

O mercado de crédito permite que instituições financeiras captem recursos de poupadores, lhes vendendo títulos de dívida bancária, para emprestar esse montante as pessoas físicas e jurídicas que estão em busca de capital. É nesse mercado que se desempenha a essência da atividade bancária, que toma o dinheiro a uma taxa de juros menor do que aquela usada para emprestar, sendo remunerado, portanto, por essa diferença de taxas, conhecida como “spread” bancário.

O mercado de capitais, por sua vez, é o responsável por estabelecer o elo entre investidores e companhias interessadas em captar dinheiro para execução de investimentos; ou por ligar investidores a outros investidores. Nesse ambiente

financeiro, as informações possuem essencial importância para a formação dos preços dos ativos, sendo, portanto, o local de atuação dos “insiders traders”, o que justifica sua análise mais detalhada a seguir.

2.1 CONCEITO E FUNÇÕES DO MERCADO DE CAPITALIS

O mercado de capitais é um sistema, dentro do mercado financeiro, que permite a emissão e distribuição de valores mobiliários entre as empresas interessadas em tomar recursos e os investidores, sem a necessidade de intermediação financeira. Na execução de suas atividades, cabe às empresas definir qual a melhor maneira de captar os recursos necessários para financiar os seus projetos, podendo, por exemplo, optar por emitir cotas do seu capital (ações) ou títulos de dívida, como debêntures, a serem negociados no mercado de capitais.

Dessa forma, o mercado de capitais conecta os agentes deficitários com os superavitários, alocando na economia produtiva a reserva de capital ociosa (poupança), ante as necessidades dos tomadores de realizar investimentos, como expansão da atividade, aquisição de tecnologia, desenvolvimento de novo produto, ou qualquer outro que atraia o interesse do investidor. O projeto no qual o investidor está colocando seu dinheiro possui grande relevância porque, em contrapartida ao investimento de sua poupança, os agentes superavitários recebem dividendos, juros ou valorização de seus ativos como prêmio, quando seus projetos são bem-sucedidos.

Assim, as principais funções do mercado de capitais são: a) captar a poupança disponível para transformá-la em atividades produtivas; b) disponibilizar fontes de financiamento às companhias; c) atuar como alternativa de investimento para os agentes superavitários, oferecendo-lhes ampla gama de instrumentos com diferentes rentabilidades, prazos e níveis de segurança (MONROY ANTÓN, 2016, p. 28).

Por essas razões, o mercado de capitais exerce fundamental importância no desenvolvimento econômico de um País, atuando como grande canalizador de recursos ociosos para a economia produtiva (ASSAF NETO, 2006, p. 75). Logo, as empresas que negociam seus títulos nesse mercado são as mais importantes para o desenvolvimento econômico, porque podem realizar investimentos produtivos de grande porte, com impacto no emprego, na renda da população e no ganho de produtividade, além da circulação de numerário e investimentos estrangeiros.

2.1.1 Mercado Primário e Mercado Secundário

Ainda dentro do mercado de capitais, é comum, doutrinariamente, abordar a diferença entre o mercado primário e o secundário. A primeira emissão e distribuição de valor mobiliário de uma companhia ocorre, por certo, no mercado primário. É nessa oferta inicial que os títulos são vendidos pela empresa para os investidores, de modo que o caixa obtido na transação é direcionado para a emissora, fenômeno conhecido como “issuer transactions”. Desse modo, atende-se às importantes funções expostas anteriormente, típicas do mercado de capitais, como a captação de poupança ociosa para financiamento de atividade produtiva. Em contrapartida, os poupadores participam dos resultados financeiros positivos decorrentes da atividade empresarial desempenhada (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2011, p. 10).

Encerradas as negociações no mercado primário, os valores mobiliários passam a ser negociados no mercado secundário, onde a compra e venda dos títulos das companhias ocorre diretamente entre os investidores, o que também é conhecido como “trading transactions”. Esse tipo de negociação já não afeta o fluxo de caixa da emissora, pois aqueles títulos não são mais de propriedade da companhia, mas do investidor que os adquiriu no mercado primário.

Não obstante, é o desenvolvimento e o amadurecimento do mercado secundário, sobretudo com relação ao seu grau de confiança e liquidez (MELLO, 1979, p.30), que permite atrair um número elevado de investidores para o mercado primário, pois não há incentivos para se aplicar recursos em valores mobiliários que não sejam seguros e líquidos, ou seja, em que há facilidade de troca entre o ativo financeiro e o dinheiro.

Por isso, as negociações de valores mobiliários no mercado secundário ocorrem exclusivamente por meio de sistemas centralizados, regulados e confiáveis, administrados pela Bolsa de Valores (PINHEIRO, 2014, p. 186). Apenas instituições financeiras e sociedades corretoras, com registro no Banco Central (BACEN) e na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), têm autorização para realizar negócios na Bolsa de Valores. Essas instituições atuam em nome de seus clientes, os investidores, na compra e venda de qualquer ativo financeiro disponível no mercado.

Assim, o mercado de capitais canaliza recursos no mercado primário, e proporciona liquidez aos títulos emitidos no mercado secundário.

2.2 OS REGULADORES DO MERCADO DE CAPITAIS

A partir do início do século XX, o Estado passou a assumir obrigações positivas, na tentativa de garantir ao seu povo um patamar mínimo de dignidade. Essas prestações estão incorporadas no texto constitucional brasileiro, especialmente em seu artigo 6º (BRASIL, 1988), na forma de direitos a educação, saúde, alimentação, trabalho, moradia e lazer, por exemplo. Para cumprir as obrigações assumidas, o Estado aumentou sua interferência sobre o domínio econômico.

A Carta Magna de 1988, em seu artigo 170 (BRASIL, 1988), estabeleceu que a ordem econômica é de livre iniciativa, mas deve seguir alguns princípios, que foram elencados no rol de incisos da referida norma, como a função social da propriedade, a defesa do meio ambiente e a busca do pleno emprego. Isso revela que a interferência estatal deve ter como objetivo equilibrar as relações econômicas e sociais.

Ratificando o regime de livre mercado, o artigo 173 (BRASIL, 1988) da Constituição Federal demonstra que a intervenção direta do Estado na economia deve ocorrer de forma subsidiária, para garantir a segurança nacional ou a relevante interesse coletivo. Portanto, a iniciativa privada é preferencialmente uma atividade dos indivíduos, de modo que a Administração Pública deve atuar de modo suplementar, para atender os interesses públicos envolvidos.

Essa forma de atuação estatal indireta está descrita no artigo 174 (BRASIL, 1988) da Constituição Federal, que atribui ao poder público as funções de fiscalização, incentivo e planejamento da ordem econômica. No entanto, a complexidade do setor privado, acompanhada das transformações do mundo moderno, tornou-se impossível de ser acompanhada pela burocracia estatal, sobretudo em razão da multiplicidade de tarefas peculiares e técnicas que o Estado se obrigou em prestar (JUSTEN FILHO, 2005, p. 447).

Sob essa concepção, ocorreu a criação de entidades com personalidade jurídica própria, com agentes técnicos, capacidade de expedir normas de regulamentação da atividade e previsão de procedimentos e órgãos administrativos determinados para a resolução dos conflitos e aplicação de sanções, como no caso da Comissão de Valores Mobiliários.

Apesar de não serem excludentes, a intervenção indireta na economia contrasta com a ideia de Estado provedor de serviços, na qual as empresas públicas competem com a iniciativa privada, ou agem em regime de monopólio, para atender as necessidades da sociedade estabelecidas no texto constitucional.

Constata-se, então, que a regulação estatal da economia ocorre por meio de medidas legislativas e administrativas, abstratas ou concretas, de modo a influenciar o comportamento dos agentes econômicos, restringindo-lhes a liberdade privada ou imprimindo condutas desejáveis, para que os interesses sociais não sejam lesados (ARAGÃO, 2004, p. 37).

Portanto, regular significa estabelecer limites jurídicos, de rigidez flexível, para a atividade privada, desde que exista relevante razão social para tanto. No entanto, a edição de textos legislativos e administrativos não são suficientes para inibir as condutas indesejadas, de modo que a atividade de fiscalização permanente é indispensável para garantir a eficácia das normas estabelecidas. Em caso de descumprimento, fica autorizado o exercício do poder de polícia estatal, pelos entes reguladores, que sujeita os infratores a sanções e coerções de natureza administrativa.

No setor financeiro, em específico, a regra é a regulação prudencial, que tem como objetivo garantir a transparência, confiança e a solidez dos mercados, reduzindo o risco sistêmico inerente ao setor, uma vez que, devido a grande interligação existente entre os ativos financeiros, um colapso localizado pode irradiar para os demais mercados, afetando amplamente o domínio econômico.

2.2.1 Origem da Regulação

O setor de mercado de capitais já foi extremamente desregulamentado, sendo influenciado apenas pelos agentes econômicos privados que negociavam valores mobiliários, especialmente nos EUA, no início do século XX, onde as ideias liberais de livre mercado eram preponderantes. O rigor regulamentar só passou a ser mais severo nesse mercado após a crise da Bolsa de Valores de Nova York, em 1929, que demonstrou que os agentes privados, sem regulamentação, poderiam incorrer em riscos capazes de destruir enormes quantidades de valor de forma abrupta.

Assim, o Congresso Americano aprovou o “Securities Act”, de 1933, desencadeando uma sequência de leis federais para regulamentar o mercado de

capitais, com especial preocupação com as ofertas públicas que distribuíam os valores mobiliários. Em 1934, foi editado o “Securities Exchange Act”, com foco na regulamentação do mercado secundário de valores mobiliários, sob a justificativa legal de que as negociações de ativos financeiros ocorridas em Bolsa de Valores possuem interesse público nacional, em razão de seus preços estarem sujeitos a manipulação e controle, que podem ter impactos relevantes no mercado de crédito, na avaliação de risco dos títulos e das garantias concedidas por seus depósitos e no sistema de tributação, conforme pode ser observado na seção 2(3) do diploma jurídico americano (SELIGMAN, 2003, pp. 16-17).

Sec. 2(3): Frequently the prices of securities on such exchanges and markets are susceptible to manipulation and control, and the dissemination of such prices gives rise to excessive speculation, resulting in sudden and unreasonable fluctuations in the prices of securities which (a) cause alternately unreasonable expansion and unreasonable contraction of the volume of credit available for trade, transportation, and industry in interstate commerce, (b) hinder the proper appraisal of the value of securities and thus prevent a fair calculation of taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and (c) prevent the fair valuation of collateral for bank loans and/or obstruct the effective operation of the national banking system and Federal Reserve System.

Esse marco regulatório americano foi difundido para outros países que logo perceberam a necessidade de uma regulação mais severa no mercado de capitais, influenciando, inclusive – embora tardiamente –, a legislação brasileira.

As premissas regulatórias estabelecidas no Brasil ocorreram com a promulgação da Lei nº 4.595/1964 (BRASIL, 1964), que criou o Sistema Financeiro Nacional, conferindo supremacia ao Conselho Monetário Nacional (CMN) como “órgão regulador de cúpula” e atribuindo ao Banco Central do Brasil (BACEN) a função de “regulador de segundo nível” e executor da política determinada pelo CMN (VERÇOSA, 2008, p. 17).

A Lei nº 4.728/1965 (BRASIL, 1965), por sua vez, estabeleceu funções regulatórias semelhantes ao mercado de capitais, estampando em seu artigo 1º a seguinte redação: “Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil” (BRASIL, 1965). Ainda, a referida Lei, no intuito de desenvolver o mercado de capitais, criou um quadro institucional para desenvolver o sistema de distribuição de

títulos de valores mobiliários, a formação de mercados de obrigações privadas e a “regulamentação e policiamento das operações nos mercados de capitais segundo o modelo que havia sido adotado nos Estados Unidos na década de 1930, com a criação da Securities and Exchange Commission” (LAMY FILHO, 1992, p. 131).

Assim, foi no contexto de necessidade de desenvolvimento do mercado de capitais, somado ao estabelecimento de instituições sólidas, que a Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976) criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como substituto quase completo do Banco Central na atividade de agente regulador do mercado de capitais. Portanto, o Conselho Monetário Nacional manteve a competência de estabelecer a política geral a ser observada no mercado de capitais (artigo 3º da Lei nº 6.385/1976), mas a regulação detalhada passou a ser de competência da CVM.

A CVM surgiu, então, para cumprir, através de regulamentações, a difícil função de desenvolver o mercado de capitais, tendo em vista sua relevância para o desenvolvimento econômico do país, mantendo uma integração equilibrada entre os agentes do mercado, para coibir as falhas estruturais do seu funcionamento, bem como zelar pelos interesses públicos relacionados.

Desse modo, a Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 4º, estabeleceu as finalidades instrumentais a serem perseguidas pelo CMN e CVM, todas visando o objetivo último da regulação de mercado: alocação eficiente de poupança na economia produtiva (PITTA, 2013, p. 52).

Portanto, essa é a principal finalidade da regulação no mercado de valores mobiliários: a viabilização da eficiência de mercado como sistema de alocação de recursos de agentes superavitários no financiamento da atividade produtiva. O desempenho eficaz dessa atividade atende ao objetivo de eliminação de falhas estruturais no sistema, ao passo que permite uma maior contribuição do mercado de capitais no desenvolvimento da economia como um todo.

2.2.2 Comissão de Valores Mobiliários

Com exceção das normas de conteúdo geral editadas pelo CMN, a regulação técnica do mercado de capitais brasileiro é desempenhada pela Comissão de Valores Mobiliários. Trata-se de autarquia federal de regime especial, pertencente à pasta do Ministério da Economia, mas dotada de autoridade administrativa independente, sem subordinação hierárquica, com mandato fixo, autonomia financeira

e orçamentária, e estabilidade de seus dirigentes (artigo 5º da Lei 6.385/1976) (BRASIL, 1976).

O quadro de administração da CVM é composto por um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, para, posteriormente, serem sabatinados e aprovados no Senado Federal. Os requisitos legais para o exercício desses cargos são a ilibada reputação e o reconhecimento de competência em mercado de capitais (artigo 6º da Lei 6.385/1976) (BRASIL, 1976). Em virtude da estabilidade, seus diretores somente perderão o cargo em casos de renúncia, condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar (art. 6º, §2º) (BRASIL, 1976), sendo vedado, portanto, a demissão *ad nutum*.

Desse modo, a Lei garantiu um elevado nível de autonomia para o corpo técnico da CVM, o que é imprescindível para o desempenho das funções regulamentares da autarquia, sobretudo em razão da importância do elemento confiabilidade para os agentes de mercado.

Nos termos do artigo 8º, inciso I, do diploma jurídico em comento (BRASIL, 1976), compete à CVM, observando as políticas definidas pelo CMN, regulamentar as matérias previstas nas Leis 6.385/1976 e 6.404/1976 (Lei das S.A). Portanto, dentre as atividades regulatórias exercidas pela autarquia, destaca-se, de imediato, o poder normativo, através do qual são especificadas as regras que disciplinam a emissão, a distribuição, a intermediação, a negociação e a custódia de valores mobiliários, a administração de carteiras, a auditoria das companhias abertas, a organização e o funcionamento das bolsas de valores, de mercadorias e futuros e, de modo geral, a atividade dos agentes de mercado. Esses atos normativos são editados pelo órgão colegiado da CVM, formado pelo Presidente da autarquia e seus quatro diretores, por força do artigo 8º, inciso II, do Decreto nº 6.382/2008 (BRASIL, 2008).

A dinamicidade dos setores regulados e a complexidade das atividades justificam a competência normativa das agências reguladoras, pois é preciso conhecimento especializado e agilidade para coibir possíveis malfeitos dentro do mercado de capitais. Com efeito, as prerrogativas e obrigações dos agentes de mercado ainda são estabelecidas pelo ordenamento legal, contudo, a regulação infralegal exercida pela CVM é mais abrangente que regulamentação executiva tradicional (SANTOS; OSÓRIO; WELLISCH, 2012, p. 79).

Distingue-se, então, a regulamentação normativa, que tem como propósito dar cumprimento à execução das leis, da regulação normativa, que permite atuação

mais alargada, mas coerente com seu marco legal (MOREIRA NETO, 2003, p. 117). Eizirik et al. (2011, p. 269) apontam como atuação regulatória da CVM, por exemplo, a competência para definir conceitos de elevado grau de indeterminação, ainda que seja necessário ao bom funcionamento do mercado, como condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas (artigo 18, inciso II, alínea “b”, da Lei 6.385/1976) (BRASIL, 1976).

Também é função regulatória da CVM a fiscalização permanente das atividades e dos serviços de valores mobiliários (artigo 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976) (BRASIL, 1976). Portanto, a autarquia atua como supervisora do mercado, podendo agir preventivamente, detectando atividades com potencial de ilicitude antes que ocorram, ou repressivamente, identificando, julgando e punindo as condutas indevidas já praticadas.

Na via preventiva, o §1º, do artigo 9º, da Lei da CVM, autoriza a Comissão, com o fim de prevenir ou corrigir situação anormais de mercado, a suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso da bolsa de valores; suspender ou cancelar os registros; divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; e proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, da prática de atos a serem especificados, considerados prejudiciais ao seu funcionamento regular.

A ação de prevenção da CVM envolve também a atividade de consultoria ou orientação junto aos “players” do mercado de valores mobiliários ou qualquer investidor; e as elucidações às consultas ou aos critérios de orientação que podem ser divulgados ao público, de acordo com os critérios da autarquia (artigo 13 da Lei nº 6.385/1976) (BRASIL, 1976).

Como última *ratio* da regulação, a atividade sancionadora da CVM está descrita, essencialmente, no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976), que lhe autoriza impor aos infratores das normas da referida lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as penalidades de advertência (inciso I); multa (inciso II); suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na própria CVM (inciso III); inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos referidos cargos (inciso IV); suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades ligadas ao

mercado de capitais (inciso V); cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades ligadas ao mercado de capitais (inciso VI); proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (inciso VII); e proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (inciso VIII).

Dentre os ilícitos administrativos possíveis de serem praticados no mercado de capitais destaca-se a prática da negociação indevida com informação privilegiada, ou “insider trading”, objeto de exame desse trabalho.

2.2.3 Autorregulação

O mercado de capitais admite, ainda, a autorregulação, na qual a organização da atividade econômica é desempenhada pelos próprios agentes que atuam no mercado. No Brasil, há duas espécies dessa modalidade regulatória: a voluntária, que ocorre pela livre iniciativa dos agentes de mercado, sem ingerência do Estado; ou com base legal, que é criada por lei e a ela se submete.

No nosso mercado de valores mobiliários, destacam-se alguns reguladores voluntários, como: a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) e a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria (ANCORD) (FERRAZ, 2012, p. 90).

A ANBIMA, por exemplo, atua em diversas frentes do mercado, regulando fundos de investimento, serviços de “private banking”, ofertas públicas, custódia, controladoria, escrituração e representação de investidores não residentes, negociações, dentre outras, por meio do código de melhores práticas, formulado através de discussões entre os profissionais das instituições associadas nas comissões temáticas (ANBIMA, online).

Já a APIMEC é quem emite a certificação CNPI, espécie de autorização profissional para a categoria de analista de valores mobiliários. O credenciamento na associação pode ser realizado mediante prestação de exame presencial, de modo que ela interfere no mercado de analistas mobiliários na tentativa de aprimorar sua

qualidade. A instrução da CVM nº 483, que entrou em vigor no ano de 2010, concedeu à APIMEC o *status* de autorregulador da atividade de analista de valores mobiliários pessoa natural (APIMEC, s.d.).

Embora essas associações comentadas sejam exclusivamente privadas, a autorregulação do mercado de capitais possui previsão legal, conforme pode ser observado ao longo do corpo do texto da Lei nº 6.385/1976, como no artigo 8º, §1º, que assim dispõe:

Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. (BRASIL, 1976)

Ao passo que os incisos do referido artigo estabelecem quais são algumas das principais competências da CVM, regulador estatal no mercado de capitais, o primeiro parágrafo deixa claro que tais competências não excluem as dos entes privados. No artigo 11, §10º, que trata dos processos administrativos sancionadores, a Lei deixa a cargo da CVM regulamentar “os procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários” (BRASIL, 1976).

O §1º, do artigo 17, por sua vez, confere aos autorreguladores de mercado a seguinte competência: “às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas” (BRASIL, 1976).

Na sequência, o artigo 18, inciso I, alínea “d”, reconhece a competência da CVM para editar normas gerais sobre “exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão”.

Portanto, as entidades de mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, autorreguladores

do mercado de capitais, são reconhecidas pela Lei da CVM e possuem certos procedimentos disciplinados pela autarquia.

A autorização dada pelo o artigo 18, inciso I, alínea “d”, permitiu que a CVM editasse normas infralegais que garantiram à autorregulação do mercado o desempenho de funções normativas, fiscalizadoras e sancionadoras, nos moldes da regulação estatal.

A função normativa cabe a entidade administradora do mercado, nos termos do artigo 15 da Instrução CVM nº 461/2017 (BRASIL, 2017), mais especificamente ao seu Conselho de Administração, referenciado no artigo 24, inciso I, da Instrução comentada. Contudo, o artigo 15, parágrafo único, faz a ressalva de que a CVM pode recusar, ou mandar alterar, as regras estabelecidas pelas autorreguladoras, desde que não observem os critérios legais. Outrossim, as regras editadas pelas entidades privadas vinculam apenas os aderentes contratuais que participam da associação.

A função de fiscalizar está contida no artigo 42, e ressaltada no respectivo parágrafo único, da Instrução da CVM nº 461/2007, que obriga a administradora do mercado a manter um Departamento de Autorregulação que supervisione as operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários, observando as regras de condutas dos investidores, de modo a “identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de pôr em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.”

A referida norma deixa claro que a entidade privada administradora do mercado de capitais deve monitorar todas as operações realizadas pelos investidores, em tempo real (art. 28, III, da Instrução CVM nº 461/2007), atuando junto com a CVM na fiscalização ordinária da bolsa de valores. Como o sistema de negociação atual é completamente eletrônico, essa supervisão ocorre por meio de filtros de operações que buscam por padrões estabelecidos pelos analistas técnicos da entidade. Caso o sistema verifique alguma negociação atípica, o órgão autorregulador deve promover a análise mais detalhada da conduta, verificando se houve indícios de ilicitude.

Desse modo, as entidades autorreguladoras possuem fundamental importância para a garantia da regularidade das operações realizadas no mercado de valores mobiliários, pois, dentre outras atribuições, exercem fiscalização permanente e constante sobre todas as transações ocorridas no sistema *online* de negociação.

No entanto, conforme o artigo 48 da Instrução CVM nº 461/2007, a capacidade punitiva do Departamento Autorregulador está adstrita aos “integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, assim como os administradores e prepostos das pessoas antes mencionadas” (BRASIL, 2017), de modo que o investidor não é alvo do poder sancionador das autoridades autorreguladoras.

Mas, por se tratarem do primeiro filtro de operações atípicas, a maior parte dos ilícitos observados pelos entes autorreguladores são cometidos pelos próprios investidores. Nesse caso, o órgão tem o dever de noticiar o fato à CVM, que assume a investigação, podendo culminar na instauração do processo administrativo sancionador.

Sendo assim, as entidades privadas desempenham importantes funções de manutenção da regularidade de todo mercado, pois atuam desde a emissão de certificações profissionais, imprescindíveis para quem deseja trabalhar com valores mobiliários, até o exercício de atividades típicas de Estado, tais como as normativas, fiscalizadoras e sancionadoras. Ressalta-se, ainda, que é através da fiscalização cumprida por esses entes que, normalmente, ocorre a primeira verificação das possíveis operações com indícios de “insider trading”.

3 INSIDER TRADING E O PANORAMA LEGISLATIVO BRASILEIRO

Dada a relevância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do País, por ser o principal canalizador de recursos ociosos para o setor produtivo e pelo risco de falhas nesse mercado irradiarem para os demais, promovendo impacto generalizado no sistema financeiro, fica nítido o interesse público de manter esse ambiente livre de práticas hostis ao seu amadurecimento.

Por essa razão, os reguladores do mercado de capitais devem efetuar fiscalização permanentemente, para que nenhum investidor se utilize de práticas que põem em risco a confiança dos agentes econômicos na higidez e transparência do sistema.

O afastamento de investidores por desconfiança do cumprimento das regras de equidade nas negociações é extremamente danoso para a consecução do fim ao qual o mercado de capitais se dispõe, pois quanto menor e mais fraco ele for, menos riqueza haverá disponível para o desenvolvimento de projetos empresariais de grande impacto econômico.

Foi nesse contexto que a negociação de valores mobiliários com fundamento em informação privilegiada se tornou prática banida de todas as grandes bolsas de valores do mundo, embora as legislações dos países apresentem flexibilidade diversa (THOMPSON, 2013, p. 18).

O Diretor-Relator da CVM no Processo Administrativo Sancionador (PAS) SP2002/0564, Wladimir Castelo Branco, descreveu com precisão o vetor da vedação da conduta:

“... levar em consideração que o mercado de valores mobiliários se rege por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam se valer de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições” (CVM, 2003, online).

O agente de “insider trading”, por conhecer informação relevante não disponível aos demais investidores, está em uma posição assimétrica em relação a sua contraparte na operação. Assim, se ambos soubessem de todos os fatos acerca da companhia que emitiu o título negociado, provavelmente não realizariam a transação sob as mesmas condições.

A relevância da informação para o mercado de capitais não é um tema novo. Na década de 1970, o pesquisador da Universidade de Chicago, Eugene Fama, publicou a Hipótese dos Mercados Eficientes, trabalho de grande relevância acadêmica que, embora não tivesse esse objetivo, contribuiu para estabelecer os motivos pelos quais o “insider trading” deve ser uma prática banida do mercado de capitais.

No trabalho de Fama (1970, p. 383), um mercado, para ser eficiente e cumprir o seu papel de transferência de recursos dos agentes superavitários para os deficitários, precisa dar sinais, através dos preços, de que todas as informações públicas sobre as companhias sejam refletidas na cotação de mercado. Com base nisso, criou três medidas de eficiência informacional de um mercado: fraca, na qual o mercado reflete as informações já passadas (históricas) no preço dos títulos; eficiência semiforte, em que o mercado reflete completamente as informações públicas das companhias; e forte, no qual o preço dos valores mobiliários refletiriam todas as informações, inclusive as privilegiadas, sobre a companhia em negociação, de modo que sequer os “insiders” seriam capazes de auferir lucro por causa da assimetria de informação.

A forma semiforte de eficiência é a que mais se assemelha aos mercados de valores mobiliários, já que os preços dos ativos se movem a medida em que as informações relevantes se tornam públicas. Portanto, é nessas espécies de mercado que os “insiders” estão propensos a agir (PITTA, 2013, p. 88).

Desse modo, neste capítulo será abordado com detalhes quais as características do uso indevido de informações privilegiada, ou “insider trading”, estabelecendo os conceitos necessários para compreender como as informações causam impactos relevantes no mercado de capitais e como podem ser utilizadas para capturar taxas de retornos anormais, em curto espaço de tempo, por quem as possui. Ainda, serão identificados os potenciais agentes do ilícito e o tratamento diverso que recebem da legislação nos processos administrativos sancionadores.

3.1 CONCEITO DE “INSIDER TRADING”

Conforme mencionado no item anterior, os preços dos valores mobiliários são sensíveis as informações públicas disponíveis sobre as companhias que os emitiram. É essa característica peculiar e intrínseca ao mercado de capitais que

permite os agentes econômicos explorarem as informações que ainda não foram divulgadas para obter alto retorno econômico em um curto espaço de tempo.

A prática de “insider trading” consiste, portanto, em utilizar uma informação relevante, que ainda não se tornou pública, sobre determinada companhia de capital aberto, para montar uma operação no mercado de valores mobiliários, inferindo a direção e o impacto que ela possui na cotação do ativo quando lhe for dada publicidade. O “insider trader”, então, age no mercado de capitais entre o acontecimento de um fato relevante para uma sociedade anônima e a publicação do ocorrido para todos os investidores.

Essa prática põe em risco a confiabilidade do mercado, prejudicando seu desenvolvimento, uma vez que a informação privilegiada permite que os “insiders” aufram lucros em detrimento daqueles que não a possuíam. Desse modo, os investidores, principalmente pessoa física e estrangeiros, passam a buscar investimentos de menor risco e com maior equidade de informações, para proteger seu capital (SZTAJM, 2004, pp. 139-140).

Um exemplo clássico do ilícito é a operação de valores mobiliários, na pendência de divulgação de fato relevante, por aqueles que possuem cargo de direção em companhia aberta, já que, em decorrência do exercício profissional, possuem acesso privilegiado as informações da empresa.

Contudo, ainda que seja mais fácil de observar a prática entre administradores, diretores ou conselheiros de companhia aberta, esses são apenas exemplos de “insiders” primários. O ilícito de “insider trading” possui dois potenciais agentes: o “insider” primário e o secundário, conceitos que possuem relevância fundamental para o julgamento do ilícito, sobretudo na maneira em que as provas são tratadas pela CVM.

O “Insider” Primário é aquele que possui acesso a informação privilegiada em virtude da sua relação com a companhia que emitiu o valor mobiliário. Está, pois, dentro da empresa, conhece suas operações e é o mais capaz de avaliar o impacto da informação sobre o mercado de capitais (CVM, 2016, p.45). Os “acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas”

(COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002), configuram o rol legal de agentes primários.

O artigo 13, caput, da Instrução Normativa da CVM nº 358/2002 (BRASIL, 2002), impõe uma verdadeira proibição de negociação, para o rol de agentes acima descritos, antes de divulgação de fato relevante. Com efeito, a norma estabeleceu uma presunção relativa de que os “insiders” primários conhecem a informação relevante, de modo que, se negociarem valores mobiliários da própria companhia antes da divulgação do fato, terão de demonstrar, num possível processo administrativo sancionador, que não possuíam a informação privilegiada (inversão do ônus da prova), sob pena de condenação por “insider trading” (EIZIRIK ET AL, 2011, p. 564).

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/13172, o Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, relator na ocasião, consignou, em seu voto, o critério de valoração das provas com relação ao “insider” primário. Nesses casos, há presunção da utilização da informação privilegiada e a sua intenção de auferir vantagem.

20. Em linha com precedentes desta Comissão, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece regras relativas à valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de insider trading. Assim, em relação à companhia e aos seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem.

21. Em outras palavras, o art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002, apresenta duas presunções relativas que têm por objetivo preservar a integridade do mercado de valores mobiliários e atenuar o ônus probatório da CVM, diante da gravidade da prática de insider trading e da dificuldade em comprovar a intenção do agente. Com efeito, diante de negociação de valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante, pelos chamados

insiders primários – acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas como no caso da negociação pelo administrador – a CVM presume a efetiva utilização da informação privilegiada e a sua intenção de auferir vantagem.

22. Como bem consignado em precedente da CVM10, “nos casos contemplados no art.13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário”. (CVM, 2017, online).

O trecho acima destacado ainda faz menção à dificuldade da produção de prova material, pela acusação, da prática de “insider trading”, já que é quase impossível demonstrar, inequivocamente, que alguém está, ou não, de posse de uma informação. Por essa razão, a legislação presume o conhecimento dos fatos relevantes por aqueles que possuem acesso as decisões da companhia de capital aberto, no caso, os “insiders” primários.

No entanto, a mesma presunção não ocorre para os “insiders” secundários, que são aqueles que negociam de posse de informação privilegiada, mas não possuem qualquer relação com a emissora do título negociado. Afinal, o art. 155, §4º, da Lei 6.404/1976 (BRASIL, 1976) proíbe qualquer pessoa de utilizar informação privilegiada para auferir vantagem no mercado de capitais.

Essa espécie de “insider” pode receber a informação, direta ou indiretamente, do “insider” primário ou adquiri-la até mesmo acidentalmente. Contudo, em nenhum dos casos existe autorização legal para o “insider” secundário negociar valores mobiliários.

Assim, embora os “insiders” primários e secundários sejam igualmente prejudiciais para a confiança no mercado de capitais, existe uma enorme diferença de tratamento entre eles no julgamento do ilícito pela CVM, pois esses últimos não se

sujeitam a presunção de nenhuma natureza, cabendo à Superintendência de Processos Sancionadores da CVM (acusação) o ônus de provar que o agente tinha conhecimento de informação sigilosa e a usou para obter vantagem.

Nesses casos, não é trivial obter uma evidência documental acerca do estado mental do investidor no momento em que negociou em posse de informação privilegiada, para confirmar se a sua decisão foi, efetivamente, motivada, ou influenciada, por tal informação. Portanto, a jurisprudência da CVM sedimentou-se no sentido de admitir condenações fundadas exclusivamente em indícios.

Nesse sentido, o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes assim se manifestou sobre a prova indiciária e o julgamento de “insiders traders” secundários:

30. Como este Colegiado já teve oportunidade de se manifestar em diversas ocasiões, o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, mesmo as indiciárias. Nestes casos, é determinante que os indícios sejam sérios, consistentes e convergentes e, portanto, suficientes para sustentar uma condenação, sendo a prova indiciária essencial para a resolução de casos em que a prova direta torna-se impossível, como acontece nos casos de uso de informação privilegiada. 31. Deste modo, não basta um conjunto qualquer de indícios para sustentar uma condenação, faz-se necessária a robustez deles para que o fato seja provado. Neste sentido, transcrevo a seguir trecho do que ficou assentado no PAS CVM nº 22/94, julgado em 15.4.2004: “[A] existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado.” (CVM, 2016, online)

Portanto, condenações por “insider trading” secundário, em processos administrativos sancionadores, só são possíveis quando a acusação consegue reunir um arranjo probatório de indícios convergentes, para que seja possível convencer, na unânime jurisprudência do colegiado da CVM (precedentes PAS números 22/91,

10/08, 19/09, RJ2002/2405, 13/09 e RJ2009/13459), acerca do estado mental do investidor no momento em que realizou uma operação no mercado de capitais.

Todavia, ante a complexidade da produção e interpretação da prova contra o “insider trader” secundário, esse trabalho irá analisar, no próximo capítulo, com mais profundidade, a jurisprudência da CVM, verificando quais indícios contribuem de forma mais preponderante para a condenação ou absolvição do acusado.

3.2 ASSIMETRIA INFORMACIONAL E FATO RELEVANTE

Notadamente, as informações não-públicas sobre as companhias de capital aberto possuem especial relevância para o mercado de valores mobiliários, pois aqueles que as possuem estão em posição de vantagem perante os demais investidores. Contudo, utilizá-las para obter vantagem econômica rompe com a equidade exigida nas negociações em bolsa de valores, além de provocar danos ao próprio desenvolvimento do mercado, já que abala a credibilidade dos agentes econômicos em relação a sua regularidade.

Logo, o mercado de capitais deve ser protegido, para que possa exercer, ao máximo, sua capacidade funcional, de modo que sirva aos interesses públicos e particulares envolvidos em sua finalidade: a alocação dos recursos limitados dos investidores (poupança) em oportunidades de investimentos produtivos, que possuam expectativa de retorno para o capital investido.

Esse é o raciocínio que conduz a vedação da conduta de “insider trading”, o que deixa nítido a relação existente entre o ilícito e o fenômeno decorrente da má distribuição de informações entre os agentes de mercado, conhecido como assimetria informacional.

Tendo em vista que as informações sobre as companhias de capital aberto não estão disponíveis de forma igualitária para todos os investidores, a regulação estatal buscou mecanismos para neutralizar, na medida do possível, essa assimetria existente.

Nesse sentido, surgiu a figura do fato relevante, estampada no artigo 157, §4º, da Lei das Sociedades por Ações, que impõe aos administradores de companhia aberta o dever de comunicar, imediatamente, para a Bolsa de Valores e publicar na imprensa qualquer informação que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de valores mobiliários.

Desse modo, a legislação tenta estabelecer o cenário ideal de distribuição de fatos relevantes, dando acesso amplo e completo às informações sobre os negócios das companhias que têm seus papéis negociados no mercado. Com isso, busca-se dar igualdade de condições para todos os investidores que desejam transacionar valores mobiliários (AMENDOLARA, 2003, p. 161).

Há ocasiões, no entanto, em que a divulgação imediata de informação sensível as companhias podem pôr em risco seus próprios interesses, de modo a, por exemplo, inviabilizar a realização de projetos estratégicos, como uma fusão e aquisição. Nesses casos, os administradores podem apresentar Pedido de Exceção à Divulgação de Fato Relevante, direcionado a CVM, para que se abstenham de divulgar a informação, com fulcro no art. 157, §5º da Lei nº 6.404/76.53. Contudo, não há nenhuma hipótese que autorize os administradores de utilizar tais informações em proveito próprio (EIZIRIK, 2015, p. 370).

Ainda, não são todas as informações que precisam ser publicadas pelos administradores. Para qualificar um fato como relevante, a CVM costuma observar o impacto potencial que aquela informação teria na tomada de decisão do investidor quando ela se tornasse pública. É o que pode ser extraído do julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2006/4776, relatado pelo Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa:

“Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a "potência" de impacto e não sobre o real impacto. Para o administrador, é mais fácil calcular essa probabilidade quando o impacto do "fato" sobre os negócios da companhia é direto. Por exemplo, a parada extraordinária de atividade em uma linha industrial da companhia é relevante se essa parada afetar significativamente as receitas, o resultado ou as demais operações da companhia. Outro exemplo, o trânsito em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou um ganho para a companhia será relevante se o montante do ganho ou da perda for significativo em

comparação ao patrimônio líquido da companhia. Para completar esses dois primeiros exemplos, que se referiam, respectivamente, a um fato operacional e a outro patrimonial, podemos lembrar de um fato financeiro: a obtenção de um empréstimo pode ser relevante, embora seja, usualmente, um fato do dia a dia da companhia.” (CVM, 2017, online).

Portanto, o administrador, por conhecer detalhadamente as operações da companhia, é apto para realizar um juízo de valor acerca da probabilidade de determinada informação impactar a cotação dos valores mobiliários. Se isso ocorrer, ele deve publicá-la imediatamente.

No entanto, como ainda existe uma margem subjetiva para apontar um fato como relevante, a CVM, no exercício de seu poder regulador, estabeleceu um rol extenso de atos que são potencialmente relevantes, nos incisos do parágrafo único do artigo 2ª da Instrução Normativa CVM nº 358/2002, para nortear a tomada de decisão dos administradores de publicar as informações referentes as companhias de capital aberto.

Assim, a obrigatoriedade imediata, estabelecida na legislação, que os dirigentes possuem de dar ampla publicidade a todas as informações capazes de influenciar a tomada de decisão dos investidores busca reduzir a assimetria informacional entre os agentes de mercado, tendo em vista que, sem ela, o ilícito de “insider trading” não pode ser praticado.

3.3 PANORAMA LEGISLATIVO

A primeira legislação brasileira que tratou, ainda que superficialmente, sobre o tema foi a Lei nº 4.728/1965 (BRASIL, 1965), que regulamenta o mercado de capitais. O artigo 3º, que estabelece as competências do Banco Central, no inciso X, definiu como atribuição do BACEN “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso” (BRASIL, 1965).

Apesar do esforço legislativo, já na década de 1960, de combater o “insider trading”, a norma era ineficiente no combate à prática, pois não a estabelecia sequer como ato ilícito, tampouco arbitrava parâmetro para sanções (LEÃES, 1982, p. 173).

O ilícito de “insider trading” é complexo, sobretudo no quesito probatório, o que demanda uma legislação robusta para o sucesso da proibição.

Foi a Lei das Sociedades por Ações, nº 6.404/1976, que trouxe para o arcabouço jurídico brasileiro os elementos descritivos que permitiam delimitar melhor o que seria negociação com informação privilegiada, trazendo, inclusive, características da natureza da informação. O artigo 155 da Lei das S.A., ao estabelecer o dever de lealdade do administrador de companhia aberta, o proibiu de praticar “insider trading” (§1º) nos seguintes termos:

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

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (BRASIL, 1976).

Notadamente, a legislação supramencionada tratou de modo bem mais detalhado a figura do “insider trading”. Outrossim, essa Lei não se limitou a estabelecer parâmetros para configuração da conduta. Nos parágrafos seguintes, também foi imposto ao administrador o dever de impedir o vazamento da informação entre seus subordinados ou terceiros de confiança (§2º) e se admitiu a possibilidade de reparação cível por eventuais danos causados aos investidores (§3º).

Assim, percebe-se que, até então, apenas os administradores das empresas de capital aberto eram passíveis de serem responsabilizados pela prática de “insider trading”, já que eram os únicos para os quais a Lei impunha o dever de lealdade. No entanto, a negociação com informação privilegiada é prática espúria contra a higidez do mercado, independentemente de quem a pratique.

Para suprir a lacuna, a Lei 10.303/01 (BRASIL, 2001) alargou o sujeito ativo do ilícito, tornando qualquer operador de mercado potencial agente da prática, desde que atendidos os parâmetros legais. Desse modo, foi dada a seguinte redação ao §4º, do art. 155, da Lei da Sociedade por Ações:

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a

finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários (BRASIL, 2001).

Nesse momento, a legislação brasileira sobre o tema evoluiu para o ponto de estabelecer critérios objetivos para caracterização do ilícito de “insider trading”. A exegese legal permite abstrair alguns deles, embora a doutrina não seja unânime quanto ao número de requisitos (CARVALHOSA, 2014, p. 443): i) a existência de informação relevante; ii) sigilo da informação; iii) a negociação do título, do qual se tem informação, com intenção de auferir vantagem (SCALZILLI; SPINELLI, 2007, pp. 42-54).

Logo, pode ser observado que o ilícito de “insider trading” tem como condição *sine qua non* a existência de informação privilegiada ainda não divulgada para o mercado. É a pendência de divulgação de fato relevante pelos administradores da companhia que cria a vedação legal à negociação no mercado de capitais. Portanto, a legislação brasileira seguiu o padrão norte americano do “disclose or abstain rule”, no qual aquele que possui a informação privilegiada deve se abster de realizar operações com títulos emitidos pela companhia até que a tenha tornado pública (EIZIRIK ET AL., 2011, p. 466).

Que fique claro, contudo, que os administradores de empresas de capital aberto não possuem a faculdade de divulgar, ou não, o fato relevante, pois a Lei 6.404/1976 também estampou o princípio do “*full disclosure*”, também abstraído do direito societário americano, impondo aos administradores o dever de divulgar as informações relevantes (art. 157).

Desse modo, ao passo que os administradores possuem o dever de informar os investidores de todas as informações relevantes referentes a companhia, também estão proibidos de negociar seus títulos enquanto a divulgação estiver pendente, fazendo com que todos tenham acesso à informação ao mesmo tempo, impedindo que alguns auferam vantagem econômica em razão da assimetria informacional.

Estabelecidos os parâmetros legais de vedações à negociação, a CVM, na qualidade de agente regulador de mercado, editou a Instrução CVM nº 358/2002, que trouxe algumas inovações importantes, sobretudo em relação ao conceito de fato relevante e a extensão dos sujeitos impedidos de transacionar os valores mobiliários da companhia da pendência de divulgação de informação sensível.

A referida Instrução, em seu art. 2º, alargou o conceito estampado na Lei das S.A., para definir como relevante qualquer informação que possa influir: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

É notória a influência que o texto brasileiro absorveu da construção jurisprudencial do conceito de “material information”, realizado pela “Security and Exchange Commission” (SEC) (EIZIRIK ET AL., 2011, P. 485). Schipani e Seyhun, ao tentarem definir o significado de “material information”, com base nos julgados do regulador americano, chegaram a seguinte conclusão:

In addition to the law's imprecision in detailing the acts that constitute insider trading, there is also no clear answer as to what constitutes “material, nonpublic information.” In general, “material” information is information that fits into one or more of the following categories: (1) there is a substantial likelihood that a reasonable investor would consider the information as important in making his or her investment decisions, (2) the disclosure of such information would be “viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available,” or (3) the disclosure of the information is “reasonably certain to have a substantial effect on the market price of the security.” (SCHIPANI; SEYHUN, 2016, p. 341)

Essa observação já fora, inclusive, objeto do voto do diretor da CVM, Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº RJ2016/7190, que reconheceu as hipóteses de vedação à negociação do Brasil como semelhantes as praticadas internacionalmente:

7. No regime brasileiro, informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. É o que se depreende da leitura dos artigos 155, §1º, e 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e do artigo 22, §1º, VI, da Lei nº 6.385/1976, complementados, ainda, pelo artigo 2º da

Instrução CVM nº 358/2002. 8. Em termos gerais, a definição brasileira está alinhada com a prática internacional. De acordo com um estudo da IOSCO - International Organization of Securities Commissions datado de 2003, “in a majority of the countries examined, information is material if, when made public, it could (‘would probably’, ‘would be likely to’) substantially (‘considerably’, ‘materially’) influence the price (or value) of securities. This definition is common among many jurisdictions (with differences in meaning attributable to difficulties of translation). Some jurisdiction also limit ‘material’ information to information that is precise (or ‘specific’), but generally do not provide a definition of that term”. 9. São também relevantes as informações capazes de influir de modo ponderável na “decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”. As referências a essa hipótese, prevista no terceiro inciso do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002, são muito mais raras do que as feitas aos incisos antecedentes do mesmo dispositivo, talvez porque a esmagadora maioria das discussões até hoje travadas na CVM giraram em torno de casos nos quais se discutia se determinada informação era ou não price sensitive. (CVM, 2019, online)

Além disso, a Instrução CVM 358/2002, em seu art. 13, ampliou os sujeitos aptos a figurar como “insiders” primários. Enquanto a Lei das Sociedades Anônimas vedava a negociação dos administradores das companhias de capital aberto, o diploma infralegal proíbe os “acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas” de se utilizarem de informação relevante para auferir vantagem.

Notadamente, a legislação brasileira impôs uma série de condutas para os profissionais das sociedades anônimas com a intenção de impedir que eles utilizem o acesso privilegiado que possuem as informações da companhia para obter vantagem, para si ou terceiros, no mercado de capitais. Assim, devem guardar sigilo das informações da companhia, publicar imediatamente os fatos relevantes e se abster de

negociar valores mobiliários quando há algo a ser divulgado para os investidores, de modo que a violação desses comandos acarreta na presunção, em um possível processo administrativo, de que os administradores cometeram “insider trading”, se houver operação suspeita.

Porém, o mesmo não se aplica para os “insiders” secundários, cabendo a acusação da CVM a obrigação de provar todos os pontos de materialidade do ilícito, o que torna a punibilidade do ato, para esses agentes, ainda de difícil aplicação. Por essa razão, o próximo capítulo irá observar as provas comumente levantadas contra os “insiders” secundários, verificando, especialmente, como o Colegiado da CVM conclui que o acusado possuía uma informação privilegiada no momento em que realizou a operação investigada.

4 A PROVA DO “INSIDER” SECUNDÁRIO, NA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

Toda a atividade exercida pelo Estado tem fundamento nos dois princípios característicos do regime jurídico administrativo: o da supremacia do interesse público e o da indisponibilidade do interesse público. Eles são norteadores da conduta da Administração Pública, dando legitimidade a supressão de certas liberdades individuais, por meio da Lei, em prol da coletividade.

Na busca da gestão do interesse coletivo, as atividades administrativas assumiram diversas dimensões, como consequência das numerosas tarefas que o Estado Moderno propôs desempenhar (CARVALHO FILHO, 2014, p. 5). Assim, para instrumentalizar o desempenho dessas funções, a Administração Pública é dotada de poder regulamentar, poder disciplinar, poder hierárquico e poder de polícia.

No caso dos “insiders traders”, o Estado se manifesta para aplicar uma sanção ao administrado, transgressor da regra de conduta, sem a participação do Poder Judiciário. Em caso de descumprimento da norma, a CVM, com base no artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/76, pode aplicar multa ao indivíduo no valor do dobro da operação irregular ou do prejuízo causado aos investidores ou no triplo da vantagem econômica obtida em decorrência do ato, tudo limitado ao valor de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) e observando os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade.

Parece, portanto, um exemplo do poder de polícia estatal. Todavia, a doutrina tem dado tratamento diferenciado ao poder sancionador das entidades públicas, distinguindo-o do poder de polícia. Enquanto as limitações impostas com base no poder administrativo de polícia possuem caráter de proteção preventiva dos interesses públicos, as punições decorrentes do exercício de um autêntico poder administrativo sancionador têm claro caráter repressivo. Portanto, o poder de polícia, em sentido estrito, não inclui a aplicação de sanções. Essa atividade é submetida, consoante compreensão mais recente, ao regramento jurídico próprio e específico do chamado direito administrativo sancionador (STF, 2017, online).

Esse ramo do direito incide em qualquer área que o Estado deseja controlar e reprimir determinados comportamentos dos agentes públicos e particulares que nela atuam, como no domínio econômico. Contudo, por força do art. 5º, LIV, da Constituição Federal (Brasil, 1988), não é possível para a Administração Pública afetar, de forma legítima, a esfera jurídica do indivíduo sem o devido processo legal.

Por essa razão, para os casos de “insider trading”, compete a CVM, nos termos do artigo 9º, V e VI, da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976), apurar e aplicar a devida sanção, mediante processo administrativo, para os atos ilegais praticados pelos participantes do mercado de valores mobiliários.

Assim, fica estabelecida a regularidade procedimental exigida pela Constituição Federal para impor sanções administrativas aos indivíduos que negociam no mercado de capitais possuindo informação privilegiada, já que, no processo administrativo, o acusado pode participar ativamente da decisão Estatal ao exercer as garantias individuais de defesa e contraditório, estampadas no artigo 5º, LV, da Carta Magna (BRASIL, 1988).

4.1 PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

O processo administrativo é indispensável para a Administração Pública, uma vez que é através dele que seus atos tomam forma e passam a surtir efeitos sobre os administrados. Trata-se, portanto, do meio de controle que os indivíduos possuem para exigir dos agentes estatais o cumprimento da legalidade. Isso posto, o processo administrativo deve ser pautado pelas regras e ritos pré-determinados que, no âmbito da Administração Pública Federal, estão descritos na Lei 9.784/99 (BRASIL, 1999).

A referida Lei estabelece as regras gerais do processo administrativo. No entanto, há procedimentos especiais que, em razão de sua especificidade, são regidos por Lei própria, de modo que os preceitos gerais só lhe são aplicados subsidiariamente, conforme estabelecido pelo artigo 69 da Lei 9.784/99 (BRASIL, 1999).

Tendo em vista as características técnicas de mercado exigidas para elucidação de ilícitos econômicos, o processo administrativo sancionador (PAS) instaurado pela CVM se submete ao regramento geral estabelecido na Lei nº 6.385/76, que foi atualizada pela Lei 13.506/17. Outrossim, os detalhes procedimentais específicos do referido processo foram regulamentados pela Instrução CVM nº 607/2019, objeto de análise do momento.

Ressalta-se, dessa forma, que o exame ora realizado acerca desse sistema processual não pretende abordar todos os pontos a ele relacionados, tampouco avaliar suas minúcias. Com efeito, como o objetivo específico do trabalho é analisar o

conteúdo das decisões dos PAS julgados, para entender como a autarquia reguladora do mercado conclui acerca do estado mental dos acusados de “insider trading” secundário. Portanto, busca-se, apenas, apresentar as principais características do procedimento, em seu rito ordinário, introduzindo os elementos necessários à sua compreensão como instrumento de atuação da vontade administrativa, já que é através dele que a CVM persegue e pune aqueles que cometem o referido ilícito.

A perseguição do agente que pratica “insider trading” inicia nas Superintendências da CVM. São esses órgãos específicos da autarquia que devem atuar no mercado de valores mobiliários realizando “a investigação de infrações administrativas, a instrução processual e a instauração de processo administrativo sancionador destinados a apurar atos ilegais e práticas não equitativas” (art. 3º da Instrução CVM 607/2019). Essa fase é conhecida como pré-sancionadora, pois é nela que se realiza a primeira apuração de denúncias ou de indícios de infração administrativa.

De acordo com as primeiras provas coletadas, se a Superintendência, de pronto, obtiver elementos suficientes para concluir sobre a autoria e materialidade da irregularidade constatada, não haverá necessidade de instauração de inquérito administrativo, de modo que ela deve lavrar o termo de acusação, que prescinde de aprovação da Superintendência Geral (arts. 4º, II, e 6º, caput, da Instrução CVM 607/2019). Contudo, antes de formular a acusação, a Superintendência deve intimar o investigado, lhe dando a oportunidade de apresentar sua Manifestação Prévia.

Por outro lado, se a Superintendência não possuir juízo conclusivo acerca dos indícios de autoria e materialidade, deverá apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida à Superintendência Geral (SGE) (art. 8º da Instrução CVM 607/2019). Caso o pedido seja deferido, o inquérito será distribuído para a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) (art. 9º da Instrução CVM 607/2019), que se torna responsável pela investigação.

Nesse momento, devem ser realizadas novas diligências pelo órgão administrativo, na tentativa de obter elementos probatórios suficientes que permitam definir se houve ilícito e quem o praticou. Encerrado o inquérito, se houver juízo conclusivo, deve ser expedida a intimação do investigado para apresentação de Manifestação Prévia, antes da lavratura do termo de acusação.

A Acusação elaborada pela Superintendência da CVM é, portanto, a peça introdutória do processo administrativo sancionador. Observada sua relevância, o

artigo 6º da Instrução CVM 607/2019 estabeleceu um rol de elementos imprescindíveis para a propositura, que são:

- I – nome e qualificação dos acusados;
- II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;
- III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;
- IV – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º;
- V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; VI – rito a ser observado no processo administrativo sancionador;
- e VII – proposta de comunicação a que se refere o art. 13, se for o caso (BRASIL, 2019).

Antes da citação dos acusados, a Procuradoria Federal Especializada (PFE) atua como uma espécie de *custus legis* do processo sancionador, verificando o cumprimento dos requisitos acima expostos e da intimação do investigado para se manifestar antes de formalizado o termo de acusação. Desse modo, emite parecer para a Superintendência, no prazo de 30 dias, que deve adotar as medidas apontadas ou justificar a razão de não realizá-las (artigo. 7º, I, II, III, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019).

Sanado os possíveis vícios que possam existir na Acusação, deve ser expedida a citação do acusado, para que possa apresentar Defesa, no prazo de 30 dias, que deve ser instruída com os documentos destinados a provar suas alegações e especificar as demais provas que pretenda produzir (artigos. 21 e 29 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019). Note que, por se tratar de processo administrativo, a Defesa poderá ser assinada pelo próprio acusado, sendo dispensável, portanto, a atuação de advogado nos PAS.

Decorrido o prazo, com ou sem apresentação da defesa, os autos devem ser encaminhados ao Colegiado da CVM, onde serão iniciados os atos prévios ao julgamento, com o sorteio do relator do caso (art. 31 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019).

Após a designação da relatoria, a Superintendência tem a faculdade de oferecer réplica para as razões da Defesa, no prazo de 30 dias. Nessa hipótese, o acusado deverá ser intimado para apresentar a sua tréplica, caso queira.

Passada a fase de manifestação das partes, o relator pode (I) devolver os autos para a superintendência que lavrou o termo de acusação, caso a peça esteja

em dissonância com os parâmetros estabelecidos pelo art 6º, I, IV, V ou VI, da Instrução comentada (art. 41 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019). Verifica-se, logo, que é admitida a correção da acusação, desde que seja dada a oportunidade de resposta para o acusado.

Cabe ao relator, ainda, (II) “decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado” e (III) “determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa” (arts. 42 e 43 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019). É admitida nos PAS, então, a produção de prova de ofício pelos julgadores.

Instruído os autos, o processo estará pronto para julgamento pelo Colegiado, que deve fazê-lo “em sessão pública, convocada com pelo menos 15 dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público” (art. 49 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019). Essa “sessão será presidida pelo Presidente da CVM ou, na sua ausência ou impedimento, por seu substituto eventual e somente será realizada com a presença de no mínimo 3 membros do Colegiado” (art. 50 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019).

No início da sessão de julgamento, o relator faz a leitura do relatório, caso já não o tenha disponibilizado para as partes e o Colegiado (art. 51 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019), para que seja dada a defesa a oportunidade de realização sustentação oral no prazo de 15 minutos, prorrogáveis por igual período, a critério do presidente da sessão (art. 52 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019). Cumpridas as manifestações orais características dos julgamentos colegiados, o órgão passa a deliberar sobre o mérito do processo. Cada diretor pode proferir seu voto, bastando a formação de maioria simples para as decisões serem tomadas. No entanto, ocorrendo empate, prevalece o voto que mais favorece ao acusado.

A decisão exarada conterà o relatório do processo, os fundamentos, a conclusão e as penalidades aplicadas, se houver condenação (art. 56 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019), devendo ser publicada na página da CVM, na internet, na forma de ementa, com a identificação dos acusados, as infrações a eles imputadas e as penalidades ou absolvições (art. 59 da Instrução CVM 607/2019) (BRASIL, 2019).

Cumpre destacar, ainda, que a decisão condenatória proferida pelo Colegiado da CVM admite recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, a última instância administrativa submetida ao Ministério da

Economia. Contudo, as decisões de segundo grau do referido conselho não serão objeto de pesquisa desse trabalho, que observará, apenas, o conteúdo dos PAS julgados pelo Colegiado da CVM, em primeiro grau de jurisdição.

Assim, estabelecido todo o procedimento percorrido pelo agente estatal, para que possa impor sanções administrativas aos indivíduos que negociam com informações privilegiadas, resta a análise do conteúdo das decisões proferidas nos julgamentos de “insider traders” secundários, de modo a extrair da jurisprudência as principais provas que permitem concluir pela materialidade do ilícito.

4.2 O VALOR DA PROVA INDICIÁRIA NO PAS

De antemão, para buscar, na jurisprudência, quais elementos comumente revelam para a CVM que um acusado de fato praticou “insider trading”, é preciso traçar algumas considerações sobre o valor das provas aplicadas a esses casos.

De regra, a Lei 9.784/99, em seus artigos 29, 36 e 37 (BRASIL, 1999), atribuiu à Administração Pública a condução da instrução probatória dos processos administrativos em geral. Ademais, o procedimento sancionador instaurado pela CVM, por força do artigo 42 da Instrução CVM 607/2019 (BRASIL, 2019), também admite a produção de prova de ofício pelo agente estatal. Fica nítido, então, que nos processos administrativos o julgador deve agir diligentemente para encontrar a verdade, ainda que, para isso, tenha que se valer de outros elementos além daqueles trazidos aos autos pelos interessados. A autoridade administrativa competente não fica obrigada a restringir seu exame ao que foi alegado, trazido ou provado pelas partes, podendo e devendo buscar todos os elementos que possam influir no seu convencimento.

Ainda, o caráter repressivo do direito administrativo sancionador atrai para os procedimentos dessa natureza os preceitos e garantias individuais típicas do processo penal, protegendo o indivíduo de ingerências exacerbadas do Estado. Eis o trecho do voto, extraído do Recurso Ordinário em Mandado de Segurança nº 24.559, relatado pelo Ministro Napoleão Nunes Maia Filho, do Superior Tribunal de Justiça, que corrobora com a tese.

3. Consoante precisas lições de eminentes doutrinadores e processualistas modernos, à atividade sancionatória ou disciplinar da Administração Pública se aplicam os princípios, garantias e normas que regem o Processo Penal comum, em respeito aos valores de

proteção e defesa das liberdades individuais e da dignidade da pessoa humana, que se plasmaram no campo daquela disciplina.

4. Realmente não é nova a tendência dos autores de Direito Administrativo em vindicar para o ramo sancionador dessa disciplina jurídica as mesmas exigências que se aplicam ao Direito Penal, como pertinentemente aponta o eminente Professor THEMISTOCLES BRANDÃO CAVALCANTI, nominando os preclaros mestres estrangeiros que sustentam essa mesma posição; diz o saudoso e sempre lembrado Ministro:

Com o Direito Penal também tem o Direito Disciplinar relações muito íntimas, porque o Direito Disciplinar é constituído essencialmente por um regime de sanções e, por isso mesmo, sofre influência direta, imediata, do Direito Penal.

Este capítulo das relações entre o Direito Disciplinar e o Direito Penal é bastante interessante pela multiplicidade das doutrinas que se entrechocam.

(...).

O Direito Penal procura absorver com seus princípios, sob a influência, aliás, de idéias autoritárias, outras disciplinas jurídicas, especialmente o Direito Administrativo e o Disciplinar, procurando uniformizar o regime de sanções e penetrando na vida administrativa, no campo das contravenções e das infrações administrativas, de um modo geral (Tratado de Direito Administrativo, Freitas Bastos, São Paulo, 1960, vol. I, p. 107/110).

5. Estou em que essa tendência mereça e deva mesmo ser maximamente prestigiada, para se criar a mentalidade de preservação dos direitos, liberdades e garantias individuais, que são, em última análise, as características e os fundamentos do Estado Democrático. Neste ponto, é de se ter claro que nem todos os princípios originariamente compreendidos no Direito Penal são aplicáveis ao Direito Sancionador de modo mecânico e automático, mas com adaptações a suas peculiaridades (STJ, 2009, online).

Desse modo, é exigido cautela da Administração Pública para aplicar sanções aos administrados, já que tem o dever perseguir um acervo de provas que se aproxime da cognição da verdade real dos fatos e que seja capaz de infirmar a presunção de inocência do acusado, estabelecida no artigo 5º, LVII, da Constituição Federal.

Na doutrina processual penal tradicional, é comum a classificação da prova em relação ao seu objeto. Quando a prova, por si só, consegue convencer o julgador a respeito do fato controverso, trata-se de prova direta. A prova indireta, por sua vez, é aquela que permite realizar uma inferência, por meio de raciocínio lógico, para concluir a respeito do fato controverso (TÁVORA; ALENCAR, 2013, p. 390).

Isso posto, seria natural concluir que a prática de “insider trading”, que é submetida a julgamento pela Comissão de Valores Mobiliários, deveria ser provada

diretamente, de modo que não restasse dúvida para o Colegiado acerca da conduta do agente. Contudo, devidos as peculiaridades do ilícito, sobretudo em razão da materialidade está na posse de informação privilegiada, uma prova definitiva exigiria a demonstração do estado mental do acusado no momento da operação suspeita, o que é próximo do impossível.

O Diretor da CVM, Sérgio Weguilin, relator no PAS CVM nº 24/2005, frisou comentário semelhante ao exposto em seu voto:

“Isso é importante porque em se tratando de ‘insider trading’, em que via de regra é necessário demonstrar que o agente detinha conhecimento da informação relevante, a prova definitiva e irrefutável do ilícito será praticamente impossível, exceto na hipótese de confissão por parte do acusado.” (CVM, 2008, online).

Desse modo, para que a proibição de “insider trading” secundário não se tornasse inócua, a jurisprudência da CVM firmou-se unânime no sentido de admitir a prova secundária (indícios), visto que os “insiders” de mercado não estão sujeitos as presunções legais que recaem sobre aqueles que possuem contato direto com as informações de companhia aberta, como os administradores, cabendo à acusação demonstrar que o acusado possuía a informação privilegiada no momento da negociação.

No PAS CVM nº RJ 04/2004, relatado pelo Diretor Marcelo Trindade, foi destacado essa diferenciação de tratamento entre os “insiders” primários e secundários:

“Tradicionalmente se faz a distinção entre o insider primário, administrador da companhia ou terceiro com acesso direto às informações da companhia, sobre os quais recai a presunção iuris tantum de que detinham a informação, e o terceiro que negocia de posse da informação privilegiada mas não é insider, e em relação ao qual é preciso provar o conhecimento dos fatos não relevados ao mercado.” (CVM, 2006, online).

Já no PAS CVM nº 25/2010 foi assentada a possibilidade de se admitir a comprovação de mais de um elemento do ilícito de “insider trading” por meio de prova indiciária:

“A comprovação de um ou mais elementos do insider trading pode ocorrer por meio de indícios, a chamada prova indiciária, que equivale

aos demais meios de prova, conforme estabelecido no art. 239 do Código de Processo Penal como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. (CVM, 2017, online).

No PAS CVM nº RJ2016/5039, por sua vez, foi destacado qual o único elemento do ilícito que a lei autoriza a presunção contra os “insiders” secundários:

“15. Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do insider trading, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações 10 com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida.

16. A presunção de que aquele que negocia estando de posse de informação privilegiada utiliza tal informação, constante do caput e do §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, é a única regra de presunção do ilícito de insider trading constante do referido normativo, que pode ser aplicada aos insiders secundários – naturalmente, desde que antes se comprove que o acusado possuía a informação privilegiada.

17. Essa presunção facilita sobremaneira a persecução do insider trading, pois, afinal de contas, é muito mais simples demonstrar a posse de informação privilegiada do que a motivação do insider ao operar. Ademais, é pouco factível supor que uma pessoa que possui uma informação privilegiada consegue neutralizar os efeitos dessa informação ao avaliar uma possível negociação. Nesse sentido, um tribunal norte-americano asseverou que: “ao contrário de uma arma carregada, que pode permanecer pronta e não ser utilizada, a informação privilegiada não pode ficar inerte na mente humana”. (CVM, 2017, online).

Os trechos de jurisprudência acima expostos refletem o entendimento do Colegiado da CVM a respeito da necessidade da utilização de indícios para caracterização dos elementos que compõem o ilícito de “insider trading”. Porém, um desses elementos (demonstração da negociação do título, do qual se tem informação, com intenção de auferir vantagem) pode ser presumido, desde que provado que o agente possuía a informação relevante.

Essa construção jurisprudencial fundamenta-se, sobretudo, no princípio do livre convencimento motivado do julgador, que permite a cognição dos fatos por meio de qualquer prova legalmente admitida. Não há, portanto, uma hierarquia legal pré-determinada do valor de cada prova, tendo todas a mesma importância, inclusive a

indiciária. Cabe ao juiz dar peso para as provas apresentadas nos autos, observando as peculiaridades do caso concreto, para motivar sua decisão.

Outrossim, o Ministro do Supremo Tribunal Federal, Luiz Fux, nos autos da Ação Penal nº 470, assinalou para a possibilidade de condenação com base em prova indiciária citando exatamente os casos de “insider trading”:

“No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de insider trading (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existente entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.” (STF, 2013, online).

Logo, a possibilidade de condenação dos “insiders” secundários com base apenas em indícios é tema pacífico nas últimas instâncias recursais administrativas e judiciais. Do contrário, seria impossível sancioná-los, já que o ilícito em comento só admite a prova direta por meio da confissão. No entanto, não é qualquer indício que é capaz de formar convencimento quanto à autoria e materialidade do “insider trading”, de modo que, se ainda restar razoável dúvida acerca da conduta suspeita, deve prevalecer o princípio do *in dubio pro reo*, culminando na absolvição do acusado.

Nesse esteio, serão comentadas adiante as características necessárias do acervo probatório nos processos “insider trading” secundário, para que seja possível a condenação do acusado, pois, ainda que seja admitida a configuração do ilícito por meio de indícios, é notória a limitação que essa espécie de prova possui em relação àquelas capazes de revelar o fato controverso diretamente. É especialmente por esse motivo que a punição do “insider” de mercado é uma atividade penosa para a acusação.

4.3 INDÍCIOS E CONTRAINDÍCIOS NA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

Embora a prova indiciária não possua hierarquia mais baixa que as demais, tampouco possua valor probatório definido fora do caso concreto, é certo que ela não permite ao julgador um esclarecimento definitivo acerca do que pretendia revelar.

Sendo assim, é exigido cautela para que sejam autorizadas sanções com fulcro exclusivamente em indícios.

No PAS CVM nº RJ 2002/2045, o Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos discorreu extensamente sobre o juízo de certeza, concluindo que o julgador deve ter um zelo diferenciado quando se trata de condenações fundadas em prova indiciária.

“As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio *in dubio pro reo*. Portanto, todo o esforço da doutrina e da jurisprudência que aceitam a condenação com base em indícios dirigiu-se para cercar a utilização de indícios da necessária segurança, como forma de conciliá-lo com o juízo de certeza e a presunção de inocência; e de se acautelar contra certos voluntarismos e evitar desvios de raciocínio.

(...)

Em função destes fatos, tanto a doutrina quanto a jurisprudência já apontaram que os indícios devem ser examinados com redobrada cautela, porque, muitas vezes, sob o pretexto de haver indícios, há apenas conjecturas, suspeitas, suposições, juízos preconcebidos, preconceitos, mas que não encontram respaldo nas provas dos autos. Esta advertência consta da lição de Walter Coelho:

"Insista-se, pois, em alertar que a prova indiciária – conquanto seja um prova de raciocínio e, como tal, capaz de iluminar os caminhos na busca da verdade da e da certeza – é um tipo de prova cuja articulação exige grande perspicácia, atenção e prudência, sendo realmente difícil o domínio de sua técnica. Qualquer deslize ou precipitação no trânsito deste cipoal de múltiplas e variadas circunstâncias pode levar à areia movediça dos sofismas, viciando as conclusões e propiciando lamentáveis enganos e erros judiciais. (A Prova Indiciária em Matéria Criminal, p. 59)". (CVM, 2003, online).

Desse modo, os indícios que instruem os autos de uma acusação de “insider trading” secundário devem comprovar a conduta ilícita de tal maneira que supere a dúvida razoável do julgador, para ser capaz de infirmar a presunção de inocência garantida constitucionalmente. A plausibilidade da teoria acusatória, portanto, não pode, por si, ser suficiente para ensejar a condenação, sendo necessário a comprovação da teoria, ainda que por indícios. Ainda no PAS acima mencionado:

“A mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido não autoriza nem acusação, que dirá condenação. E a só lembrança dessa situação causa arrepios, pois todo o esforço do

Estado de Direito é para se evitar possibilidades deste jaez, cujos resultados são conhecidos e deram origem, não faz tanto tempo assim, a episódios que a história prefere esquecer, como gulags e que tais.” (CVM, 2003, online).

Nesse ponto, é perceptível que não é qualquer indício que autoriza um juízo condenatório por “insider trading” secundário. Por isso, a jurisprudência da CVM firmou-se no sentido de que a prova indiciária, para autorizar a condenação, precisa ser formada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves:

“16. Quanto às provas relacionadas ao ilícito de insider trading, cabe observar que elas são, geralmente, de natureza indiciária, mas, para que sejam aptas a fundamentar uma condenação, devem formar um conjunto de indícios que sejam múltiplos, convergentes e consistentes.” (CVM, 2015, online).

Outrossim, não bastasse a necessidade de robustez da prova indiciária, a condenação em “insider trading” secundário ainda exige a ausência de contraindícios que enfraqueçam a coerência da tese de acusação.

“32. O conjunto de indícios tendente a autorizar uma condenação não pode ser diminuído ou neutralizado pela existência de fatos e circunstâncias em sentido contrário, os denominados contraindícios. Isto porque o julgador não pode ter dúvida da culpabilidade do agente, e, se a tiver, a absolvição se impõe como medida de justiça. Nessa linha, menciono o voto da Diretora Norma Parente no PAS CVM nº 06/95, julgado em 05.05.2005:

“Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos. A existência de contraindícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.” (CVM, 2016).

Portanto, de regra não é um indício que permite concluir sobre a ação do “insider trader”, sobretudo em razão da cautela exigida pelo julgador para a formação do juízo de certeza nos processos administrativos sancionadores. A prova da negociação com informação privilegiada deve ser múltipla, de forma que as inferências realizadas sobre elas apontem, convergentemente, para a conclusão do cometimento da infração. Um único contraindício que dê sustentação para a tese de defesa pode ser suficiente para estabelecer a dúvida razoável nos julgadores, os quais, nesse caso, devem decidir em favor do acusado.

Sendo assim, o Colegiado não analisa isoladamente os indícios, nem atribui peso diferenciado a eles. Pelo contrário, é o volume de provas no mesmo sentido que permite a formação da convicção do julgador.

Todavia, como o objetivo do trabalho é extrair as provas comuns para a averiguação de “insider trading” da jurisprudência da CVM, no próximo item a abordagem dos indícios será feita de forma isolada, apenas para fins didáticos, pois, sabe-se que, nas decisões de mérito, eles são analisadas sempre de forma conjunta pelo Colegiado.

4.4 INDÍCIOS COMUNS PARA CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO

Estabelecida a admissibilidade da prova indiciária, resta saber quais indícios comumente são utilizados pela CVM para verificar se o investidor possuía, ou não, informação privilegiada quando negociou algum ativo do mercado acionário.

Conforme descrito no capítulo anterior, o ilícito de “insider trading” possui características peculiares, em especial a necessidade de assimetria informação entre os agentes de mercado para que seja possível sua consumação. Pois, um investidor que possui informação não-pública sobre determinada empresa de capital aberto é capaz de avaliar o impacto do fato sobre os preços dos títulos mobiliários quando ele for divulgado. Conhecendo a direção para aonde o preço irá convergir, o “insider” monta a operação no mercado de capitais e aguarda a divulgação do fato relevante pela sociedade anônima. Quando a notícia é tornada pública e impacta a cotação dos títulos, normalmente, os “insiders” encerram a operação, auferindo o lucro desejado com a prática.

Portanto, ainda que não exista garantia de que o “insider” irá acertar a operação realizada e obter vantagem econômica com ela, é possível se ter, a partir de uma informação privilegiada, um certo grau de previsibilidade da movimentação das cotações dos ativos. Essa vantagem que os “insiders” possuem em relação ao investidor comum imprimem alguns atributos diferenciados em seu comportamento.

É a atipicidade do comportamento do investidor na transação suspeita, então, o que fornece a maioria dos indícios utilizados pela CVM para concluir que o acusado de “insider trading” secundário possuía informação privilegiada. Nesse sentido, o PAS CVM RJ2016/2384:

15. Assim, é o comportamento extraordinariamente atípico do investidor e as demais circunstâncias que envolvem a operação que demonstram a ocorrência do ilícito. Trata-se, portanto, de comprovar que a conduta praticada pelo acusado, quando comparada àquela esperada de um investidor racional, é justificada tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o coloca em posição não equitativa com os demais participantes do mercado. (CVM, 2019, online).

Para estabelecer se a conduta da operação suspeita foi, ou não, atípica, a autarquia a compara com o histórico do próprio acusado, levando em consideração a experiência de um investidor racional, que, normalmente, não deseja expor parcela considerável do seu capital ao risco, ainda mais quando não está habituado a fazê-lo.

Sendo assim, quando alguém opera no mercado de capitais com um comportamento oposto ao do seu histórico de negociações e ao que se espera de um investidor racional, concentrando capital e risco na mesma transação, como se tivesse certeza do resultado positivo do investimento, sinaliza para a CVM uma série de indícios que podem indicar uma possível negociação com informação privilegiada.

Seguindo esse raciocínio, a CVM busca compreender se, na ausência do conhecimento de um fato relevante, aquele investidor realizaria a operação sob as mesmas condições que efetuou. Se a conclusão for que não, admite-se que cometeu “insider trading”.

Assim, como existe um padrão no modo de agir dos “insiders traders”, alguns indícios se tornaram característicos da infração na jurisprudência do Colegiado da CVM. São eles: i) o padrão de operações do acusado; ii) o momento das operações; iii) o montante de capital aplicado na operação, levando em conta o patrimônio líquido do investidor; e iv) o relacionamento com “insiders” primários.

Esses indícios mencionados possuem grande relação com o comportamento típico de “insider trading”, decorrente das próprias peculiaridades do ilícito, o que justifica aparecerem em diversos PAS julgados. Por isso, cada um deles será analisado isoladamente, verificando o raciocínio por trás da conduta que leva o Colegiado da CVM a concluir pela existência de informação privilegiada e de sua utilização para obter vantagem econômica no mercado de capitais.

4.4.1 HISTÓRICO DE OPERAÇÕES

Um dos primeiros indícios levantados pela acusação da CVM e observados pelo Colegiado, no momento do julgamento, é o padrão histórico de operações do acusado. Para isso, são analisadas as informações intrínsecas as negociações que ele realizou no mercado de valores mobiliários, como a habitualidade das transações, o volume financeiro médio movimentado por elas e o seu tempo médio de duração.

Assim, é possível estabelecer o perfil histórico de investidor do acusado, deduzindo seu comportamento habitual no mercado, e contrastá-lo com a conduta observada na operação sob suspeita de ter sido realizada em virtude de “insider trading”

Desse modo, para que se suponha que determinada negociação foi realizada por razão de conhecimento de informação privilegiada, é preciso que ela tenha características diferentes do método habitual de negociação do investidor, configurando seu comportamento atípico quando comparado consigo mesmo.

No PAS CVM nº 24/05, o relator do processo, Diretor Sergio Weguelin, deixou claro para a acusação e a área técnica da CVM a importância do levantamento histórico dos investimentos do acusado, para que se possa estabelecer um perfil e compará-lo com a transação suspeita de “insider trading”.

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

(...)

Embora se tenha feito um trabalho bastante completo no que diz respeito ao número de pessoas investigadas, isto não ocorreu quanto à substância das provas reunidas. Para casos futuros, recomendaria às áreas técnicas que aprofundassem a busca pelas informações que fiz referência acima, sobretudo quando destinadas a evidenciar que determinadas operações fugiram ao padrão de investimento dos acusados. (CVM, 2008, online).

A ausência desses elementos impede que os julgadores avaliem se o comportamento demonstrado pelo investidor na operação suspeita foi isolado ou faz parte do seu método habitual de negociação no mercado.

Logo, estabelecer esse parâmetro possui consequências relevantes, tanto para acusação quanto para a defesa, nos processos administrativos sancionadores que versam sobre “insider trading”. Afinal, enquanto a incompatibilidade entre o perfil

histórico de negociações do acusado e o comportamento apresentado na operação suspeita é indício do cometimento do ilícito, a compatibilidade é um forte contraindício, que atesta a regularidade da conduta.

Como essa análise comportamental passou a ser usual nos julgamentos de “insider trading” secundário, diversos PAS já utilizaram a atipicidade da conduta na operação suspeita como fundamento para condenação do acusado. No caso destacado abaixo (PAS CVM nº RJ2014/3225), por exemplo, o infrator apostava, reiteradamente, no sucesso da companhia HRT, negociando seus valores mobiliários de forma habitual. Contudo, na véspera de divulgação de fato relevante, realizou grandes operações que se valorizavam com o insucesso da empresa, mudando drasticamente seu comportamento. Isso permitiu para a CVM concluir pela existência de um fato extraordinário nessa operação e ausente nas demais, capaz de justificar a alteração repentina no comportamento, que seria o conhecimento de informação privilegiada, o que ensejou sua condenação.

144. John Forman realizou sistemáticas operações envolvendo opções de ação da HRT em 2013 que, segundo alega, serviam para defender sua carteira de ações contra eventual queda da cotação do papel.

145. Ao analisar o histórico de operações de John Forman, verifico que, no primeiro semestre em 2013, ele realizou quatro operações de proteção envolvendo opções da HRT, uma compra à vista de 29.500 ações e nenhuma venda à vista. No dia 15, dois dias antes de se decidir pela venda das 500 mil ações da HRT, o Acusado efetua mais uma operação de proteção.

146. Diante da aquisição de ações à vista e das sucessivas operações de proteção realizadas nos primeiros sete meses de 2013, parece-me claro que o Acusado, mesmo ciente do sucessivo declínio na cotação das ações da HRT, apostava no sucesso da exploração de óleo e gás na Namíbia, evento que certamente alavancaria os resultados da Companhia, o valor das ações e os retornos para seus acionistas.

147. Desta forma, tudo me leva a crer que somente um fato extraordinário poderia justificar a alteração repentina no comportamento de John Forman, que não hesitou em apostar na direção contrária daquela que vinha atuando, justamente às vésperas da divulgação pela HRT do resultado definitivo sobre a existência ou não de óleo em um dos projetos de exploração mais importante da Companhia, admitindo vender as ações por preço inferior ao praticado naquele momento pelo mercado.

148. No meu sentir, a súbita mudança de comportamento e a quantidade de ações negociadas não foram compatíveis com o perfil nem com o padrão habitual das negociações do Acusado.

149. Deste modo, entendo que a Acusação, com base em indícios sérios, robustos e convergentes, conseguiu comprovar que John Forman realizou operações com ações de emissão da HRT nos dias

17 e 18 de julho de 2013, com o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. (CVM, 2016, online).

De igual modo, há uma série de precedentes do Colegiado que utilizam o raciocínio exposto para concluir que o acusado não cometeu “insider trading”, pois o método de negociação utilizado por ele na conduta suspeita não diferiu do normalmente apresentado nas demais operações.

83. Observando as características das operações que serviram de base para a acusação, não me parece que elas se assemelham àquelas típicas de quem negocia com o uso de informação privilegiada. Em primeiro lugar, porque não se comprovou que a informação supostamente motivadora das compras a termo era relevante, como demonstrei na seção II.1 acima. Em segundo lugar, porque realizar operações a termo durante cinco sucessivos meses, objetivando influenciar a alta dos papéis somente a partir de abril de 2011, depois de ultrapassado o quinto mês, não se coaduna com o comportamento típico do insider, cujo objetivo primordial é o ganho rápido e certo. Além do mais, como demonstrou a Acusação, Rafael Ferri já negociava com ações preferenciais da Mundial pelo menos desde maio de 2010, sete meses antes, e continuou a negociar até julho de 2011, três meses depois. 84. Assim, pelo exposto, concluo que a Acusação não comprovou que Rafael Ferri violou o disposto no art. 155, §4º, da Instrução CVM nº 358, de 2002. (CVM, 2016, online)

Ao examinar seus investimentos em bolsa, no período considerado suspeito pela Acusação, de 22.12.11 a 15.02.12, atesto que o Acusado adquiriu mais de R\$1,6 milhões em ações de diversas companhias abertas, tais como: Petrobrás SA (código ISIN PETR4), Vale do Rio Doce SA (código ISIN VALE5), Ambev SA (código ISIN AMBV4) e Banco Itaú Unibanco SA (código ISIN ITUB4) (fls. 1.766 a 1.783). Em linha com seu declarado perfil, o Acusado também vendeu volume igualmente expressivo de ações neste período de quase dois meses, bem como fez uma “trava de alta”, utilizando opções de ações da Petrobras, operação com derivativos que consistiu na compra de 7.000 contratos de opção da série PETRC22 simultaneamente a venda da mesma quantidade de contratos da série PETRC24.

Tudo leva a crer que o Acusado possuía conhecimentos técnicos e recursos financeiros para obter o máximo proveito com a valorização das ações que adviria da divulgação do reajuste das tarifas, porém preferiu destinar tão somente 5% dos recursos que destinou à aquisição de ações para comprar os papéis da Sanepar.

(...)

As negociações com as ações da Sanepar feitas pelo Acusado não divergiram do perfil nem do padrão das suas negociações habituais, tampouco tiveram a intensidade esperada daquele que detém uma informação privilegiada, fatos que não me autorizam considerar tais negociações atípicas. (CVM, 2014, online)

Nos casos expostos acima (PAS CVM nº RJ2012/11002 e RJ2012/9808), em ambas as ocasiões, a frequência de negociações de alto volume financeiro foi o fundamento preponderante que culminou na absolvição dos acusados, pois demonstrou habitualidade, já que ter um método agressivo de negociação no mercado de capitais não é nenhum ilícito.

Assim, é possível concluir que a análise minuciosa das operações do acusado é um método muito efetivo encontrado pela CVM para determinar se o operador de mercado possuía informação privilegiada. Isso ocorre, principalmente, porque a prática de “insider trading” pressupõe a existência de um fato relevante pendente de divulgação para o mercado e os “insiders” secundários não possuem fácil acesso a essa informação. Dessa forma, nas poucas ocasiões em que uma operação é realizada por causa de informação privilegiada, o comportamento diferenciado, típico de “insider”, fica estampado nela, sendo revelado pelo contraste com as demais operações realizadas pelo acusado que não estavam contaminadas por uma informação privilegiada.

4.4.2 TEMPO DAS OPERAÇÕES

Outro indício que possui intrínseca relação com a conduta típica de “insider” é o momento da abertura e fechamento da operação suspeita. Para que seja possível obter vantagem no mercado de capitais em virtude da assimetria de informação que possuem, os “insiders” precisam agir em uma janela de tempo bastante específica, que é após o acontecimento do fato relevante e antes de sua divulgação ao público.

Como os administradores das sociedades anônimas possuem o dever de divulgador imediatamente os fatos relevantes que conhecem, as operações dos “insiders” tem como característica o curto espaço de tempo entre seu começo e fim. Desse modo, essa espécie de negociação que dura poucos dias, conhecida como “short swing”, com início antes da divulgação de informação sensível pela companhia e término logo após, é um forte indício do uso de informação privilegiada para obter vantagem.

Nesse sentido, no PAS CVM Nº 11/08 foi destacada a importância das informações referentes ao momento em que aconteceu a operação suspeita, para o convencimento da prática de “insider trading”.

37. Foram apresentados pela Acusação dados e informações importantes relativos ao momento em que os investidores adquiriram as ações. A maior parte dos Acusados, todos de alguma forma ligados ao Grupo Prosper, começou a comprar ações da Suzano entre os dias 12 e 17.07.2007, ou seja, poucos dias depois que o presidente da Petrobras propôs ao presidente da Suzano a aquisição da companhia. E alguns deles, em especial os funcionários da Corretora Prosper e o Sr. Pedro Lopes de Sousa Palhares, operaram a termo.

38. A Acusação está correta em utilizar o timing das operações como um balizador. Nas negociações de ações em que há informação privilegiada, os investidores desejam se posicionar nos papéis antes de eventos sobre os quais têm conhecimento de dados sigilosos. Como nesses casos é muito difícil a obtenção de uma prova direta, o "momento" de aquisição ou venda do papel é muito importante na avaliação de utilização indevida de informação privilegiada. (CVM, 2012, online).

Dado que a divulgação do fato relevante cessa a assimetria informacional do "insider", a precisão do momento em que a operação é montada é fundamental para caracterização do ilícito, de tal sorte que a jurisprudência da CVM considera como característica dos "insiders traders" o seu "timing perfeito", muito raro de ocorrer apenas por coincidência. Contudo, é certo que eventualmente alguém pode realizar operações dentro dessa janela de tempo específico sem possuir qualquer informação privilegiada, o que justifica a necessidade de multiplicidade de indícios convergentes para condenar o acusado. Reitera-se, portanto, que a análise isolada dos indícios tem como objetivo, apenas, identificar suas peculiaridades para formação do convencimento dos julgadores.

Sendo assim, uma operação de "short swing" com "timing perfeito" possui muitas das características comumente observadas apenas nas negociações realizadas por "insiders traders", de modo que esse indício tem especial relevância no julgamento dos processos administrativos sancionares, razão pela qual a acusação da CVM sempre busca a identificação desse padrão. Como exemplos, podem ser citados os precedentes PAS CVM nº RJ2013/2714 e RJ 2011/3665.

19. A acusação também chama a atenção para o timing das operações realizadas pelo Acusado. A negociação ocorreu apenas quatro dias antes do anúncio da aquisição da Ability pela Contax e o Acusado se desfez do lote de ações adquiridas em 8.9.2010, cerca de oito dias após o anúncio de fato relevante. 20. De um lado, o timing da aquisição questionada demonstra que, dada a natureza da operação divulgada, é quase certo que sua conclusão tenha sido antecedida por um período de negociação superior a quatro dias. Assim, no dia da

negociação ora questionada já existiam informações a respeito da operação. De outro, o fato de o Acusado ter ficado pouco tempo em posse das ações da Contax (cerca de 12 dias) e ter-se desfeito dos papéis pouco dias depois do anúncio de um fato relevante (oito dias) indica também um movimento típico da prática de uso indevido de informação privilegiada, o chamado short swing. (CVM, 2014, online).

4. Quando analisados em conjunto com o já robusto corpo probatório trazido pela Acusação, essa repetição de montagens de posições às vésperas de fatos relevantes e o desfazimento de tais posições após a divulgação dos fatos relevantes (21.5.2008 e 13.11.2009) representa a reiteração de comportamentos, elemento que corrobora os indícios apurados até aqui, suficientes para me convencer de que o timing perfeito do acusado – observado pelo menos na divulgação desses dois fatos relevantes – não é mera coincidência. (CVM, 2012, online).

Pelo raciocínio apresentado, pode-se inferir que, se por um lado a conduta típica do “insider trader” consiste em operações de curto prazo realizadas entre o acontecimento de um fato relevante e a sua divulgação, qualquer janela de tempo operacional diferente dessa deve ser considerada como contraindício do ilícito. No PAS CVM nº 11/2009, os acusados foram absolvidos, eminentemente, porque o momento em que realizaram as operações impugnadas era completamente incompatível com as características do “insider trading”, já que adquiriram as ações da companhia dois anos antes da divulgação do fato relevante.

134. As aquisições teriam se iniciado dois anos antes do período suspeito e teriam continuado mesmo após a divulgação do Fato Relevante. Não haveria, portanto, como afirmar que as aquisições teriam sido motivadas pelo suposto conhecimento de informação privilegiada. 135. Também não foi observado o comportamento padrão de insider trading, o short swing, caracterizado pela aquisição da maior quantidade possível de ações de emissão da companhia antes da divulgação do fato relevante para vendê-las logo após a publicação. 136. Os defendentes também não alienaram as ações logo após a divulgação do Fato Relevante, quando poderiam ter obtido lucro imediato e certo. Permaneceram com as ações em suas carteiras e chegaram a aliená-las somente em 2008. (CVM, 2012, online).

Outrossim, a ausência de alienação dos títulos mobiliários após a publicação da informação pela companhia também é contraindício da infração, ainda que não seja tão conclusivo quanto os momentos operacionais específicos de atuação dos “insiders”, devendo, portanto, ser avaliado em conjunto com o acervo probatório dos autos, para que seja possível realizar a cognição dos fatos.

Pelo exposto, fica evidente a correlação existente entre o “insider trading” e tempo que o agente possui para atuar no mercado de valores mobiliários. Como não é possível obter vantagem fora janela de tempo específica, a prática deixa forte vestígio nos registros temporais da negociação, que é amplamente utilizado pela CVM para verificar se houve uso de informação privilegiada.

4.4.3 O MONTANTE OPERADO

Como dito na introdução do item 4.4, a assimetria de informação que os “insiders” possuem permite que eles tenham uma determinada previsibilidade – bem maior que a dos investidores sem vantagens ilícitas – do sucesso da operação que está realizando. A quase certeza da vitória altera as percepções de risco do investidor perante o mercado de valores mobiliários, o que, naturalmente, deixa um indício de conduta atípica na negociação.

Desse modo, para aumentar a potencial vantagem econômica a ser obtida com o ilícito, é comum que o “insider” opere os títulos em quantidade muito maior do que está habituado ou utilize instrumentos de alavancagem financeira.

Cada ativo financeiro alavancado possui uma modelagem peculiar, mas, no geral, eles permitem que o investidor, virtualmente, possa movimentar na operação um volume de dinheiro maior do que possui ou está disponível no momento. Negócios com ativos dessa natureza tem como característica o maior retorno, ou prejuízo, dependendo do sucesso da transação, quando comparados aos ativos não alavancados.

Portanto, os “insiders traders” se aproveitam de sua alta previsibilidade de acerto para operar um grande volume de dinheiro, caso tenham disponível, ou se utilizam dos instrumentos de alavancagem para obter, com pouco capital, expressivos retornos econômicos.

Um dos instrumentos possíveis de serem operados pelo “insiders”, e que comumente aparecem nos julgados da CVM, é o termo. Por meio dele, o investidor pode tomar um empréstimo, por taxas de juros bem baixas, para comprar ativos mobiliários. Como uma das características das operações dos “insiders traders” é a vantagem econômica em curto espaço de tempo, esse modelo de alavancagem encaixa perfeitamente para eles, pois, após a divulgação do fato relevante, encerram

o termo, pagando a pequena taxa de empréstimo, lhes restando o lucro da negociação que foi realizada com dinheiro que nem era seu.

Sendo assim, o volume financeiro movimentado na operação suspeita também é comumente levado em consideração pela CVM para concluir pela prática de “insider trading”, dado que essa informação revela o grau de confiabilidade do investidor no sucesso da transação realizada. No PAS CVM Nº RJ2016/5039, por exemplo, um dos acusados colocou na operação suspeita mais de 100% do seu patrimônio líquido declarado. Evidentemente, colocar em risco mais do que o que possui não é uma conduta esperada de um investidor racional, o que indica para a CVM a existência de um fator extraordinário que o leve a assumir esse comportamento, que é a informação privilegiada.

e. operaram volumes expressivos de BEMA3, investindo valores correspondentes percentuais relevantes do patrimônio financeiro declarado (31% no caso de Renato Pai, 140,67% no caso de Renato Filho, e 90% no caso de Alexandre) e sendo responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante;

(...)

12. Voltando ao caso concreto, noto que a Acusação traz um conjunto bastante robusto de indícios de que as operações realizadas pelos Acusados foram motivadas por informações privilegiadas acerca da operação. Nesse sentido, a Acusação demonstrou que:

(...)

f. os Acusados investiram montantes bastante expressivos em ações BEMA3, correspondentes a percentuais relevantes dos seus patrimônios financeiros declarados;

g. os Acusados foram responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante.

13. Diante de todos esses fortes indícios, parece-me claro que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada. (CVM, 2017, online).

O fundamento por trás desse indício é avaliação da certeza de sucesso da operação, visto que nenhum investidor, por mais experiente que seja, pode ter total confiança do acerto da operação, o que imprime outra característica atípica no comportamento dos “insiders traders”. Tendo isso em mente, o raciocínio pode ser utilizado para realizar quaisquer tipos de comparações com o volume financeiro negociado, já que os indícios se apresentam de forma diversa e não padronizada nos processos administrativos sancionadores.

No PAS CVM Nº RJ2011/3665, o acusado não operou valor relevante em relação ao seu patrimônio, mas movimentou, de uma vez, o dobro do volume financeiro transacionado por meio de termo nos últimos 24 meses e 10% do total do mesmo período. Isso, para a CVM, foi suficiente para demonstrar um grau de certeza atípico para aquele investidor, quando comparado ao seu histórico, razão pela qual se torna um indício de “insider trading”.

27. Nos dias 10, 11, 12 e 13 de novembro de 2009, até meia hora antes do comunicado de Fato Relevante, o Sr. Luciano acumulou uma posição de 200.000 ações AVIL3, em seu nome, e outras 100.000, em nome de sua esposa, das quais 297.000 adquiridas a termo.

28. Duas características dessas aquisições chamam a atenção. Primeiro, a precisão do momento de entrada no papel. Segundo, a urgência que cercava essas aquisições demonstrada tanto pela acumulação de posição significativa em poucos dias, quanto por ter se utilizado de operações a termo.

29. Embora se possa alegar que o volume financeiro das operações não era muito grande, cerca de R\$300.000,00, ele é significativo se considerado o histórico e o padrão dos acusados com ações AVIL3. Adicionalmente, os Acusados foram os principais compradores a termo de ações AVIL3 no período.

30. Para demonstrar a importância dessas negociações especificamente para a Sra. Maria Elizabeth, a Acusação levantou suas operações a termo entre 2008 e 2009. Nos 2 anos anteriores ao Termo de Acusação, a comitente teria operado em torno de R\$1 milhão, dos quais R\$300 mil em ações da Aços Villares. Os demais R\$700 mil teriam sido investidos em ações da Gerdau e Metalúrgica Gerdau. Além disso, havia somente outras 3 operações a termo, cujo volume financeiro era de R\$65.000,00. O volume financeiro da operação da Sra. Maria Elizabeth em 12.11.2009 foi de R\$105.213,00. Ou seja, essa única operação representou quase 2 vezes o que a Sra. Maria Elizabeth havia negociado a termo nos 24 meses que a antecederam e mais de 10% do total negociado no mesmo período.

31. A Acusação entende que o fato de os acusados terem negociado a termo também indica que eles tinham urgência na aquisição e, por isso, corrobora as evidências de que detinham informações privilegiadas. (CVM, 2012, online).

Um agravante no caso acima mencionado foi o uso da alavancagem por meio do termo. Como ficou consignado na decisão, o “insider trader” possui urgência em adquirir os títulos que deseja, tendo em vista a sua curta janela operacional, mas nem sempre possuem o dinheiro na corretora disponível para negociação. Assim, o termo atua como o instrumento financeiro perfeito para o “insider”, que pode realizar a operação sem precisar dispor de todo o seu valor.

Fica nítido, então, que o excesso de confiança é mais uma característica típica do comportamento dos “insiders traders” e que pode, assim como as citadas nos itens anteriores, ser observada através das operações realizadas pelo acusado, através de uma série de indícios oferecidos pela análise do montante financeiro operado.

4.4.4 RELACIONAMENTO COM “INSIDERS” PRIMÁRIOS

Até então, todos os indícios apresentados possuem relação com alguma característica típica do comportamento “insider trading”, pois, através deles, a acusação da CVM tenta demonstrar que o acusado não realizou a operação suspeita com a adequada conduta de um investidor comum. Contudo, ainda há um indício, sem correlação com a transação, que é comumente averiguado e utilizado pelo Colegiado para confirmar, de vez, que houve uso de informação privilegiada pelo acusado. Trata-se de descobrir o caminho potencial percorrido pela informação.

Como um dos requisitos para que esteja configurada a materialidade do “insider trading” secundário é o acesso à informação relevante não divulgada ao mercado, a acusação pode estabelecer a maneira que o acusado obteve a informação e de quem. Por isso, para além das características da operação, passaram a ser investigadas as relações pessoais e profissionais dos acusados, afim de verificar se existe a possibilidade de algum “insider” primário ser seu informante. Afinal, os “insiders” secundários, por definição, não possuem acesso às informações sigilosas de companhias de capital aberto. Logo, na maioria das vezes, as recebem de um “insider” primário de seu relacionamento.

O acervo probatório ideal para a condenação de um “insider trader” secundário, portanto, seria aquele que demonstrasse comportamentos típicos de “insider”, através dos indícios coletados nas operações do acusado, e estabelecesse o possível caminho da informação, por meio da investigação dos relacionamentos pessoais e profissionais.

No entanto, note que demonstrar o elo de ligação entre um acusado de “insider” secundário e um “insider” primário não prova, de forma alguma, que eles conversaram sobre informações relevantes. Por isso, fala-se em potencial caminho da informação, já que a prova definitiva é, mais uma vez, impossível.

Dessa maneira, indícios de relacionamentos pessoais ou profissionais dos acusados de “insider” secundário com “insider” primário jamais podem servir de condão, exclusivamente, para firmar o juízo de condenação, pois permitem formar convicção somente sobre a possibilidade de acesso à informação. No PAS CVM RJ2015/2666 ficou assentado o entendimento pacífico do Colegiado sobre o caráter auxiliar das relações na prova de “insider trading”.

33. Outro aspecto importante a ser destacado diz respeito à importância das relações profissionais, amizade ou parentesco na formação da prova indiciária em casos de insider trading.

34. O entendimento reiterado do Colegiado é que essas relações não podem ser consideradas, por si só, bastante para garantir que a informação relevante pendente de divulgação foi repassada entre as pessoas, mas um indício do possível caminho percorrido pela informação desde sua origem até chegar ao investidor que negociou com ações antes da divulgação do Fato Relevante. Neste particular, transcrevo trecho do voto da Diretora Luciana Dias, que ilustra bem esse entendimento:

A existência de relações pessoais entre os envolvidos nas operações investigadas tem sido considerada pelo Colegiado da CVM como elemento adicional na apuração de ilícitos de uso indevido de informação privilegiada. Ela constitui, no geral, um indício adicional que lhe permite formar convicção sobre a possibilidade de acesso à informação relevante pelos acusados. Quando isoladamente considerada, no entanto, a existência de relações pessoais não é suficiente para comprovar a detenção de informação privilegiada. (CVM, 2016, online).

Assim, já que se trata de indício acessório, descobrir o caminho exato que a informação percorreu para chegar no “insider” secundário é dispensável no processo administrativo sancionador, de modo que os vínculos entre “insiders” primários e secundários não precisam ser demonstrados pela acusação da CVM. Contudo, sem dúvida o referido indício ficou estabelecido na jurisprudência da autarquia como mais um elemento que corrobora fortemente para a formação do corpo probatório contra o acusado.

Nesse ponto, é possível concluir que as provas indiciárias possuem fundamental relevância para os processos de “insider trading” secundário. Sem elas, a vedação de negociação de valores mobiliários só se aplicaria, na prática, para os administradores de sociedades anônimas, tendo em vista as presunções legais estabelecidas contra eles, por possuírem acesso direto às informações sigilosas da empresa.

As características peculiares do “insider trading” tornam quase impossível a produção de prova direta do acontecimento do ilícito, salvo a confissão. Porém, são esses mesmos atributos distintos que permitem extrair das operações dos acusados indícios de uma série de comportamentos típicos do “insider”.

É especialmente por meio desses indícios, que se tornaram constantes nos autos dos processos administrativos sancionadores, por causa de sua eficiência como meio de prova para os julgamentos de “insider trading”, que a CVM pode concluir, com grau de certeza suficiente para ultrapassar a presunção de inocência do acusado, sobre qual era o estado mental do investidor quando realizou determinada operação no mercado de capitais, para aplicação das devidas penas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais se tornou um importante fator de canalização de recursos financeiros, conectando os agentes deficitários com os superavitários e permitindo a alocação eficiente da reserva de capital ociosa na economia produtiva, o que possui relevante impacto positivo no emprego, na renda da população e no ganho de produtividade.

Essas características que os mercados de capitais apresentam para o desenvolvimento econômico torna nítido o interesse público de manter esse ambiente livre de práticas hostis que impeçam o seu regular amadurecimento, o que autoriza a intervenção estatal no seu domínio.

Nesse campo, a regulação estatal da economia ocorre por meio de medidas legislativas e administrativas, abstratas ou concretas, com a intenção de influenciar o comportamento de seus agentes, restringindo-lhes a liberdade privada ou imprimindo condutas desejáveis, para que os interesses sociais não sejam lesados.

Ainda, para inibir as condutas indesejadas, o Estado exerce atividade de fiscalização permanente no mercado de capitais. Em caso de descumprimento, fica autorizado o exercício do poder sancionador estatal, pelos entes reguladores, que sujeita os infratores a sanções e coerções de natureza administrativa.

Dentre as infrações possíveis de serem cometidas no mercado de capitais, destaca-se o “insider trading”. A prática consiste em utilizar uma informação relevante, que ainda não se tornou pública, sobre determinada companhia de capital aberto, para obter vantagem econômica no mercado de valores mobiliários.

Esse ilícito possui dois potenciais agentes: o “insider” primário e o secundário, conceitos que possuem relevância fundamental para o julgamento do ilícito, sobretudo na maneira em que as provas são tratadas pela CVM.

Os “insiders” primários são aqueles que possuem contato direto com as sociedades anônimas, como administradores e diretores. Todos eles estão descritos no artigo 13, caput, da Instrução Normativa da CVM nº 358/2002 (BRASIL, 2002). Ainda, para esses agentes, a Lei impõe uma verdadeira proibição de negociação antes de divulgação de fato relevante, presumindo-se o “insider trading” caso descumpram.

No entanto, a mesma presunção não ocorre para os “insiders” secundários, que são aqueles que negociam de posse de informação privilegiada,

mas não possuem qualquer relação com as companhias de capital aberto. Nesses casos, a autarquia reguladora do mercado deve provar o cometimento do ilícito, o que não é nada trivial, pois é preciso demonstrar qual era o estado mental do investidor quando realizou a operação suspeita, para saber se ele possuía, ou não, uma informação privilegiada.

Naturalmente, para a Administração Pública afetar, de forma legítima, a esfera jurídica do indivíduo, exercendo seu poder sancionador, é preciso observar o devido processo legal.

Por essa razão, a Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976), em seu artigo 9º, V e VI, autorizou a CVM a apurar e aplicar a devida sanção, mediante processo administrativo, para os atos ilegais praticados pelos participantes do mercado de valores mobiliários, como o “insider trading”.

A persecução do agente que pratica “insider trading” inicia nas Superintendências da CVM, órgãos que estão em contato direto com o mercado de valores mobiliários, e finaliza, nos autos dos processos administrativos sancionadores, com a decisão de mérito do Colegiado da autarquia, que estabelece o relatório do processo, os fundamentos, a conclusão e as penalidades aplicadas, se houver condenação.

Com a análise dessas decisões de mérito, foi possível concluir que devido as peculiaridades do “insider trading”, sobretudo em razão da sua materialidade está na posse de informação privilegiada, uma prova definitiva do ilícito exigiria a demonstração do estado mental do acusado no momento da operação suspeita, o que é próximo do impossível.

Desse modo, para que a proibição de “insider trading” secundário não se tornasse inócua, a jurisprudência da CVM firmou-se unânime no sentido de admitir a prova indiciária, assim, a possibilidade de condenação dos “insiders” secundários com base apenas em indícios é tema pacífico nas últimas instâncias recursais administrativas e judiciais.

No entanto, não é qualquer indício que é capaz de formar convencimento quanto à autoria e materialidade do “insider trading”. Para isso a prova indiciária precisa ser formada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves. Um único contraindício que dê sustentação para a tese de defesa pode ser suficiente para estabelecer a dúvida razoável nos julgadores, os quais, nesse caso, devem decidir em favor do acusado.

As provas indiciárias relevantes para os casos de “insider trading” são aquelas capazes de demonstrar o comportamento típico de “insider”, visto que a posição de vantagem que eles possuem em relação aos demais investidores imprimem alguns atributos diferenciados em seu comportamento.

Por meio dessa atipicidade de comportamento do investidor na transação suspeita é que a CVM levanta a maioria dos indícios utilizados para concluir que o acusado de “insider trading” secundário possuía a informação privilegiada.

Como existe um padrão no modo de agir dos “insiders traders”, alguns indícios se tornaram característicos da infração na jurisprudência do Colegiado da CVM, como o padrão de operações do acusado, o momento das operações, o montante de capital aplicado na operação, levando em conta o patrimônio líquido do investidor e o relacionamento com “insiders” primários.

Com o perfil histórico de operações do acusado, é possível deduzir seu comportamento habitual no mercado, e contrastá-lo com a conduta observada na operação sob suspeita. Desse modo, para que se suponha que determinada negociação foi realizada por razão de conhecimento de informação privilegiada, é preciso que ela tenha características diferentes do método habitual de negociação do investidor, configurando seu comportamento atípico quando comparado consigo mesmo.

O momento das operações tornou-se de observação constante pela CVM porque os “insiders” precisam agir em uma janela de tempo bastante específica, que é após o acontecimento do fato relevante e antes de sua divulgação ao público. Por isso, a conduta típica do “insider trader” consiste em operações de curto prazo realizadas entre o acontecimento de um fato relevante e a sua divulgação. Qualquer janela de tempo operacional diferente dessa afastaria a suspeita de cometimento de “insider trading”.

Outro comportamento típico de “insider” é o excesso de confiança no sucesso da operação realizada, já que a assimetria de informação que possuem permite que eles tenham uma determinada previsibilidade do acerto. Por isso, se aproveitam da oportunidade para operar um grande volume de dinheiro, caso tenham disponível, ou se utilizam dos instrumentos de alavancagem para obter, com pouco capital, expressivos retornos econômicos. Por causa dessas características do ilícito, análise do montante financeiro operado se tornou relevante para a CVM.

Por fim, além dos indícios que podem ser observados na análise das operações do acusado, ainda se pode estabelecer o possível caminho pelo qual o “insider” secundário recebeu a informação. Desse modo, tornou-se comum, nos processos de “insider trading”, a investigação das relações pessoais e profissionais dos acusados, na tentativa de estabelecer um elo com algum possível informante. Contudo, essa prova é tratada como indício acessório, já que não é possível descobrir o caminho exato, mas apenas supô-lo. Por essa razão, é dispensável para condenações de “insider trading” secundário, embora robusteça o corpo probatório.

Por todo o exposto, esses são os indícios que se tornaram comuns de serem observados nos processos administrativos sancionadores, tendo em vista sua grande eficiência em demonstrar que o acusado apresentou comportamentos típicos de “insider”.

Através deles, a CVM pode concluir, com grau de certeza suficiente para ultrapassar a presunção de inocência do acusado, sobre qual era o estado mental do investidor quando realizou uma operação suspeita no mercado de capitais, para aplicação das devidas penas.

REFERÊNCIAS

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

ANBIMA. Atividades Autorreguladas. **Página inicial**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/autorregulacao-e-adesao/atividades-autorreguladas.htm>. Acesso em: 29 de abril de 2019.

APIMEC. Sobre o CNPI. **Página inicial**. Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=502&id_materia=1408>. Acesso em: 29 de abril de 2019.

ARAGÃO, Alexandre Santos. **O princípio da eficiência**. Revista de direito administrativo, 237. 2004.

BALTAZAR JR., José Paulo. **Crimes federais**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**: promulgada em 5 de outubro de 1988. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1990.

BRASIL. Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e dá outras providências. Brasília, 2008. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6382.htm>. Acesso em 23 de abril de 2019.

BRASIL. Instrução da CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>>. Acesso em: 03 de março de 2020.

BRASIL. Instrução da CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 03 de março de 2020

BRASIL. Instrução da CVM n. 607, de 17 de junho de 2019. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>>. Acesso em: 03 de março de 2020

BRASIL. Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 31 dez. 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em 19 de outubro de 2019.

BRASIL. Lei 4.728 de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial da União**, Brasília, 16 jul. 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728.htm>. Acesso em 23 de abril de 2019.

BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, 09 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em 23 abril de 2019.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em 12 de dezembro de 2019.

BRASIL. Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. **Diário Oficial da União**, Brasília, 01 fev. 1999. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728.htm>. Acesso em 10 de março de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Ordinário em Mandado de Segurança**: RMS 24559 PR 2007/0165377-1. Relator: Ministro Napoleão Nunes Maia Filho. j. 03/12/2009. Disponível em: <<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/8604843/recurso-ordinario-em-mandado-de-seguranca-rms-24559-pr-2007-0165377-1-stj>>. Acesso em: 12 de fevereiro 2019.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Penal**: AP 470 MG. Relator: Ministro Joaquim Barbosa. j. 17/12/2012. STF, 2013. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=236494>>. Acesso em: 20 de fevereiro 2019.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Mandado de Segurança**: MS 32201 DF. Relator: Ministro Roberto Barroso. j. 21/03/2017. STF, 2017. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=13287495>>. Acesso em: 20 de fevereiro 2019.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3.

CATAPANI, Márcio Ferro. **Títulos públicos**: natureza jurídica e mercado. Quartier Latin, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016, p. 45. (Cadernos CVM, 11). Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVMCaderno-11.pdf>>. Acesso em: 01 de novembro de 2019.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: 04/04. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. j. 28.06.2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060628_PAS_0404.pdf>. Acesso em: 17 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: 11/08. Relatora: Luciana Dias. j. 21.08.2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120821_PAS_1108.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: 11/08. Relatora: Luciana Dias. j. 21.08.2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120821_PAS_1108.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: 24/05. Relator: Sergio Weguelin. j. 07.10.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20081007_PAS_2405.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: 24/2005. Relator: Sergio Weguelin. j. 07.10.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20081007_PAS_2405.pdf>. Acesso em: 17 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: 25/2010. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. j. 04.07.2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20170704_PAS_252010.html>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: RJ2006/4776. Relator: Pedro Oliva Marcílio de Sousa. j. 17.01.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ20064776.pdf>. Acesso em: 12 de janeiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: RJ2002/2405. Relatora: Norma Jonssen Parente. j. 09.10.2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031009_PAS_RJ20022405.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**: RJ2016/5039. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. j. 26.09.2017. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ_20165039_Renato-Ramos.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2011/3665. Relatora: Luciana Dias. j. 03.04.12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120403_PAS_RJ20113665.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2012/11002. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. 08.12.2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2016/20161215_PAS_RJ201211002.html>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2012/8010. Relatora: Luciana Dias. j. 21.07.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_RJ20128010.pdf>. Acesso em: 23 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2013/10579. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. 10.03.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20150310_PAS_RJ201310579.html>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2013/13172. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. j. 25.04.2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2013/2714. Relatora: Luciana Dias. j. 07.10.14. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141007_PAS_RJ20132714.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2014/3225. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. 13.09.2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20143225.pdf>. Acesso em: 23 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2015/2666. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. 13.09.2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20152666.pdf>. Acesso em: 07 de janeiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2016/2384. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. j. 26.09.2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20191126_PAS_CVM_RJ2016_2384_SEI_19957_001639_2016_15_voto_diretor_henrique_machado.pdf>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2016/5039. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. j. 26.09.2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ_20165039_Renato-Ramos.pdf>. Acesso em: 21 de fevereiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** RJ2016/7190. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. j. 09.07.2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2019/20190709-PAS-RJ2016-7190.html>>. Acesso em: 20 de janeiro de 2020.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** SP2002/0564. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. j. 19.11.2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2003/20031119_SP20020564.html>. Acesso em: 10 de outubro de 2019.

_____. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR:** SP2013/094. Relator: Gustavo Borba. j. 14.12.2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20171214_PAS_SP2013094.html>. Acesso em: 21 de fevereiro de 2019.

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

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities Exchange Act of 1934. An act to provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes. **United States Status at Large**, Washington, DC, 05 jun. 1934. Disponível em: <<https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>>. Acesso em: 23 de abril de 2019.

FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets:** a review of theory and empirical work. The Journal of finance. New York: American Finance Association, v. 25, maio de 1970.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro:** a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2012.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988.** 4. ed. São Paulo: Malheiros, 1998.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo.** São Paulo: Saraiva, 2005.

KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais:** do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

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

MELLO, Pedro Carvalho de. **Mercado de capitais e desenvolvimento econômico**. In: Introdução ao mercado de capitais. CASTRO, Helio O. Portocarrero (org.). Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Direito regulatório**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

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

PITTA, André Grünspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A racionalidade econômica do combate ao insider trading**: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, 2007.

Schipani, Cindy A.; Seyhun, H. Nejat. Defining “Material, Nonpublic”: What Should Constitute Illegal Insider Information?. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, vol. XXI. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2668162>. Acesso em: 17 de janeiro de 2020.

SELIGMAN, Joel. **The transformation of Wall Street**: a history of the Securities and Exchange Commission and modern corporate finance. Aspen: New York, 2003.

SZTAJN, Rachel. **Regulação e o mercado de valores mobiliários**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: Malheiros. 2004.

TÁVORA, Nestor; ALENCAR, Rosmar Rodrigues. **Curso de Direito Processual Penal de acordo com a Lei nº 12.760/2012 que aumenta o rigor da “Lei Seca”**. 8. ed. Salvador: JusPodivm, 2013.

THOMPSON, James H. **A Global Comparison of Insider Trading Regulations**. International Journal of Accounting and Financial Reporting, 2013, Vol. 3, No. 1.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Considerações sobre o sistema financeiro**. Crises. Regulação e re-regulação. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: RT, ano XLVII, n. 149-150, jan.-dez. 2008.