



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E POLÍTICAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

O Papel da Comissão de Valores Mobiliários no Combate à Prática Ilícita do *Insider  
Trading* no Brasil

**Fernanda Lemos Cardoso Guedes**

**Orientador**  
Luciano da Rocha Gerard

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL  
JANEIRO DE 2021

Fernanda Lemos Cardoso Guedes

O Papel da Comissão de Valores Mobiliários no Combate à Prática Ilícita do *Insider Trading* no Brasil

Monografia apresentada à Escola de Administração da  
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro  
(UNIRIO) para obtenção do título de Bacharel em  
Administração Pública.

**Orientador**

Luciano da Rocha Gerard

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL

JANEIRO DE 2021

O Papel da Comissão de Valores Mobiliários no Combate à Prática Ilícita do *Insider Trading* no Brasil

Fernanda Lemos Cardoso Guedes

Monografia apresentada à Escola de Administração da  
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro  
(UNIRIO) para obtenção do título de Bacharel em  
Administração Pública.

Aprovado por:

---

Luciano da Rocha Gerard (UNIRIO)

---

Eduardo Bernardo Valadares (UNIRIO)

---

Julio César Silva Macedo (UNIRIO)

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL

JANEIRO DE 2021

## **AGRADECIMENTOS**

Concluir um curso em uma Universidade Pública é um sonho que está prestes a se realizar e por isso, não posso deixar de agradecer a todos que estiveram comigo durante esta longa jornada.

Agradeço à minha família, que com muito carinho e incentivo, se fez presente em todos os momentos da minha vida. Sem vocês a realização desse sonho não seria possível! Vocês terão para sempre o meu muito obrigada e todo o meu amor.

Agradeço ao meu namorado e amigos, que tornaram esses anos de faculdade mais leves e divertidos. Vocês criaram lindas memórias que levarei por toda minha caminhada.

Agradeço a todos professores que compartilham diariamente sua sabedoria, vocês são verdadeiros exemplos para mim e para meus colegas de graduação. Em especial, ao meu professor orientador Luciano da Rocha Gerard, por me orientar na conclusão deste trabalho, obrigada por todo ensinamento e dedicação.

Agradeço a todos da UNIRIO que se dedicam cotidianamente para promover uma educação pública de qualidade e excelência. Estamos juntos nesta luta!

Agradeço aos meus colegas da Patamar Consultoria Empresa Júnior, Diretório Acadêmico de Administração Pública, Finep e SulAmérica, que me deram a oportunidade de colocar em prática os conteúdos aprendidos nestes últimos anos, sempre com muita leveza, empenho e parceria.

## RESUMO

Esta pesquisa busca compilar as principais questões que envolvem a prática do *insider trading* no Brasil e o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no combate a este ato ilícito. Em um primeiro momento, o estudo apresenta as principais características do sistema financeiro nacional e do mercado acionário brasileiro, passando pela intervenção do Estado no domínio econômico e pela criação da CVM como órgão regulador até chegar ao conceito do *insider trading*, os seus impactos e os mecanismos de combate utilizados pelo agente regulador. Posteriormente, analisou-se o histórico dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS), que se relacionam ao ato ilícito de *insider trading*, julgados pelo colegiado da CVM no período de 2002 a 2020. Os resultados desta análise foram apresentados nas seguintes categorias: A matéria do *insider trading* nos PAS julgados pela CVM; Indivíduos indiciados; Distribuição de punições e absolvições; Sanções aplicadas pelo agente regulador e Classificação dos indivíduos indiciados por *insider trading*.

**Palavras-chave:** Mercado Acionário, Regulação, Comissão de Valores Mobiliários, *Insider Trading*, Informação Privilegiada e Processo Administrativo Sancionador (PAS).

## **ABSTRACT**

This study compiles the main issues involving the insider trading in Brazil and the role of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) in the combat against this illicit act. First of all, the paper presents the main characteristics of the national financial system and Brazilian stock market, runs upon the state intervention in the economy and the creation of CVM as a regulatory agency until the concept of insider trading, its impacts and the combat mechanisms used by this regulatory agency. Secondly, it analyses the administrative sanctioning proceedings (PAS) related to insider trading prosecuted by CVM from 2002 to 2020. The results of this analysis were presented in the following categories: The insider trading processes versus the prosecuted cases by CVM; Indicted; Punishments versus acquittals, Penalties applied by the regulatory agency and Classification of the indicted for insider trading.

**Key words:** Capital Markets, Regulation, Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), Insider Trading and insider information and Administrative Sanctioning Proceedings (PAS).

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1-</b> Matéria dos PAS julgados pela CVM (2002 a 2020) .....	<b>58</b>
<b>Gráfico 2 -</b> PAS relacionados a ocorrência de <i>insider trading</i> por ano (2002 a 2020) ....	<b>59</b>
<b>Gráfico 3 -</b> Indiciados por <i>insider trading</i> por ano (2002 a 2020) .....	<b>59</b>
<b>Gráfico 4 -</b> Casos julgados por <i>insider trading versus</i> indiciados por ano (2002 a 2020)	<b>60</b>
<b>Gráfico 5 -</b> Distribuição de punições e absolvições, por indiciados (2002 a 2020) .....	<b>61</b>
<b>Gráfico 6 -</b> Distribuição de punições e absolvições, por casos (2002 a 2020) .....	<b>61</b>
<b>Gráfico 7 -</b> Indiciados punidos por <i>insider trading</i> por ano (2002 a 2020).....	<b>62</b>
<b>Gráfico 8 -</b> Indiciados punidos versus total de indiciados (2002 a 2020) .....	<b>63</b>
<b>Gráfico 9 -</b> Distribuição de punições aplicadas aos indiciados punidos (2002 a 2020) ...	<b>64</b>
<b>Gráfico 10 -</b> Distribuição dos indiciados por <i>insider trading</i> em 3 classificações (2002 a 2020).....	<b>65</b>
<b>Gráfico 11 -</b> Distribuição de punições e absolvições por <i>insider trading</i> em 3 classificações (2002 a 2020).....	<b>66</b>
<b>Gráfico 12 -</b> Distribuição dos indiciados por <i>insider trading</i> em 3 classificações (2002 a 2020).....	<b>67</b>
<b>Gráfico 13 -</b> Distribuição das punições pelos indiciados por <i>insider trading</i> em 3 classificações (2002 a 2020).....	<b>68</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - PAS julgados pela CVM e relacionados à prática do <i>insider trading</i> (2002 a 2020).....	<b>55</b>
<b>Tabela 2</b> - Resumo das punições e absolvições aplicadas pela CVM (2002 a 2020).....	<b>69</b>



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

**ANBIMA** - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

**ANCORD** - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias

**B3** - B3, Brasil Bolsa Balcão

**BCB** - Banco Central do Brasil

**CF/1988** - Constituição da República Federativa do Brasil promulgada em 5 de outubro de 1988

**CMN** - Conselho Monetário Nacional

**CRSFN** - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

**CVM** - Comissão de Valores Mobiliários

**IBRI** - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores

**IN** - Instrução Normativa

**IOSCO** - *International Organization of Securities Commissions*

**PAS** - Processos Administrativos Sancionadores

**RI** - Relações com Investidores

**SFN** - Sistema Financeiro Nacional

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1 Contextualização do Problema .....	12
1.2 Objetivos da Pesquisa .....	13
1.2.1 Objetivo Principal .....	13
1.2.2 Objetivos Intermediários .....	13
1.3 Justificativa da Pesquisa .....	13
1.4 Delimitações da Pesquisa.....	14
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>15</b>
<b>2.1 O Mercado.....</b>	<b>15</b>
2.1.1 O Mercado Financeiro e o Sistema Financeiro Nacional.....	15
2.1.2 O Mercado de Valores Mobiliários no Brasil .....	18
2.1.3 O Mercado de Ações Brasileiro .....	22
<b>2.2 A Regulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro .....</b>	<b>26</b>
2.2.1 A Intervenção do Estado no Domínio Econômico.....	26
2.2.2 A Atuação do Estado através da Administração Pública Indireta: as Autarquias ..	29
2.2.3 A Criação da Comissão de Valores Mobiliários como Órgão Regulador do Mercado de Valores Mobiliários do Brasil .....	31
<b>2.3 O Insider Trading no Brasil.....</b>	<b>35</b>
2.3.1 O Uso Inadequado de Informação Privilegiada: o <i>Insider Trader</i> .....	35
2.3.2 Os Impactos do <i>Insider Trading</i> no Mercado de Capitais .....	38
2.3.3 O Papel da CVM no Combate e Prevenção ao <i>Insider Trading</i> : a Via Administrativa.....	43
2.3.3.1 Primeira Fase: 1965 a 1976 .....	43
2.3.3.2 Segunda Fase: 1976 a 2001 .....	45
2.3.3.3 Terceira Fase: 2001 até os dias atuais .....	48
<b>3. METODOLOGIA DA PESQUISA .....</b>	<b>53</b>
3.1 Abordagem Metodológica .....	53
3.2 Tipo de Pesquisa.....	53
3.3 Coleta de Dados.....	54
3.4 Tratamento e Análise dos Resultados.....	56
3.5 Limitações do Método .....	57
<b>4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS.....</b>	<b>58</b>

4.1	A Matéria do <i>Insider Trading</i> nos PAS Julgados pela CVM.....	58
4.2	Indivíduos Indiciados .....	59
4.3	Distribuição de Punições e Absoluções.....	60
4.4	Sanções Aplicadas pelo Agente Regulador: a CVM.....	62
4.5	Classificação dos Indivíduos Indiciados por <i>Insider Trading</i> .....	64
<b>5.</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>69</b>
5.1	Sugestões para Futuras Pesquisas.....	71
<b>6.</b>	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>71</b>

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1. Contextualização do Problema

O uso indevido de informações privilegiadas com o intuito de obter vantagem no mercado de capitais, prática também conhecida pelo termo "insider trading", é um assunto muito discutido por diversas instituições ao redor do mundo.

Com a evolução do mercado de capitais no Brasil, observa-se um aumento considerável no número de investidores a procura de títulos emitidos por companhias abertas, as quais fazem a oferta pública de ações, o que gera uma crescente demanda por informações tempestivas e de qualidade e adoção de elevados padrões de governança corporativa.

Considerando que a divulgação de informações pelas companhias emissoras é essencial para a negociação de valores mobiliários, verifica-se a necessidade de um controle para evitar a ocorrência do uso indevido de informações privilegiadas pelo *insider trader*, de forma a inibir vantagens indevidas e garantir um mercado com credibilidade, justo e equitativo.

Alguns autores divergem quanto à proibição do uso de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado. Enquanto alguns defendem que o acesso a essas informações têm aspectos positivos, outros classificam o ato como ilícito. A legislação brasileira opta pela vedação desta prática, por considerar este ato prejudicial tanto à confiança dos investidores quanto ao funcionamento do mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, ao longo dos anos, vem aperfeiçoando a sua atuação no combate ao *insider trading* no país. Portanto, este estudo focará em descrever a evolução da regulamentação brasileira quanto à vedação do uso de informação privilegiada e também identificará os Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pelo colegiado da CVM a fim de identificar a distribuição de casos julgados no período de 2002 a 2020, os indivíduos indiciados, a distribuição de punições e absolvições, as sanções mais aplicadas pelo agente regulador e o perfil dos indiciados.

Sendo assim, este trabalho tem a finalidade de responder ao seguinte questionamento: Qual é a contribuição da Comissão de Valores Mobiliários no combate a prática ilícita do *insider trading* no Brasil?

## 1.2. Objetivos da Pesquisa

### 1.2.1. Objetivo Principal

A presente pesquisa tem como objetivo principal compilar as principais questões que envolvem a prática ilícita do *insider trading* no Brasil e os mecanismos de combate utilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como agente regulador do mercado de capitais, contra este ato, com o intuito de verificar se houve ou não uma evolução ao longo dos anos.

Além disso, o estudo também visa analisar o histórico dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) instaurados e julgados pelo colegiado da CVM no período de 2002 e 2020 e que tenham o termo "*insider trading*" no conteúdo de sua decisão, a fim de identificar o comportamento destes processos ao longo dos anos, traçar o perfil dos indiciados e identificar as principais penalidades aplicadas pelo agente regulador, a fim de verificar se há uma continuidade da atividade punitiva contra este ilícito e se a CVM tem o potencial de desincentivar o *insider trader*.

Ao atingir esses dois objetivos principais, o estudo deve ser capaz de responder a seguinte pergunta de pesquisa "**Qual é a contribuição da Comissão de Valores Mobiliários no combate a prática ilícita do *insider trading* no Brasil?**"

### 1.2.2. Objetivos Intermediário

Como objetivos intermediários têm-se:

- Levantar o histórico e evolução da regulação brasileira quanto ao uso indevido de informação privilegiada.
- Identificar as principais dificuldades enfrentadas pela CVM no combate a prática ilícita do *insider trading*.
- Fornecer um panorama do mercado de valores mobiliários brasileiro e a atuação do Estado como agente regulador do mercado.

## 1.3. Justificativa da Pesquisa

Um dos fatores que justifica este estudo é a constante evolução da legislação e regulação acerca do funcionamento do mercado de capitais, o que pode afetar ao longo do

tempo os mecanismos de combate ao *insider trading* no Brasil.

Além disso, é preciso levar em consideração a evolução do mercado de capitais no Brasil, o aumento considerável no número de pessoas físicas (investidores individuais) que negociam ações na bolsa de valores nos últimos tempos e o aumento da demanda tanto por informações tempestivas e de qualidade quanto por adoção de elevados padrões de governança corporativa.

Sendo assim, pode-se mencionar como motivações da pesquisa: a importância do tema dentro do contexto do mercado de capitais brasileiro; A escassez de pesquisas brasileiras relacionadas à prática do *insider trading* dentro do campo da Administração Pública e, por fim, a Contribuição para um melhor entendimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, da prática ilícita do *insider trading* e dos mecanismos utilizados pela CVM no combate à esta atividade ilegal.

#### **1.4. Delimitações da Pesquisa**

O presente trabalho abordará questões que estão constantemente presentes nas pautas de discussão de diversos países que possuem uma estrutura de mercado de capitais desenvolvida, mas, tendo em vista a amplitude do mercado financeiro brasileiro e o seu Sistema Financeiro Nacional (SFN), este estudo se dedicará ao mercado de valores mobiliários brasileiro, também denominado por mercado de capitais, e não a uma análise comparada com outros países ao redor do mundo.

É importante ressaltar que os termos: "mercado de valores mobiliários" e "mercado de capitais" serão utilizados como sinônimos neste trabalho.

Também vale mencionar que dentro do universo de valores mobiliários disponíveis no mercado de capitais brasileiro, esta pesquisa se delimitará ao estudo dos títulos emitidos por companhias, em específico a oferta pública de ações.

Este estudo focará na regulação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) quanto à temática do *insider trading* e não levará em consideração outros ilícitos definidos pela regulação do mercado de capitais.

Quanto à delimitação teórica, o estudo tem embasamento nos fundamentos de autores e instituições que serão citados, além de artigos e livros especializados.

Os dados utilizados na análise foram obtidos através do endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (<http://www.cvm.gov.br/sancionadores>,

recuperado em 27, dezembro, 2020) e se delimitam aos processos administrativos sancionadores (PAS) julgados no período de janeiro de 2002 à dezembro de 2020 e filtrados pelo termo "*insider trading*". Vale mencionar que esta delimitação será abordada com mais detalhes na seção de metodologia da pesquisa.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. O Mercado**

#### **2.1.1. O Mercado Financeiro e o Sistema Financeiro Nacional**

O estudo da Ciência Econômica tem o propósito de analisar as questões econômicas e, a partir disso, formular soluções que levem à resolução dos problemas previamente analisados, com o intuito de melhorar a qualidade de vida de milhares de pessoas ao redor do mundo (VASCONCELLOS E GARCIA, 2014).

De acordo com KRUGMAN E WELLS (2011), a escolha individual é o cerne da economia, ou seja, a Ciência Econômica é pautada nas decisões individuais sobre o que fazer e o que não fazer. Também ressaltam um dos princípios básicos da economia: a escassez de recursos, sendo este princípio um ponto fundamental que leva uma sociedade a fazer os mais diversos tipos de escolhas.

Segundo VASCONCELLOS (2014), a economia está pautada em três questões econômicas fundamentais: O que e quanto produzir; Como produzir e Para quem produzir e conclui que "o modo como as sociedades resolvem os problemas econômicos fundamentais depende da forma da organização econômica do país, ou seja, do sistema econômico de cada nação".

Ainda complementa que "um sistema econômico pode ser definido como a forma política, social e econômica pela qual está organizada uma sociedade", e pode ser classificado em: Sistema Capitalista ou Economia de Mercado e Sistema Socialista ou Economia Centralizada. Os países ao redor do mundo se organizam conforme estes sistemas, ou em alguma forma intermediária entre estes dois modelos (VASCONCELLOS, 2014).

Em 1930, a Ciência Econômica passou por uma "Revolução Científica" que ficou conhecida como "Revolução keynesiana". Conforme o pensamento de Keynes, o Estado deveria intervir nas economias de mercado, sugerindo então uma migração do modelo

capitalista de livre mercado para um modelo de economia mista (VILLARREAL, 1984).

Conforme observado por VASCONCELLOS (2014), a partir dos anos 1930 os sistemas de economia mista passaram a predominar em diversas sociedades ao redor do mundo, principalmente nas sociedades ocidentais. Dessa forma, as forças de mercado continuaram prevalecendo, mas com uma maior atuação do Estado perante o mercado.

Max Weber, em sua clássica obra, *Economia e sociedade: fundamentos da economia compreensiva*, se refere ao mercado quando há ao menos uma variedade de indivíduos que disputam entre si por alguma oportunidade de troca (SILVA, 2009).

Em sentido semelhante, conclui SILVA (2009):

O mercado diz respeito à área geográfica ou econômica em que ocorrem as transferências de bens, serviços ou recursos financeiros por conta de negociações empresariais realizadas por um número suficiente de intermediadores ou instituições financeiras, de forma tal que bens, serviços e recursos semelhantes têm preços ou remuneração semelhante.

Nesta linha, a esfera do mercado financeiro é composta pela interação entre duas classes de agentes: as unidades superavitárias e as deficitárias. Enquanto os agentes superavitários possuem um excesso de renda corrente, uma vez que seus planos de dispêndio são menores que a sua renda esperada, os agentes deficitários pretendem gastar um montante maior do que sua renda efetiva. A interação entre estes agentes acontece quando os superavitários financiam os gastos excedentes das unidades deficitárias, tendo estes a obrigação de trocar parte de seus ganhos futuros pela canalização imediata de recursos. (CARVALHO, SOUZA, SICSÚ, PAULA e STUDART, 2007).

CARVALHO (2007) ainda complementa: "como já observado por Hyman Minsky, a existência de relações financeiras permite que todo agente econômico que participe delas seja descrito por um balanço, onde são registrados seus direitos, suas obrigações e seu patrimônio". Assim, o mercado financeiro simboliza um grupo de mecanismos que está voltado para a transferência de recursos entre os agentes econômicos.

Conforme mencionado pela Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2019), entidade autárquica em regime especial vinculada ao Ministério da Economia do Brasil, as decisões dos agentes econômicos que compõem o sistema econômico moderno, sendo estes: famílias, empresas e governo, estão interligadas e impactam o sistema como um todo. Para intermediar e regulamentar as operações do mercado, desenvolveram-se instituições especializadas que juntas compõem o sistema financeiro. A CVM também



destaca que o sistema financeiro está presente em todas as sociedades econômicas modernas e é considerado o "conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores na economia", sendo muito importante para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação.

Dessa forma, estabelece Andrea F. Andrezo e Iran S. Lima (CVM, 2017)

[o] Sistema Financeiro Nacional pode ser entendido como o conjunto de instituições que integram o mercado financeiro, quer regulamentando e fiscalizando seus participantes (agentes normativos), quer facilitando a transferência de recursos financeiros entre poupadores e tomadores (instituições financeiras).

Neste contexto, SILVA (2009) exemplifica que os agentes superavitários se tornam investidores no momento em que entregam seus recursos nas mãos das instituições financeiras, sendo estas as responsáveis por transformar a poupança em um investimento. Por sua vez, as instituições financeiras emprestam estes recursos aos agentes deficitários, cobrando uma taxa de juros que seja capaz de remunerar tanto a poupança, os riscos, os custos quanto o seu lucro.

Neste contexto, Adam Smith, em sua clássica obra: A Riqueza das nações, expressa que o valor é estipulado pelas sociedades e se divide entre: salário, lucro e renda, sendo estes sujeitos a influência de flutuação. O autor também observa que "a posse do dinheiro não é riqueza, mas sua circulação, em função de bens de consumo" e complementa que "o capital acumulado pode ser aplicado de outras maneiras, e seus juros também terão sua flutuação" (SMITH apud LIMA e BEHAR, 2017).

A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, estabelece em seu Capítulo IV - Do Sistema Financeiro Nacional o Artigo nº 192:

**Art. 192.** O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

Sendo assim, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) no Brasil é estruturado e regulado pela Lei nº 4.595/1964, que "dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências".

Conforme citado pelo Banco Central do Brasil (BCB) em seu website institucional (<https://www.bcb.gov.br>, recuperado em 06, dezembro, 2020), o principal ramo do Sistema Financeiro Nacional (SFN) lida com o mercado financeiro. Sendo assim, a composição do principal ramo do SFN se divide em:

- A. Conselho Monetário Nacional (CMN) como o órgão normativo. Este é o responsável por definir regras gerais para um bom funcionamento do SFN;
- B. Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como entidades supervisoras. Estes são os responsáveis por supervisionar se os cidadãos e os integrantes do SFN seguem devidamente as regras estabelecidas pelo órgão normativo;
- C. As instituições que atuam como intermediários financeiros, que são os operadores do SFN. Sendo estes: Bancos e caixas econômicas, Administradoras de consórcios, Cooperativas de crédito, Corretoras e distribuidoras, Instituições de pagamento e demais instituições não bancárias - Fiscalizados pelo BCB - e a Bolsa de Valores e Bolsa de mercadorias e futuros - Fiscalizadas pela CVM.

O Mercado Financeiro é segmentado em quatro grandes mercados, sendo estes: mercado de capitais, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado monetário. Vale mencionar que cada um destes quatro segmentos do mercado financeiro possui suas particularidades, riscos e vantagens. O foco deste trabalho delimita-se apenas ao estudo do mercado de capitais, também denominado por mercado de valores mobiliários, e os títulos emitidos por companhias abertas, em específico as ações, o que será abordado com mais detalhes nas seções a seguir.

### **2.1.2. O Mercado de Valores Mobiliários no Brasil**

O Mercado de Valores Mobiliários brasileiro é um dos fragmentos que constitui o sistema financeiro nacional e é a partir dele que as empresas buscam obter recursos para alavancar o seu crescimento. Em outras palavras, através do mercado de capitais, as empresas buscam por investidores que estejam dispostos a contribuir com o aumento tanto de capital fixo e de giro quanto dos investimentos da companhia, visando uma remuneração futura. ([http://conteudo.anbima.com.br/mercado\\_de\\_capitais?\\_ga=2.139327219.1514628334.1607798210-793483648.1595291025](http://conteudo.anbima.com.br/mercado_de_capitais?_ga=2.139327219.1514628334.1607798210-793483648.1595291025), recuperado em 12, dezembro, 2020).

Neste linha, GOLLO (2009) observa que o mercado de capitais é um sistema de

distribuição de valores mobiliários criado tanto para facilitar a capitalização das empresas quanto para dar liquidez aos títulos emitidos pelas companhias.

Em sentido semelhante, PEROBELLI (2007) complementa que o mercado de capitais abrange operações que envolvem valores mobiliários tanto de longo quanto de médio prazo e, ao mesmo tempo que tem como propósito viabilizar o processo de capitalização das empresas emissoras, também garante maior liquidez aos títulos emitidos por estas companhias de capital aberto. O autor também observa que o mercado de capitais objetiva tornar os investimentos menos arriscados e conseqüentemente mais atraentes aos investidores, uma vez que eles podem comprar e vender as suas ações no momento em que desejarem.

Considerando os pontos abordados, é importante apresentar a Lei nº 4.728/1965, também conhecida como a primeira Lei do mercado do capitais. Este instrumento legal é responsável tanto por disciplinar o mercado de capitais quanto por estabelecer medidas para o seu desenvolvimento.

Neste contexto, a Lei nº 6.385/76, conhecida por ser a segunda Lei do mercado de capitais, uma vez que também dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, prevê em seu Artigo 2º os diversos tipos de valores mobiliários que estão sujeitos ao regime do dispositivo legal. É importante ressaltar que a redação do artigo mencionado foi alterado pela Lei nº 10.303 de 2001.

**Art. 2.** São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

**I** - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

**II** - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

**III** - os certificados de depósito de valores mobiliários;

**IV** - as cédulas de debêntures;

**V** - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

**VI** - as notas comerciais;

**VII** - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

**VIII** - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

**IX** - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

**§ 1º** Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

É possível notar que a referida Lei apenas menciona os valores mobiliários que serão por ela regulamentados porém, não explicita o seu conceito. Além de revelar que existem títulos que não são abrangidos neste dispositivo, a Lei menciona o Conselho Monetário Nacional como o único agente competente para alterá-los (SILVA, 2013).

Porém, ao observar o inciso IX da Lei nº 6.385/1976, entende-se que um título de valor mobiliário caracteriza um compromisso entre os poupadores e os tomadores de recursos. Sendo assim, pode ser considerado uma espécie de contrato no qual as empresas garantem a seus investidores algum direito "de participação, de parceria ou de remuneração".

Nas lições de SAHS e LARRAIN (1995, apud GOLLO, 2009), os valores mobiliários, que também são títulos de propriedade, podem ser vistos como um bem econômico uma vez que têm como finalidade guardar riqueza através de um contrato de pagamento futuro estabelecido entre os agentes emissores e os que detêm posse destes títulos.

Este mercado pode ser entendido como uma alternativa aos modelos tradicionais de investimento, como por exemplo, os empréstimos oferecidos tanto por bancos quanto pelo governo. As empresas por muitas vezes buscam captar recursos através da emissão de valores mobiliários por possuir melhores condições quanto a taxa de juros e prazos para retorno (PINHEIRO apud CARVALHO, 2014).

Conforme sintetiza a CVM (2017), o mercado de capitais, ao contrário dos outros mercados que compõem o sistema financeiro nacional, é definido pela desintermediação financeira, uma vez que suas operações ocorrem de forma direta entre os agentes superavitários e os deficitários.

Sendo assim, neste mercado, as instituições financeiras passam a desempenhar um novo papel, não mais captando e emprestando recursos, mas sendo responsáveis por viabilizar o encontro entre os agentes do mercado (ANDREZO e LIMA apud CVM, 2017).

Os agentes emissores e os investidores, também chamados de agentes superavitários, são exemplos de agentes do mercado de capitais. É importante mencionar

que outros agentes também compõem o mercado de valores mobiliários e alguns deles serão abordados com mais detalhes em seções posteriores do presente trabalho.

Os valores mobiliários são emitidos pelos agentes emissores que podem ser tanto entidades públicas quanto privadas, sendo assim tanto o governo brasileiro quanto instituições financeiras e sociedades anônimas podem emitir estes títulos (<https://maisretorno.com/blog/termos/v/valores-mobiliarios>, recuperado em 12, dezembro, 2020). Do outro lado estão os investidores, que por serem agentes superavitários, compram os valores mobiliários e podem ser desde pessoas físicas a fundos e bancos de investimentos, estrangeiros e até mesmo outras empresas.

EIZIRIK define as cinco funções econômicas primordiais exercidas pelo mercado de capitais (EIZIRIK apud CORDEIRO, 2013). Sendo estas:

- 1) conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;
- 2) transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;
- 3) transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) são padronizados e aptos a circularem em massa;
- 5) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.

Ainda segundo EIZIRIK (2008, apud CVM, 2017)

“a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou commercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.”

Por fim, é importante frisar que cada tipo de valor mobiliário possui suas próprias características. Portanto, conforme mencionado anteriormente, dentro do universo dos

valores mobiliários que compõem o mercado de capitais brasileiro, o foco do presente trabalho será os títulos emitidos por companhias, em específico a oferta pública de ações, o que será aprofundado a seguir, na seção de mercado de ações brasileiro.

### 2.1.3. O Mercado de Ações Brasileiro

O mercado de ações, também denominado por mercado acionário, é um dos componentes do mercado de capitais brasileiro e se caracteriza fundamentalmente pela transação de ações, título caracterizado pela Lei nº 6.385/1976 como um valor mobiliário. Sendo assim, o mercado de ações também promove o encontro entre os emprestadores e os tomadores de recursos.

O mercado acionário pode ser identificado como um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem como propósito viabilizar o processo de capitalização das companhias e garantir maior liquidez aos títulos emitidos. Além da participação das empresas e dos investidores, este mercado também é constituído pela bolsa de valores, pelas sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Neste âmbito, a Lei nº 4.728/1965, que "disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento", estabelece em seu Artigo 5º os agentes que constituem o sistema de distribuição de valores mobiliários. Sendo estes:

**Art. 5º** O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

**I** - das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;

**II** - das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;

**III** - das sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;

**IV** - das sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12.

Conforme observado pela B3 - Brasil Bolsa Balcão, a bolsa de valores do Brasil e a 18º maior bolsa de valores do mundo, uma ação nada mais é do que um valor mobiliário emitido por uma sociedade anônima e representa a menor parcela do capital social de uma companhia emissora. Desta forma, uma ação é considerada um título patrimonial, assim como os outros valores mobiliários, e seus detentores possuem uma participação na

sociedade. Em outras palavras, os acionistas se tornam sócios das companhias emissoras, possuindo direitos e deveres a serem cumpridos no limite das ações possuídas. Vale destacar que cumprir com estes direitos é uma obrigação e responsabilidade da companhia emissora e não dos outros agentes que também compõem o sistema de distribuição de títulos mobiliários. ([http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm), recuperado em 14, dezembro, 2020) e (<https://www.bussoladoinvestidor.com.br/maiores-bolsas-de-valores-domundo/#:~:text=As%20duas%20maiores%20do%20mundo,empresas%20americanas%20s%C3%A3o%20negociadas%20diariamente>, recuperado em 24, janeiro, 2021)

Segundo MAMEDE (2009, apud GREGOLIN, KRAUZE, SCOTT e COUTINHO, 2015) "as sociedades anônimas são empresas jurídicas, de direito privado que em sua composição obrigatoriamente deve conter dois ou mais acionistas de natureza eminentemente empresarial". Também observa que as sociedades anônimas geralmente são empresas de grande porte de forma que o seu capital social fragmentado em ações, permita a participação dos mais diversos tipos de investidores.

A CVM (2019) indica que embora todas as sociedades anônimas possuam o seu capital social fragmentado em ações, apenas as companhias abertas, ou seja, aquelas registradas na CVM, têm o direito de negociar suas ações publicamente no mercado de valores mobiliários.

Sendo assim, vale mencionar que as sociedades anônimas são regidas pela Lei nº 6.404/1976, também conhecida por Lei das S.A, que dispõe sobre as sociedades por ações. Além de delimitar o conceito de "sociedade anônima" e as suas particularidades, esta Lei foi elaborada com o intuito de prover maior segurança jurídica aos investidores do mercado, uma vez que determina deveres e garantias. É importante ressaltar que com o propósito de se adequar à evolução constante do mercado financeiro brasileiro, a referida lei sofreu diversas alterações ao longo dos anos.

Neste contexto, deve-se observar que estas sociedades podem ser tanto de capital aberto quanto fechado porém, conforme mencionado anteriormente, o objetivo do presente estudo é focar nas companhias abertas, cuja definição está descrita no Artigo 4º da Lei nº 6.404/1976.

**Art. 4.** Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à

negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

Portanto, muitas empresas brasileiras, ao buscarem por alguma fonte de financiamento para alavancar o seu crescimento, optam pela emissão pública de ações. Ao se tornarem sociedades anônimas de capital aberto, se tornam capazes de captar recursos de longo prazo junto a seus investidores. Segundo dados da B3, em dezembro de 2020, havia 436 empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil - B3, ou seja, dentro do universo das sociedades anônimas brasileiras, 436 têm seus ativos negociados na bolsa de valores e esse número tende a aumentar, assim como tem aumentado com o passar dos anos ([http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm), recuperado em 15, dezembro, 2020).

Para que as companhias de capital aberto, que desejam aumentar o seu capital social, tenham seus títulos negociados em bolsa de valores, é preciso que realizem a primeira oferta pública de suas ações, sendo este momento conhecido como IPO (*Initial Public Offer*) e as ofertas subsequentes como *follow on* ([http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/#:~:text=Quando%20uma%20empresa%20faz%20sua,subsequentes%20\(follow%2Don\).](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/#:~:text=Quando%20uma%20empresa%20faz%20sua,subsequentes%20(follow%2Don).)), 9 recuperado em 16, dezembro, 2020).

Além das regras estabelecidas pela Lei das S.A., as companhias podem aderir voluntariamente aos segmentos especiais de listagem da B3, sendo estes: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Estes segmentos têm como objetivo aplicar aos seus participantes, regras de governança corporativa que vão além daquelas exigidas pela Lei. Segundo a B3, além de objetivar a melhoria da avaliação das companhias que aderem de forma voluntária os segmentos de listagem, o risco é reduzido, uma vez que estes níveis garantem mais direitos e garantias aos sócios do que os direitos estabelecidos em Lei e asseguram uma divulgação mais completa das informações financeiras ([http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/), recuperado em 16, dezembro, 2020).

Neste contexto, ASSAF (2014) explica que o mercado acionário se divide em dois: o mercado primário e o secundário. No mercado primário de ações os títulos são vendidos



pela primeira vez e é neste momento que as companhias emissoras conseguem captar recursos para o seu crescimento, aumentando efetivamente o seu capital social. Enquanto isso, o mercado secundário de ações tem como função viabilizar a compra e venda de títulos já existentes entre os investidores, permitindo assim a transferência de posse de ativos entre os empreendedores, o que os proporciona maior liquidez.

Enquanto no mercado primário as companhias ofertam suas ações na bolsa de valores com o apoio de bancos de investimento, no mercado secundário as ações são negociadas entre os investidores, mas com apoio de corretoras de valores que fazem a intermediação entre os investidores e a B3, a única bolsa de valores do Brasil. Por fim, a bolsa de valores é a responsável pelo registro das transações de compras e vendas de ações.

Em sentido semelhante, SILVA (2009) também sintetiza que o mercado de capitais pode ser dividido em mercado primário e secundário. No mercado primário são negociados os ativos recém emitidos pelas companhias e por isso, são negociados diretamente entre a companhia emissora e os investidores. Já no mercado secundário, os investidores negociam entre si os ativos emitidos pelas companhias, viabilizando assim uma maior liquidez aos títulos que foram previamente negociados nos mercados primários.

O Banco BTG Pactual explica que a renda variável "engloba as aplicações financeiras cujos retornos não são conhecidos previamente e não são previsíveis". Sendo assim, isso significa que os investimentos em renda variável são mais dinâmicos uma vez que o valor de seus ativos são mais voláteis, pois variam ao longo do tempo e de uma forma não previsível. Em razão disto, os investimentos de renda variável são considerados de maior risco frente aos investimentos de renda fixa, que são mais previsíveis.

Desta forma, as ações também são consideradas ativos de renda variável, uma vez que as suas cotações no mercado secundário podem ser influenciadas por diversos fatores como por exemplo: perspectivas de lucro ou prejuízo, liquidez do ativo no mercado, projeções realizadas por analistas do mercado, interesses tanto dos administradores da companhia quanto de seus acionistas, perspectivas macroeconômicas, vazamento de notícias, boatos ou rumores de mercado entre muitos outros fatores.

A B3 observa que mudanças estruturais acontecem constantemente no mercado conforme o passar do anos, estando assim em contínua evolução. Um estudo desta organização revela que o ano de 2020 foi um ano de grandes mudanças, principalmente em

um cenário de baixa taxa de juros. O órgão observa que a crise das bolsas de valores causada pela pandemia do Covid-19 criou um cenário desafiador aos investidores ([http://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/investidores.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm), recuperado em 16, dezembro, 2020).

Mesmo assim, o estudo revela uma grande evolução no número de pessoas físicas investido em títulos de renda variável, saindo de 1 milhão de pessoas em 2019 para quase 3,2 milhões em outubro de 2020. A pesquisa também indica um amadurecimento do investidor que busca cada vez mais por informações de qualidade e mais detalhadas.

Conforme mencionado anteriormente, a CVM é a autarquia nacional responsável por regular e prezar pelo bom funcionamento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Visto o crescente aumento no número de investidores ao longo dos anos, a maior demanda por informações detalhadas e de qualidade, o aumento da demanda pela adoção de elevados padrões de governança que mitigam os riscos de investimento em títulos de renda variável e com o intuito de tornar este estudo ainda mais abrangente, a seção a seguir focará na regulação do mercado de capitais brasileiro.

## **2.2. A Regulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**

### **2.2.1. A Intervenção do Estado no Domínio Econômico**

Ao analisar o funcionamento dos mercados, Adam Smith, considerado o pai do liberalismo econômico, ensina que a livre concorrência, sem qualquer tipo de interferência, conduz a sociedade ao crescimento econômico através da atuação de uma "mão invisível". Desta forma, seguindo uma corrente clássica e tendo seus argumentos baseados na livre iniciativa e no *laissez-faire*, Smith defende a ideia de que uma "mão invisível" orienta todas as decisões da economia, sem que a atuação do Estado seja necessária (VASCONCELLOS, 2014).

SMITH (1776) sintetiza assim:

Portanto, como cada indivíduo tenta, tanto quanto possível, aplicar o seu capital no apoio à indústria interna e, por consequência, dirigir essa indústria de modo a que a sua produção tenha o máximo valor, cada um trabalha necessariamente, para que o crédito anual da sociedade seja o maior possível. Na realidade, ele não pretende, normalmente, promover o bem público, nem sabe até que ponto o está a fazer. Ao preferir apoiar a indústria interna em vez da externa, só está a pensar na sua segurança; e, ao dirigir essa indústria de modo que a sua produção adquira o máximo valor, só está a pensar no seu

próprio ganho, e neste, como em muitos outros casos, está a ser guiado por uma mão invisível a atingir um fim que não fazia parte de suas intenções

Em contrapartida, Karl Marx, apresenta uma abordagem alternativa e crítica à economia de mercado e à ciência econômica. Para Marx, a organização da economia é uma forma de exploração do homem pelo próprio homem uma vez que a riqueza é produzida através do trabalhadores e os donos do capital que se apropriam desta riqueza. Propõe então um panorama mais analítico, no qual a ciência econômica deve interagir com os fatos históricos e sociais (VASCONCELLOS, 2014).

Já os teóricos da economia neoclássica, que teve início na década de 1870 e se desenvolveu até as primeiras décadas do século XX, buscaram se aprofundar nos aspectos microeconômicos, uma vez que os teóricos clássicos ao defenderem uma economia de mercado e a sua autorregulação, não se aprofundaram na política e nem no planejamento macroeconômico.

Nesta linha, em 1936, John Maynard Keynes deu início a era keynesiana, dando fim a crença do *laissez-faire*. Keynes, ao enfrentar a Grande Depressão nos anos 1930, passou a defender uma intervenção mais ampla e mais coordenada do Estado. Desta forma, a intervenção estatal passou a ser um dos instrumentos da política econômica (RODRIGUES, 2018).

Na visão de WELLS (2011), quando os mercados não conseguem atingir a eficiência, a intervenção estatal pode melhorar o bem-estar da sociedade através de uma política econômica apropriada.

Nesta linha, PEREIRA (2010) observa que "a presença do Estado é necessária para controlar a movimentação do mercado e mesmo, em alguns momentos, para estimular o seu crescimento ou recuperação".

PEREIRA (2010) também complementa que:

A função do Estado no processo de desenvolvimento econômico é insubstituível, com o objetivo da promoção da justiça social, da igualdade entre regiões e grupos sociais e do crescimento econômico em si mesmo. Um Estado democrático deveria agir como um meio capaz de permitir que a sociedade lide com os problemas econômicos e sociais à luz de uma economia de mercado, mas não à sua mercê.

Desta forma, é notável que em um mundo real existam desvios em relação ao

modelo ideal. Estas imperfeições ou falhas de mercado servem como uma justificativa econômica para uma maior intervenção governamental na economia. Sendo assim, conforme observado por VASCONCELLOS (2014), a partir de 1930 os sistemas de economia mista passaram a predominar em diversas sociedades ao redor do mundo, principalmente nas sociedades ocidentais.

No contexto brasileiro, o Título VII da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, que abrange do Artigo nº 170 ao 192, se dedica à Ordem Econômica e Financeira.

**Art. 170.** A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

**I** - soberania nacional;

**II** - propriedade privada;

**III** - função social da propriedade;

**IV** - livre concorrência;

**V** - defesa do consumidor;

**VI** - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

**VII** - redução das desigualdades regionais e sociais;

**VIII** - busca do pleno emprego;

**IX** - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

**Parágrafo único.** É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Como pode-se observar no Artigo nº 170, acima mencionado, a ordem econômica está intrinsecamente ligada à justiça social e à livre iniciativa, tendo como objetivo garantir a toda sociedade uma existência digna.

Ao analisar o texto da CF/1988, nota-se quatro modos de atuação do Estado na economia. Sendo estes: (<https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-constitucional/intervencao-do-estado-no-dominio-economico-e-a-constituicao-de-1988-sob-a-perspectiva-de-mercado/>, recuperado em 20, dezembro, 2020).

**I** – Atuação do Estado como agente econômico em sentido estrito;

**II** – Atuação do Estado como prestador de serviços públicos;

**III** – Atuação do Estado como agente econômico, em regime de monopólio, e

**IV** – Atuação do Estado como agente regulador

É importante citar que, conforme mencionando anteriormente, este trabalho se delimitará a atuação do Estado como agente regulador e em específico, do mercado de capitais do Brasil.

Segundo as lições de CARVALHO (2007), a intervenção do Estado no setor econômico não se limita apenas ao estabelecimento de regras de comportamento, mas é necessário também a supervisão de suas atividades, a fim de garantir o cumprimento das regras estabelecidas.

Sendo assim, o Artigo nº 174 do mesmo texto legal, determina a atuação do Estado como um agente normativo e regulador da atividade econômica.

**Art. 174.** Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

Como abordado previamente, o foco do presente estudo é a atividade reguladora da Comissão de Valores Mobiliários. Desta forma, as seções a seguir darão maior destaque à atuação do Estado como agente regulador do Mercado de Valores Mobiliários brasileiro.

### **2.2.2. A Atuação do Estado através da Administração Pública Indireta: as Autarquias**

Conforme abordado previamente, a CF/1988 determina a atuação do Estado como agente normativo da atividade econômica, devendo portanto, exercer funções tanto de fiscalização quanto de incentivo e planejamento.

Neste contexto, BORGES E SÁ (2019) ensinam que para isso, é preciso que o Estado atue através da sua Administração Indireta, que é "composta por entidades administrativas, todas dotadas de personalidade jurídica própria".

Sendo assim, a atuação indireta do Estado, seja como Estado executor ou como agente regulador, está prevista na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 em seu Artigo nº 37, inciso XIX:

**Art. 37.** A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da

União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte:

**XIX** - somente por lei específica poderá ser criada autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de sociedade de economia mista e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação;

Desta maneira, a atuação do Estado de forma descentralizada se dá tanto por autarquias, quanto por empresas públicas, sociedades de economia mista e fundações, e são criadas ou autorizadas por meio de Leis específicas. Como mencionado anteriormente, a presente pesquisa focará na atuação das autarquias, em específico da CVM.

A definição legal de uma autarquia está prevista no Artigo nº 5, Inciso I, do Decreto Lei nº 200/1967, que "dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências".

**Art. 5º** Para os fins desta lei, considera-se:

**I** - Autarquia - o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada.

De acordo com BORGES (2019), as autarquias existem para exercer atividades típicas da Administração Pública e não podem ser criadas para exploração da atividade econômica, uma vez que esta atividade não é típica da Administração mas sim do mercado.

DI PIETRO (2014) ensina que as autarquias possuem direitos e deveres. Possuem "o direito ao desempenho do serviço nos limites definidos em lei" e, simultaneamente, a "obrigação de desempenhar as suas funções" que também são estabelecidas em lei. Ainda complementa que as funções das autarquias inicialmente eram funções do Estado, mas, por algum motivo, foram descentralizadas, tornando então estas entidades autárquicas responsáveis pelo exercício destas funções.

As autarquias podem ser classificadas de diversas maneiras, mas como referenciado previamente, este estudo se dedica à regulação da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia sob regime especial, classificada como agência reguladora. Portanto, a próxima seção deste trabalho se empenhará para abordar a criação da CVM como órgão regulador do mercado de valores mobiliários do Brasil.

### **2.2.3. A Criação da Comissão de Valores Mobiliários como Órgão Regulador do Mercado de Valores Mobiliários do Brasil**

SCHIRATO (apud GOMES, 2019) observa que as agências reguladoras surgiram a partir da década de 90, momento no qual o Estado brasileiro passou por uma reforma gerencial e a atuação estatal passou de uma intervenção direta na economia para um modelo de concessão da exploração de serviços públicos para a iniciativa privada. Porém, tendo em vista o interesse público quanto a estes serviços, o Estado precisou exercer um controle maior destas atividades exercidas pela iniciativa privada.

Conforme observa DI PIETRO (2014), no direito brasileiro, as agências reguladoras são entidades da Administração Pública, vinculadas à Ministérios e têm como função regular matérias específicas que lhe foram atribuídas por meio de Leis.

Segundo PAVIONE (2020), as agências reguladoras são autarquias sob regime especial que têm como principal função as atividades de: regulação de serviços, de fiscalização, controle de uso de bens públicos e fomento de setores, sendo possível uma mesma agência reguladora exercer mais de uma função.

Estas agências são pessoas jurídicas de Direito Público, são criadas a partir de Leis, possuem características próprias e têm a função de controle em setores específicos, sendo o controle exercido através da atividade regulatória. Nesta linha, JUSTEN (2002) observa:

autarquia especial, criada por lei para intervenção estatal no domínio econômico, dotada de competência para regulação de setor específico, inclusive com poderes de natureza regulamentar e para arbitramento de conflitos entre particulares e sujeita a regime jurídico que assegure autonomia em face da Administração direta

Neste contexto, nota-se que as agências reguladoras são autarquias sob regime especial uma vez que regulam as atividades executadas pelo setor privado que são de interesse público. Além disso, são criadas por leis específicas e suas características são delimitadas pelo instrumento legal próprio de cada agência reguladora.

Além das características específicas que são delimitadas pelas Leis, as autarquias de regime especial possuem algumas similaridades, como por exemplo: maior independência, uma vez que possuem personalidade jurídica e patrimônios próprios, indicação técnica, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo, estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira e orçamentária.

Desta forma, as agências reguladoras surgem com a possibilidade de fiscalizar e punir o setor privado diante da má execução dos serviços públicos que são considerados de interesse público. Além disso, ainda podem exercer o poder normativo, ao criar normas para situações que não são tuteladas pela Lei, estas normas são apresentadas no formato de Instruções Normativas CVM.

Como delimitado previamente, este estudo tem o foco na regulação do mercado de valores mobiliários. Neste contexto, EIZIRIK (2008, apud CORDEIRO, 2013) define 5 (cinco) objetivos que, de acordo com a sua teoria, devem conduzir a regulação deste mercado. Sendo estes:

(i) proteção aos investidores; (ii) eficiência do mercado; (iii) criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; (iv) evitar concentração do poder econômico; e (v) impedir a criação de situações de conflito de interesses.

Neste cenário, é importante identificar a Comissão de Valores Mobiliários como a agência reguladora do mercado de capitais brasileiro, autarquia sob regime especial e vinculada ao Ministério da Economia. Em outras palavras, este ente, que faz parte da Administração Pública indireta, atua na supervisão dos valores mobiliários negociados no Brasil.

Vale ressaltar que além da CVM, o mercado de capitais também é regulado por outros agentes como por exemplo pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BCB), Anbima, B3 e Ancord. Mas como já mencionado, esta pesquisa se delimita apenas a atuação da CVM como órgão regulador do mercado de capitais.

A Lei nº 6.385/1976, além de dispor sobre o mercado de valores mobiliários brasileiro, também cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diante do exposto, o Artigo nº 5 do referido dispositivo legal institui a autarquia em regime especial e estabelece algumas de suas características fundamentais.

**Art. 5º** É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

A CVM (2019) observa que a agência foi criada como uma instituição



governamental "destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas".

No mesmo sentido, o Ministério da Economia, em seu *website* institucional, sintetiza que a CVM, também conhecida como o "xerife do mercado de capitais", tem o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de capitais brasileiro (<https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm>, recuperado em 26, dezembro, 2020).

Em face ao exposto, o Artigo nº 1 da Lei acima mencionada, estabelece as atividades que serão disciplinadas e fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Sendo estas:

**Art. 1º** Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I** - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II** - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III** - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV** - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V** - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI** - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII** - a auditoria das companhias abertas;
- VIII** - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

O Banco Central do Brasil define a CVM como uma entidade supervisora do Sistema Financeiro Nacional, uma vez que esta entidade "trabalha para que os cidadãos e os integrantes do sistema financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos" (<https://www.bcb.gov.br>, recuperado em 22, outubro, 2020).

Nesta perspectiva, o Artigo nº 4 da Lei 6.385/1976, estabelece os objetivos em comum tanto da Comissão de Valores Mobiliários quanto do Conselho Monetário Nacional. Sendo estes:

**Art. 4º** O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

- I** - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II** - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III** - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV** - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado

contra:

**a)** emissões irregulares de valores mobiliários;  
**b)** atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

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

**V** - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

**VI** - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

**VII** - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

**VIII** - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

De acordo com a CVM (2019), a fim de defender os interesses dos titulares de valores mobiliários, proteger a saúde, a segurança e a confiabilidade do mercado de capitais brasileiro, foi conferido à agência reguladora, o poder de polícia administrativa. Porém, além de exercer o poder de polícia, através de uma atuação repressiva que pune os infratores, a CVM também atua de forma preventiva, uma vez que adota medidas que possam coibir possíveis irregularidades.

Sendo assim, MEIRELLES (1999) define o poder de polícia como:

(<https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-administrativo/o-poder-de-policia-da-administracao-publica/>, recuperado em 27 de dezembro, 2020)

Poder de Polícia é a faculdade de que dispõe a Administração Pública para condicionar e restringir o uso, o gozo de bens, atividades e direitos individuais, em benefício da coletividade ou do próprio Estado. O Poder de polícia é o mecanismo de frenagem de que dispõe a Administração Pública para conter os abusos do direito individual

Neste mesmo sentido, o poder de polícia também é estabelecido no Artigo nº 78 do Código Tributário Nacional, disposto na Lei nº 5.172/1966, como:

**Art. 78.** Considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, à disciplina da produção e do mercado, ao exercício de atividades econômicas dependentes de concessão ou

autorização do Poder Público, à tranquilidade pública ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos.

**Parágrafo único.** Considera-se regular o exercício do poder de polícia quando desempenhado pelo órgão competente nos limites da lei aplicável, com observância do processo legal e, tratando-se de atividade que a lei tenha como discricionária, sem abuso ou desvio de poder.

Neste contexto, a Lei nº 6.385/1976 estabelece em seu Artigo nº 9, incisos V e VI que:

**Art 9º** A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

**V** - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

**VI** - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

A instituição também observa que a autarquia não seria eficaz caso não tivesse os meios necessários para alcançar as suas finalidades e, por isso, a Lei que estabelece a CVM outorga à ela diversos poderes que viabilizam o desempenho de suas funções. (CVM, 2019)

Por fim, a CVM, autarquia sob regime especial, que foi instituída no país com o intuito de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de capitais do Brasil, tem como papel principal entregar transparência aos investidores do mercado de capitais brasileiro, uma vez que preza por práticas comerciais equitativas, por segurança, transparência, equidade e integridade.

Existem diversos crimes praticados contra o Sistema Financeiro Nacional, porém, esta pesquisa tem o foco em crimes contra o mercado de valores mobiliários do Brasil, em específico o uso de informação privilegiada para a obtenção de vantagem no mercado. Por isso, este crime, que também é conhecido por *insider trading*, será o tema da seção a seguir, sob o enfoque da atuação da Comissão de Valores Mobiliários para o seu combate e prevenção.

### 2.3. O *Insider Trading* no Brasil

#### 2.3.1. O Uso Inadequado de Informação Privilegiada: o *Insider Trader*

Em qualquer mercado de capitais ao redor do mundo, a posse de informações é considerada um dos bens mais valiosos, uma vez que durante uma negociação de ativos, os investidores tomam suas decisões baseadas nas informações que possuem (SANTOS E CRUZ, 2020).

SANTOS (2020) também observa que, em um mundo ideal, o fluxo de informações deve ser controlado e imparcial, visto que a não divulgação de informações negativas de uma companhia aberta faz com que os seus investidores não tenham conhecimento dos seus riscos e a não divulgação de informações positivas pode auferir vantagem às pessoas detentoras destas informações.

Em sentido semelhante, PIRES (2018) menciona a importância da publicidade de informações relevantes para o mercado, visto que é a partir da posse destas informações que os investidores ponderam quais ativos podem gerar as melhores vantagens econômicas. Desta forma, entende-se por informação relevante aquela que pode impactar a decisão de um investidor, seja para comprar, vender ou manter algum determinado ativo.

Sendo assim, conforme estabelecido no Artigo nº 2 da Instrução Normativa CVM nº 358 de 2002, considera-se informação relevante:

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

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

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

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

Além disso, o Artigo acima mencionado também identifica exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes. Sendo alguns destes exemplos: "assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia"; "decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta"; "incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas"; "transformação ou dissolução da companhia"; "mudança de critérios contábeis", "alteração nos direitos e vantagens dos valores

mobiliários emitidos pela companhia" entre muitos outros exemplos que também estão citados na IN CVM nº 358/2002.

Desta forma, a CVM (2016), agência reguladora do mercado de capitais brasileiro, define informação privilegiada como "uma informação que não é pública e que é material". Em outras palavras, as informações privilegiadas atendem a dois aspectos, que são eles: a confidencialidade, uma vez que a informação ainda não foi propagada amplamente ao mercado, e a sua materialidade, dado a necessidade de verificação da relevância da informação.

Sendo assim, no período em que antecede a divulgação ao mercado de uma informação relevante, a mesma é considerada privilegiada, porque apesar de ainda não ser pública, uma pequena parcela de pessoas que, "por força de sua atividade profissional", pode ter acesso a estas informações.

Neste contexto, a negociação de ativos baseada na posse de informação privilegiada, ou seja, informação relevante que ainda não foi divulgada ao mercado, com o intuito de obter ganho ou evitar prejuízo, é chamada de "*insider trading*" e conseqüentemente as pessoas que exercem esta prática são denominados por "*insider trader*".

É importante ressaltar que no Brasil, além do termo *insider trading*, esta prática também é conhecida pelas expressões: "uso indevido de informações privilegiadas" e "negociação com base em informações privilegiadas".

EIZIRICK (2008, apud CORDEIRO, 2013) sintetiza o conceito de "*insider trading*" como:

[...] consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão "por dentro" dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público.

NEWTON DE LUCCA (2005, apud LAGE, 2017), por sua vez, define o "*insider trading*" da seguinte forma:

Esta expressão (*insider trading*), originária do direito norte-americano, é hoje internacionalmente conhecida e consagrada para designar as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste no aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais

acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores ignoros dessas mesmas informações. Se estes últimos tivessem ciência, em tempo oportuno, daquelas informações privilegiadas, ou não teriam realizado aquelas operações, ou as teriam celebrado em condições diversas.

Diante do exposto, ASSAF (2014) define o "*insider trader*", ou seja, quem pratica o ato, como:

O *Insider*, por seu lado, é uma pessoa que tem acesso privilegiado e indevido a informações consideradas relevantes e confidenciais de companhias abertas, e as utiliza em benefício próprio antes que sejam disseminadas entre os investidores de mercado. O *Insider* possui informações privilegiadas, relevantes e confidenciais da empresa. Estas informações são obtidas pelos insiders usando a influência do cargo que ocupam ou atividades que exercem, e visam gerar benefícios financeiros às pessoas.

Por fim, o Guia educativo de prevenção ao *insider trading* (GT INTERAGENTES, 2016) ensina que "a prática de *insider trading* somente se caracteriza quando o agente se utiliza da informação privilegiada com a intenção de obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários".

Além disso, GT INTERAGENTES (2016) também observa dois tipos de *insiders* no mercado: os primários e os secundários. O que os diferencia é o acesso à informação, enquanto os primários tem acesso direto à informação privilegiada, os *insiders* secundários recebem estas informações de forma indireta, a partir de outras pessoas. Os administradores de uma companhia emissora são exemplos de *insider* primário enquanto os seus familiares, que não tem ligação direta com a empresa, são considerados *insiders* secundários.

O uso indevido de informação privilegiada e a sua vedação é um tema frequente em debates ao redor do mundo. Por isso, a seção a seguir do presente trabalho tem como objetivo apresentar a teoria de alguns dos estudiosos do tema.

### **2.3.2. Os Impactos do *Insider Trading* no Mercado de Capitais**

Diversos órgãos reguladores ao redor do mundo, inclusive do Brasil, ao buscarem por maior eficiência nos mercados de capitais, passaram a enxergar a prática do *insider trading* como prejudicial aos investidores e ao funcionamento dos mercados, portanto,

buscam proibir este ato de forma cada vez mais intensa (CORDEIRO, 2013).

Sendo assim, nota-se que esta prática é vedada tanto pela legislação brasileira quanto pela internacional, porém, antes de fornecer mais detalhes quanto a legislação do órgão regulador brasileiro quanto a este tema, é necessário apresentar a reflexão de alguns estudiosos do assunto.

Conforme observa ASSAF (2014), a prática do *insider trading* vai contra o princípio econômico de eficiência na formação de preços, uma vez que este princípio estabelece que os "ativos devem ser precificados no mercado com base unicamente nas informações disponíveis ao público" e por isso, esta prática deve ser combatida.

Nesta linha, EIZIRIK (2011, apud MEDEIROS, 2013) define as razões econômicas pelas quais a vedação ao *insider trading* deve acontecer:

(...) estão relacionadas ao conceito de eficiência na cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Considera-se que o mercado é eficiente quando os preços das ações refletem todas as informações sobre as emissoras e os títulos negociados; quanto mais rápida for a reação dos títulos às novas informações, em princípio, mais eficiente será o mercado. O ideal, pois, é que a cotação dos títulos reflita apenas todas as informações publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de se divulgar todas as informações relevantes. A ampla divulgação de informações completa-se com um segundo princípio, dela decorrente: as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que os *insiders* possam utilizá-las antes de sua divulgação.

Segundo BRUDNEY (1979, apud CORDEIRO, 2013) o uso indevido de informação privilegiada impacta o mercado de capitais como um todo pois, ao ter sua credibilidade afetada, o interesse dos investidores em negociar ativos teoricamente é reduzido e o "*sense of unfairness*" - senso de injustiça - é gerado, uma vez que os direitos dos investidores é lesado, ferindo assim a lisura do mercado e a relação de confiança. Isso acontece porque o investidor reconhece uma assimetria informacional e portanto, não seria capaz de superar a vantagem do *insider* visto que não possuía acesso a mesma informação.

Por isso, segundo a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a regulamentação do mercado de capitais deve garantir que o mercado seja justo, eficiente e transparente e seguir o princípio do "*full and fair disclosure*", ou seja garantir o acesso pleno às informações materiais a todos os agentes do mercado, através de uma divulgação ampla, justa e transparente das informações. Sendo assim, quanto mais informações forem

públicas, o mercado mais transparente e justo e com práticas comerciais equitativas, cada vez mais os investidores vão se interessar em investir no mercado de capitais, garantindo assim o seu constante desenvolvimento (IOSCO, apud JOST, 2008).

Neste contexto, a IOSCO (2002, tradução do autor) define o princípio de "*full and fair disclosure*" como:

O princípio fundamental do *full and fair disclosure* - divulgação completa e justa - é que a entidade listada deve fornecer todas as informações que seriam materiais para a decisão de investimento de um investidor. Essas informações também incluem a discussão e análise da administração, quando necessário, que podem ser divulgadas em um relatório separado ou incluídas como parte de um relatório periódico [1].

Além dos princípios já mencionados anteriormente, CORDEIRO (2013) reúne em sua obra algumas das principais correntes teóricas que justificariam a proibição do *insider trading*. Sendo estas:

- A. "**Misappropriation theory**": segundo esta teoria, a vedação do *insider trading* está embasada no fato de que as informações relevantes são de propriedade da companhia emissora, não cabendo as pessoas que tem acesso à informação privilegiada se aproveitarem da mesma com o intuito de obter vantagens pessoais ou a outrem. Ou seja, as companhias emissoras devem ter direito exclusivo de uso das informações por elas geradas, sendo ilegal o uso destas informações sem o consentimento da empresa.
- B. "**Unfair advantage theory**": conforme esta teoria, "as operações no mercado de capitais só poderiam se dar entre partes que possuem igualdade de acesso à informação". Isso quer dizer que o *insider* possui uma vantagem informacional perante os outros agentes do mercado e por isso, não pode negociar até que esta informação se torne pública.

Este princípio está intimamente ligado à questões éticas. Desta forma, EIZIRIK complementa que (2008, apud CORDEIRO, 2013):

As razões de ordem ética [para a proibição do *insider trading*] derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, o denominado *market egalitarianism*. Com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a

---

[1] The fundamental principle of full and fair disclosure is that the listed entity should provide all information that would be material to an investor's investment decision. Such information also includes management's discussion and analysis (MD &A), where required, which could be disclosed in a separate report or included as part of a periodic report.



obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público. Assim, a legislação, nos diferentes países, busca impedir que os *insiders* obtenham vantagens decorrentes da inevitável “assimetria” de informações, uma vez que eles sempre terão acesso a elas antes dos investidores do mercado.

- C. **"Market stability theory"**: Os defensores desta teoria alegam que para que os investidores confiem no mercado, é preciso que eles tenham alguma garantia de que todos os agentes estão negociado perante as mesmas condições. Caso ocorra uma perda de confiança, os investidores deixariam de entrar no mercado de capitais e procurariam por outras formas de investimento, o que afetaria diretamente o desenvolvimento deste mercado.
- D. **"Prejuízos à companhia, aos seus acionistas e aos investidores"**: Segundo alguns teóricos, a prática do *insider trading* pode gerar prejuízos tanto para a companhia emissora quanto para seus acionistas e investidores. Estes prejuízos podem ocorrer das seguintes formas: "(i) atrasando a transmissão das informações dentro da companhia e a divulgação ao público investidor; (ii) interferindo nas operações da companhia; e (iii) incentivando os administradores a tomar riscos excessivos".
- E. **"O moral hazard e a produção intencional de notícias negativas"**: Segundo MANNE (1966, apud CORDEIRO, 2013) “*the objection basically is that insiders can make as much money trading on bad news as on good news and that therefore they will have as great an incentive to create bad news*”. Em outras palavras, caso a prática do *insider trading* fosse permitida, os *insiders* ao lucrarem mais com notícias ruins a respeito das companhias emissoras, se sentiriam tentados a disseminar notícias falsas para gerar preços artificiais no mercado. Além disso, os defensores deste princípio entendem que caso a prática fosse permitida, os administradores das companhias emissoras ficariam indiferentes entre exercer um trabalho de qualidade para alavancar cada vez mais o desenvolvimento da companhia ou trabalhar para que a empresa quebre.

É possível notar que, apesar de apresentarem diferentes teorias, muitos autores concordam com a vedação do uso indevido de informação privilegiada para obter vantagem no mercado de capitais. No entanto, esta constatação não pode ser considerada uma unanimidade entre os estudiosos deste assunto.

Desta forma, Henry G. Manne, considerado o pioneiro e um dos principais críticos à

vedação do *insider trading*, observa em sua clássica obra: *Insider trading and the stock market*, que a negociação de ativos no mercado de capitais com base em informação privilegiada é benéfica para os investidores, além de garantir maior eficiência ao mercado e funcionar como um "instrumento de remuneração dos administradores das companhia" e por isso, não deve ser considerado um ato ilegal (CORDEIRO, 2013).

Nesta linha, também há uma corrente formada por diversos economistas utilitaristas que defendem a não condenação do *insider trader*, visto "a dificuldade e o custo da comprovação da operação realizada com o conhecimento de fato ainda não conhecido pelo mercado". Ou seja, conforme estes estudiosos, deixar o mercado se ajustar por si mesmo seria muito mais eficiente do que realizar o julgamento e a condenação dos *insiders*, sendo assim, vão contra à vedação desta prática.(PRADO, 2016).

De acordo com PRADO (2016) pode-se concluir que enquanto para alguns a proibição do uso de informação privilegiada garante uma maior credibilidade ao mercado, visto que "propicia igualdade de oportunidades para todos que nele negociam", outros teóricos defendem a ideia de que a prática do *insider trading* "resulta em mercados mais eficientes e não prejudicam investidores, em virtude da impessoalidade das negociações". Há também aqueles estudiosos que defendem a não vedação desta prática visto que seria mais eficiente e menos custoso deixar o mercado se ajustar por si mesmo.

Apesar de existirem ideias contrárias à vedação do *insider trading*, PROENÇA (2005, apud MILANEZI, 2015) observa que "em média, as legislações sobre o uso indevido de informações em países desenvolvidos datam de 1990". Além disso, segundo pesquisa de BHATTACHARYA E DAOUK (2020, apud PRADO, 2016) em 2002, de um total de 103 países estudados, 87 possuíam regras relacionadas a vedação do *insider trading*.

Visto que esta prática é vedada pela legislação brasileira, a próxima seção deste estudo visa identificar o papel da Comissão de Valores Mobiliários no combate e prevenção ao *insider trading* no país. É importante citar que apesar deste trabalho se delimitar apenas aos julgamentos realizados pela CVM, é o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) que representa a última instância administrativa capaz de julgar os recursos contra as sanções aplicadas pela CVM.

Além da via administrativa, no Brasil, o *insider trading* também pode ser julgado tanto na esfera penal, visto que este delito passou a ser criminalizado pela legislação

brasileira, ficando o *insider trader* passível a reclusão, quanto na esfera civil, uma vez que "visando proteger os investidores afetados, o legislador estabeleceu a possibilidade da pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários recorrer ao Judiciário para buscar reparação aos danos sofridos" (PIRES, 2018).

### **2.3.3. O Papel da CVM no Combate e Prevenção ao *Insider Trading*: a Via Administrativa**

Como abordado anteriormente, no contexto brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia sob regime especial, é quem atua como a agência reguladora do mercado de valores mobiliários. Sendo então, o órgão regulador responsável por fiscalizar o uso indevido de informações privilegiadas, tendo como uma de suas funções a responsabilidade de, através da via administrativa, combater e prevenir este ato que é considerado como ilícito no país.

Neste sentido, conforme citado pela CVM (2019), o uso indevido de informação privilegiada, caracterizado pela prática do *insider trading*, é julgado como um ato ilícito perante a legislação brasileira e se configura como um crime contra o mercado de valores mobiliários do país. A regulamentação deste crime está baseada principalmente nos seguintes dispositivos legais: Lei 6.385/1976, Lei 6.404/1976 e pela Instrução CVM nº 358/2002 e as suas respectivas alterações.

No entanto, nem sempre a prática do *insider trading* foi tratada da mesma forma no Brasil, é importante mencionar que a regulamentação acerca deste tema evoluiu muito com o passar dos anos. Sendo assim, conforme observado por PRADO (2016), o histórico do *insider trading* no país pode ser dividido em três fases. Sendo estas:

1. **Primeira Fase (1965 a 1976):** Pouca regulamentação e muitas possibilidades de manipulação
2. **Segunda Fase (1976 a 2001):** Marco regulatório e primeiros casos
3. **Terceira Fase (2001 até os dias atuais):** Complexidade do sistema e crescimento da atividade punitiva

Antes de focar no atual cenário brasileiro quanto a regulamentação da vedação do *insider trading*, vale fazer uma breve contextualização das fases anteriores.

#### **2.3.3.1. Primeira Fase: 1965 a 1976**

PRADO (2016) define a primeira fase, que compreende os anos de 1965 a 1976. como um período de "pouca regulamentação e muitas possibilidades de manipulação". Neste momento, a legislação brasileira vigente acerca deste assunto era o Decreto Lei nº 2.627/1940, que "dispõe sobre as sociedades por ações" e a Lei nº 4.728/1965, que "disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento".

Desta forma, a Lei nº 4.728/1965, conhecida como a primeira Lei do mercado de capitais, visto que foi a responsável pela sua reestruturação, em seu Artigo nº 3, inciso X, citou, pela primeira vez, uma norma relacionada ao uso indevido de informação privilegiada na legislação brasileira. Sendo assim:

**Art. 3º** Compete ao Banco Central:

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

Nota-se que a Lei supracitada, ao delegar esta competência ao Banco Central, se refere apenas a fiscalização do uso de informações não divulgadas ao público, sem mencionar as possíveis punições aos *insiders* que tenham se utilizado de informação privilegiada com o intuito de obter vantagem perante aos outros investidores que não possuíam acesso a mesma informação. Entende-se então que este ato ainda não era considerado ilícito sob o enfoque da legislação do país.

Segundo CORDEIRO (2016), foi a partir deste período que o sistema de *disclosure* começou a ser estabelecido no país, uma vez que a divulgação de algumas informações de companhias abertas passou a ser exigida porém, o sistema de divulgação de informação ainda era muito frágil e precário.

Neste contexto, PRADO (2016) conclui que nesta época, o monitoramento e fiscalização do mercado, que era de competência do Banco Central do Brasil, não era muito estruturado e poucas pessoas eram alocadas para fiscalizar a ocorrência de *insider trading* no país, não é a toa que não há histórico de casos de *insider* fiscalizados ou punidos pelo Banco Central neste período.

Porém, é importante citar que com o passar do tempo, o Banco Central passou a entender a importância da evolução da regulamentação do mercado de capitais e o seu aperfeiçoamento. Um exemplo disso é o episódio no qual o BCB solicitou à Agência Internacional de Desenvolvimento a elaboração de um relatório com diagnósticos e

recomendações a respeito do mercado de capitais brasileiro (RODRIGUES, 2012).

Neste contexto, Norman Poser da *Securities and Exchange Commission* e Alan Roth da *American Stock Exchange* chegaram às seguintes conclusões: "falta de credibilidade do mercado de capitais brasileiro; e a inexistência de uma cultura de investimentos em renda variável" (RODRIGUES, 2012).

No entanto, conforme observa a CVM, em 1970, o mercado de capitais brasileiro passou por um verdadeiro *boom*. Neste momento houve um grande incentivo aos investimentos nas bolsas de valores, mas, em contrapartida, o mercado não apresentou um crescimento significativo de novas emissões de ações pela empresas listadas e isso refletiu em uma onda especulativa muito forte ([https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html), recuperado em 03, janeiro, 2021).

Já em 1971, os investidores mais experientes começaram a realizar os seus lucros vendendo seus ativos e com o aumento de novas emissões, o quadro especulativo foi cada vez mais agravado. Neste momento, os investidores, que estavam assustados, passaram a vender os seus títulos, levando os preços dos ativos à grandes quedas. Esta crise resultou em diversas consequências, como por exemplo, um mercado acionário deprimido e com baixa reputação, com companhias emissoras frágeis e sem qualquer compromisso com os seus acionistas. ([https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html), recuperado em 03, janeiro, 2021).

Por fim, após a crise de 1971, foi possível notar com maior clareza a insuficiência e a precariedade do aparato regulatório no âmbito do mercado de capitais brasileiro e a necessidade de maior proteção dos seus investidores. Portanto, neste momento, deu-se início a segunda fase da regulamentação do *insider trading* no país, que compreende o período de 1976 a 2001 e que será abordado mais detalhadamente no ponto à seguir.

### **2.3.3.2. Segunda Fase: 1976 a 2001**

Na segunda fase, no que se refere a regulação do *insider trading*, PRADO (2016) define o período de 1976 a 2001 como um "marco regulatório" e observa o surgimento dos primeiros casos de suspeita de uso indevido de informação privilegiada.

RODRIGUES (2012), observa que nesta época do pós-crise, dentre outras coisas,

identificou-se a necessidade de:

1. criação de um sistema de informações adequado, com vistas a reduzir os níveis de assimetria de informações e o abuso na atuação de alguns agentes do mercado;
2. substituir o Banco Central por um órgão especializado para fiscalizar o mercado de valores mobiliários; e
3. aperfeiçoar os mecanismos de proteção dos investidores.

Portanto, este momento ficou marcado principalmente pela imposição dos seguintes dispositivos legais: Lei nº 6.385/1976 que "dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários", a Lei nº 6.404/1976 que "dispõe sobre as sociedades por ações" e a Instrução Normativa CVM nº 31/1984 que "dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas".

A Lei nº 6.385/1976, também conhecida por ser a segunda Lei do mercado de capitais brasileiro, foi um marco fundamental para a regulação deste mercado, uma vez que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica vinculada ao Ministério da Economia com a "finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil", fiscalizando assim as bolsas de valores e as companhias abertas. A partir deste momento, a CVM passou a ser o órgão regulador do mercado de capitais e responsável por identificar, processar e condenar os *insiders traders* na via administrativa (CVM, 2019).

PRADO (2016) ainda complementa que a segunda Lei do mercado de capitais "prestigiou o regime informacional", visto que este dispositivo definiu uma ampla divulgação das informações relativas às companhias listadas em bolsa de valores, e aumentou o grau de exigência das informações a serem divulgadas. A fim de garantir uma maior segurança aos investidores, através de uma divulgação adequada das informações, a CVM se baseou no princípio do "*full and fair disclosure*". Neste sentido, nota-se uma melhoria do sistema informacional em comparação com o da primeira fase, que era considerado um sistema frágil e precário.

Logo em seguida, foi instituída a Lei nº 6.404/1976, também denominada por Lei das Sociedades Anônimas, com o objetivo de "modernizar as regras que regiam as sociedades por ações" (CVM, 2019).

É importante ressaltar que a Lei supracitada teve um importante papel no sistema de

*disclosure* brasileiro. Conforme observado por CORDEIRO (2013), esta Lei instituiu aos administradores das companhias abertas o "dever de informar, o dever de diligência e o dever de lealdade e sigilo", sendo assim, nota-se pela primeira vez, uma norma que veda o uso de informação privilegiada, mesmo que em um primeiro momento a vedação não seja a todos os agentes que compõe o mercado.

Desta maneira, além de garantir o "dever de informar" as informações relevantes das companhias abertas ao público, esta Lei, ao estabelecer o "dever de lealdade e de sigilo", veda os administradores das companhias a negociação com posse de informação privilegiada para benefício próprio ou a outrem, além do dever de garantir que os seus subordinados e partes relacionadas também não se utilizem dessa informação. Caso o dever de lealdade não seja respeitado, o órgão legislador ainda garante ao investidor que se sentir lesado, a possibilidade de ser indenizado pelos administradores que falharam com o dever de lealdade. Por fim, o "dever de diligência" institui que o administrador deve zelar pelos negócios que administra.

PRADO (2016) complementa que a Lei nº 6.404/1976 também "exigiu a padronização das demonstrações financeiras, estabeleceu a necessidade de serem auditadas e determinou a sua divulgação pela imprensa".

PIRES (2018) observa que "em suas redações originais, as Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, consideravam *insiders* somente as pessoas que, em virtude do exercício de cargos de administração nas companhias, possuíam informações privilegiadas relevantes".

Neste sentido, outro importante dispositivo legal estabelecido nesta segunda fase foi a Instrução Normativa CVM nº 31/1984, que passou a abranger mais agentes no critério de vedação ao uso de informação privilegiada, indo além dos administradores das companhias abertas. PRADO (2015) define:

Mais tarde, em 1984, em instrução da CVM que disciplinava a divulgação de fatos relevantes, houve a extensão expressa da vedação de negociação com informação privilegiada por outras pessoas que não administradores. Os acionistas foram colocados na lista de pessoas proibidas de negociar com posse de informações não divulgadas ao mercado e a proibição foi estendida para atingir todos que tenham acessado a informações diretamente, em virtude do cargo, função ou posição na companhia, ou mesmo indiretamente.

Sendo assim, conforme resume PRADO (2016), esta segunda fase ficou marcada

por um tripé regulatório, uma vez que ficou estabelecido: (1) O dever de divulgar as informações relevantes para todos os agentes do mercado; (2) A criação de normas de conduta, visto o dever de informar, de diligência e de lealdade e sigilo; e por último, mas não menos importante, (3) A disponibilização de meios para que os investidores lesados busquem por ressarcimento de seus prejuízos.

Neste cenário, também indetificou-se os primeiros casos de *insider trading* fiscalizados pelo agente regulador do mercado de capitais. Apesar de revelar o início da atividade punitiva deste ato ilícito pela CVM, os números ainda não eram expressivos.

Embora a CVM tenha tomado diversas iniciativas neste período a fim de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, o mesmo ainda era visto como um ambiente incerto e "a falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco" (CVM, 2019).

Portanto, o ponto a seguir do presente estudo tem como objetivo revelar a evolução da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro e apresentar algumas das iniciativas implementadas a partir de 2001 até os dias atuais, a fim de assegurar as melhores práticas de governança corporativa.

### **2.3.3.3. Terceira Fase: 2001 até os dias atuais**

Por fim, PRADO (2016) menciona mais detalhadamente a terceira e última fase desta linha do tempo da regulação do *insider trading* no Brasil. O autor define o período de 2002 até os dias atuais como um momento de "complexidade do sistema e crescimento da atividade punitiva".

Nesta fase, algumas iniciativas com o intuito de promover melhores práticas de governança corporativa foram tomadas, inclusive uma reforma na legislação societária e na legislação do mercado de capitais brasileiro foi feita. Portanto, neste momento, os dispositivos legais que tiveram maior destaque foram: A Lei nº 10.303/2001 e a Instrução Normativa CVM nº 358/2002. Sendo respectivamente as suas funções:

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



**Instrução Normativa CVM nº 358/2002** - 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, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências.

Desta forma, nota-se que a Lei nº 10.303, instituída em 2001, trouxe alterações de grande importância tanto na Lei nº 6.385/1976 quanto na Lei nº 6.404 deste mesmo ano. Neste contexto, PRADO (2016) observa duas alterações fundamentais estabelecidas pela Lei supracitada. Sendo estas:

A referida Lei deu maior "ênfase ao mandato legal da CVM de proteger os investidores contra o uso de informações privilegiadas" na Lei nº 6.385/1976. Isso pode ser notado no seguinte Artigo:

**Art. 4º** O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

**IV** - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

**c)** o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. **(Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)**

Já a Lei das S.A. foi alterada para "deixar claro que o ilícito de utilização de informação privilegiada seria aplicável a qualquer pessoa que a ela tivesse acesso e não apenas às pessoas internas, ligadas à companhia" (PRADO, 2016). Isso pode ser observado no seguinte artigo:

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

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

Além das alterações da legislação que foram acima mencionadas, também foi instituída a Instrução Normativa CVM nº 358/2002, que passou a regulamentar a

divulgação e o uso de informações referentes a ato ou fato relevante de companhias emissoras.

**Art. 1º** São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado

Diante do exposto, PIRES (2018) observa que a Comissão de Valores Mobiliários preza por práticas comerciais equitativas no mercado de capitais brasileiro. Por isso, como mencionado anteriormente, a prática do *insider trading* é vedada, visto que a legislação brasileira segue o princípio do "*full and fair disclosure*" e que não permite a assimetria informacional. Estes princípios não são atendidos quando há negociação baseada em uso indevido de informação privilegiada e portanto, a repressão deste ato na esfera administrativa cabe a esta agência reguladora.

A CVM (2019) indica que a autarquia pode combater o ilícito do *insider trading* de duas maneiras: através de seu poder de polícia administrativa, atuando então de forma repressiva, e também de maneira preventiva.

PARENTE (1978, apud PIRES, 2018) observa que "o dever de informar configura-se como parte complementar e indispensável na repressão ao uso da informação privilegiada". Portanto, a IN CVM nº 358/2002 é indispensável para o combate preventivo ao *insider trading*.

Desta forma, vale mencionar a área de Relações com Investidores das companhias listadas em bolsa de valores como um importante "porta-voz da companhia na comunicação com o mercado", uma vez que esta área é a responsável por disseminar informações que sejam transparentes, democráticas, tempestivas e acessíveis a todos os participantes do mercado, inclusive a divulgação das informações relevantes também é de sua responsabilidade. Além disso, o RI também é responsável por "manter relacionamento com os órgãos reguladores, entidades e instituições do mercado, bolsa de valores e mercado de balcão". (<http://guiari.mediagroup.com.br/Atividade-de-Relacoes-com-Investidores/Relacoes-com-Investidores-o-que-e.aspx>, recuperado em 03, janeiro, 2021).

PIRES (2018) também observa que para que a CVM possa fiscalizar possíveis operações ilícitas, um sistema de rastreamento é utilizado, o qual identifica em ordem cronológica as movimentações feitas no mercado de valores mobiliários. Desta forma, a autarquia é capaz de identificar movimentações atípicas e possíveis ocorrências de práticas ilícitas.

No entanto, vale ressaltar que existem lacunas na identificação de possíveis transações atípicas, tendo em vista o grande volume de transações realizadas diariamente no mercado de valores mobiliários brasileiro. Ao mesmo tempo em que muitos investidores do mercado brasileiro negociam volumes baixos, uma outra grande parte negocia volumes muito altos de ativos, o que dificulta a análise de uma suposta negociação com base em informação privilegiada.

O "Xerife do Mercado de Capitais" investiga possíveis casos de uso indevido de informação privilegiada através dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) que são instaurados e julgados pelo colegiado da própria autarquia. Então, para que a agência reguladora possa combater o *insider trading* através do seu poder de polícia, o Artigo nº 11 da Lei nº 6.385/1976 alterado em 2001, prevê as seguintes penalidades aos participantes do mercado que cometerem atos ilegais e práticas não equitativas:

**Art. 11.** A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

**I** - advertência;

**II** - multa;

**IV** - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

**V** - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

**VI** - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

**VII** - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

**VIII** - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Este mesmo artigo ainda prevê o cálculo para as multas estabelecidas e está disponível na íntegra no seguinte endereço eletrônico: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm) (recuperado em 03, janeiro 2021).

É importante citar que além dos PAS, a Lei nº 9.457/97 prevê a instituição do Termo de Compromisso como "alternativa consensual para solução de litígios administrativos que, até então, tinham como único desfecho a instauração de processo sancionador com vistas à aplicação de penalidades" (CVM, 2017). Porém, como delimitado previamente, o presente trabalho tem como foco apenas os PAS julgados pelo colegiado da CVM.

Desta forma nota-se que a CVM reforçou ainda mais a sua atividade punitiva nesta última fase - de 2001 até os dias atuais. Isso poderá ser visto com mais detalhes na seção de apresentação e análise de dados.

Por fim, é importante mencionar que as normas brasileiras relacionadas à vedação do uso de informação privilegiada com o intuito de obter vantagem para si ou para outrem estão em constante revisão uma vez que o órgão regulador visa evoluir ao mesmo passo em que o mercado de capitais brasileiro se desenvolve.

Não é a toa que a Comissão de Valores Mobiliários, ao final de 2020, instaurou uma audiência pública com o intuito de discutir uma proposta de alteração na Instrução Normativa CVM nº 358/2002, cujo objetivo é realizar ajustes pontuais referentes à prática do *insider trading* e a divulgação de informações ao mercado.

Neste contexto, a ABRASCA apresentou em seu website institucional as principais propostas apresentadas pela CVM para alteração desta IN CVM nº 358/2002 (<https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1520-cvm-prorroga-audiencia-da-instrucao-358-ate-13-de-novembro>, recuperado em 03, janeiro, 2021). Sendo estas:

- **Reforma do art. 13:** (i) esclarecer que o dispositivo trata de presunções relativas que podem ser aplicadas na caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada; e (ii) discriminar com maior precisão quais são essas presunções.
- **Edição do novo art. 14-A:** instituir um período, anterior à divulgação de informações trimestrais e anuais, em que a negociação de valores mobiliários por parte de insiders é vedada, e demarcando a distinção dessa vedação para a proibição de uso indevido de informação privilegiada, cujo potencial ofensivo é maior.
- **Reforma do art. 16:** reduzir o custo de observância de companhias abertas, dispensando a obrigação de elaborar política de divulgação de informações para aquelas companhias que não se enquadrem na

categoria A, não tenham ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou não tenham ações em circulação.

Durante a revisão de literatura do presente trabalho foi possível notar que a legislação brasileira acerca deste tema - *insider trading* - evoluiu muito conforme o passar dos anos e continuará evoluindo ao longo das próximas décadas, visto que a CVM tem como objetivo evoluir constantemente e de acordo com o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários do país.

### **3. METODOLOGIA DA PESQUISA**

O presente estudo visa identificar as principais estatísticas relacionadas à atividade punitiva da autarquia brasileira quanto ao uso indevido de informação privilegiada para obtenção de vantagem no mercado de valores mobiliários brasileiro.

É importante mencionar que este trabalho se inspirou no livro: *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil* (PRADO, 2016), uma vez que o estudo mencionado também faz uma análise dos PAS julgados pelo colegiado da CVM.

A seguir será apresentada a metodologia utilizada para a elaboração deste trabalho.

#### **3.1. Abordagem Metodológica**

A abordagem metodológica definida para a presente pesquisa foi a quantitativa pois, segundo RICHARDSON (1999), esta abordagem se caracteriza pelo emprego da quantificação no momento da coleta de dados, assim como no tratamento e na análise destas informações, o que deve ser feito a partir de técnicas estatísticas, garantindo assim uma maior precisão dos resultados e evitando possíveis distorções de interpretação.

Em sentido semelhante, MORESI (2003) complementa que uma das principais razões da pesquisa quantitativa é "descobrir quantas pessoas de uma determinada população compartilham uma característica ou um grupo de características".

Esta abordagem metodológica será fundamental tanto para avaliar o comportamento dos PAS julgados pela CVM que se relacionam à prática ilícita do *insider trading* ao longo dos últimos 19 anos quanto para traçar perfis dos agentes indiciados pelo órgão regulador do mercado de capitais brasileiro.

#### **3.2. Tipo de Pesquisa**

Segundo a taxionomia de tipos de pesquisa de VERGARA (1998), os estudos podem

ser classificados a partir de dois critérios básicos, sendo estes: quanto aos fins e quanto aos meios de investigação.

Quanto aos fins, a pesquisa é caracterizada como descritiva pois, conforme as lições de TRIVIÑOS (1987, apud GERHARDT, 2009), a pesquisa descritiva tem a intenção de descrever as características de uma determinada população ou de um fenômeno. Neste caso, o presente estudo visa descrever tanto as características dos PAS julgados pela CVM quanto as particularidades dos agentes indiciados nestes processos.

Quanto aos meios de investigação, a pesquisa é classificada como bibliográfica, documental e *ex post facto*. É importante mencionar que VERGARA (1998) ensina que os tipos de pesquisa não são mutuamente excludentes.

Para FONSECA (2002, apud GERHARDT, 2009), uma pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de materiais já analisados e publicados, de forma que possibilite ao pesquisador conhecer o que já foi estudado e produzido sobre o assunto. Dito isto, esta investigação é considerada bibliográfica uma vez que o seu conteúdo possui embasamento nos fundamentos de autores e instituições que desenvolveram previamente estudos a respeito dos temas aqui levantados e à luz da legislação brasileira.

MORESI (2003) observa que a pesquisa documental "é realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza". Neste contexto, em complemento à investigação bibliográfica, este estudo também se classifica como documental, uma vez que se utiliza dos PAS julgados pelo colegiado da CVM e que são disponibilizados ao público pela própria agência reguladora.

Para VERGARA (1998), a investigação *ex post facto*, como o nome revela, está ligada a descrição de fatos já ocorridos. Sendo assim, os dados são coletados após a ocorrência dos eventos e portanto, não se pode controlar ou manipular as suas variáveis. Desta forma, a pesquisa também se classifica como uma investigação *ex post facto*, uma vez que se refere a fatos já ocorridos, no caso os PAS que já foram julgados pelo colegiado do órgão regulador no período de 2002 a 2020.

### **3.3. Coleta de Dados**

A coleta de dados pode ser entendida como o momento pelo qual o pesquisador busca por informações para a elucidação do fenômeno ou do fato que deseja desvendar.

Conforme mencionado anteriormente, este estudo visa identificar o comportamento dos PAS relacionados à prática de *insider trading* que foram julgados pela CVM nos últimos

19 anos, além de traçar um perfil dos agentes indiciados nestes processos administrativos.

Para isso, os dados que serão apresentados na próxima seção - apresentação e análise dos resultados - foram obtidos a partir do endereço eletrônico da CVM (<http://www.cvm.gov.br/sancionadores>, recuperado em 06, dezembro, 2020), e se delimitam aos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pelo colegiado da autarquia, no período de janeiro de 2002 à dezembro de 2020 e filtrados pelo termo "*insider trading*".

É importante evidenciar o motivo pelo qual a pesquisa dos PAS deste trabalho abrange apenas o período de 2002 a 2020. Conforme mencionado em seções anteriores deste trabalho, em 2001 diversos mecanismos de proteção aos investidores foram implementados no Brasil e o tema *insider trading* não ficou de fora. A Lei nº 10.303/2001 trouxe 3 importantes marcos a respeito do tema, sendo estes:

- Criminalização do *insider trading* para os indivíduos que são obrigados a manter o sigilo das informações que ainda não foram divulgadas ao mercado. Apesar de ser um marco muito importante para o tema, é necessário ressaltar que este estudo visa analisar apenas a atividade punitiva da CVM;
- O mandato legal da CVM passou a incluir a proteção de investidores contra o uso de informações privilegiadas, e
- O ilícito do *insider trading* passou a ser aplicável a qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada e não mais apenas aos sujeitos internos às companhias emissoras;
- Além dos pontos mencionados em 2002, a CVM alterou a regulamentação quanto aos atos e fatos relevantes, proibindo então a negociação para os *insiders* antes da divulgação ao mercado.

Em suma, a Tabela 1 revela o resultado da pesquisa feita através do endereço eletrônico do agente regulador do mercado de capitais brasileiro, CVM. Em outras palavras, a tabela a seguir apresenta a amostra dos PAS julgados que será utilizada neste trabalho.

**Tabela 1:** PAS julgados pela CVM e relacionados à prática do insider trading (2002 a 2020)

Ano	PAS julgados pela CVM (2002-2020)
2002	33/2000   16/2000   13/2000
2003	-
2004	05/2000   18/2001
2005	11/2004   17/2002   06/2003
2006	RJ2003/5669   04/2004   RJ2004/0852
2007	SP2005/0155   RJ2007/1079   22/2004   RJ2006/5928   01/2003
2008	24/2005   25/2004   SP2007/0117   RJ2007/4107

<b>2009</b>	-
<b>2010</b>	19/2006   RJ2009/13459   RJ2009/1365   12/2004
<b>2011</b>	13/2009   16/2009   RJ2010/4206   19/2009
<b>2012</b>	RJ2011/2789   11/2008   11/2009   RJ2011/3665
<b>2013</b>	29/2000   RJ2012/7880   RJ2012/9652   02/2010
<b>2014</b>	09/2012   23/2010   RJ2012/13047   RJ2013/2714   RJ2013/11654   RJ2012/3787
<b>2015</b>	RJ2012/9808   RJ2011/3823   15/2010   RJ2013/1730   SP2013/12   RJ2012/8010   RJ2013/4660   RJ2013/9904   RJ2012/10069   RJ2013/10909   RJ2013/10579   RJ2013/5793
<b>2016</b>	RJ2012/11002   RJ2014/3225   RJ2015/2666
<b>2017</b>	RJ2016/5039   RJ2014/10290   25/2010   RJ2013/13172   RJ2014/6225   RJ2013/8609   RJ2014/10082   RJ2015/12595
<b>2018</b>	RJ2013/11703   RJ2015/5813   RJ2015/13561   RJ2015/1591   01/2014   RJ2016/7192   RJ2014/7352   SP2013/94   RJ2014/577   RJ2014/1785   RJ2014/1020   RJ2014/12710   RJ2014/3401
<b>2019</b>	RJ2016/2384   26/2010   RJ2016/7190   RJ2015/9443   RJ2014/0578   RJ2014/3402   10/2012   RJ2014/3616
<b>2020</b>	08/2016   09/2016   14/2010

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Além do já mencionado anteriormente, para cada PAS julgado pelo colegiado da CVM, foi coletado:

- Quantos indiciados por processo, uma vez que um mesmo PAS pode ter mais de um indivíduo indiciado;
- Quantos indivíduos indiciados foram punidos e quantos absolvidos;
- Quais foram as respectivas sanções aplicadas aos indiciados punidos; e
- Qual relação dos indiciados com as companhias emissoras de ações.

### 3.4. Tratamento e Análise dos Resultados

Em um primeiro momento, já com todos os PAS selecionados para o estudo, os mesmos foram distribuídos de acordo com algumas características pré estabelecidas, como por exemplo: os anos das decisões dos julgamentos, a aplicação ou não de sanções, os tipos de sanções aplicadas e o perfil dos indiciados.

Dito isto, a próxima seção desta pesquisa, cuja finalidade é apresentar e analisar os dados, foi dividida em 5 etapas, que serão descritas com mais detalhes a seguir.



- A. **A Matéria do Insider Trading nos PAS Julgados pela CVM** - Nesta seção os PAS relacionados a prática do *insider trading* foram separados dos demais processos julgados no período de 2002 a 2020. Além disso, os casos de *insider* também foram distribuídos ao longo dos anos.
- B. **Indivíduos Indiciados** - Neste momento, identificou-se quantos indivíduos foram indiciados por uso de informação privilegiada. Além disso, uma correlação entre a quantidade de casos julgados e o número de indivíduos indiciados foi feita.
- C. **Distribuição de Punições e Absoluções** - Em um terceiro momento, foi apresentada a distribuição de indivíduos punidos e absolvidos nos PAS estudados. Além disso, uma análise foi feita a fim de segregar estes processos entre: o grupo que só apresenta punições; o grupo que só apresenta indivíduos absolvidos e também o grupo que apresenta tanto punições quanto absolvições.
- D. **Sanções Aplicadas pelo Agente Regulador: a CVM** - Esta divisão apresenta tanto a distribuição dos indiciados punidos por ano quanto a distribuição de tipos de sanções aplicadas entre os agentes punidos.
- E. **Classificação dos Indivíduos Indiciados por Insider Trading** - Por fim, os indiciados foram distribuídos em 3 categorias: agentes internos, agentes externos e agentes de mercado, que serão apresentados mais detalhadamente na seção a seguir. Além disso, também foi identificado o número de absolvições e sanções aplicadas em cada uma destas categorias. Neste último momento, a fim de tornar o estudo ainda mais detalhado, os indiciados também foram classificados em subcategorias e a quantidade de punições e absolvições foi apresentada.

Vale mencionar que para cada informação investigada neste trabalho, buscou-se utilizar o tipo de gráfico que oferecesse uma melhor visualização dos dados a serem apresentados e analisados.

### 3.5. Limitações do Método

Para o estudo do comportamento dos PAS julgados pela CVM relacionados à prática ilícita do *insider trading*, e para traçar o perfil dos indiciados pela agência reguladora, foram levados em conta apenas os extratos de sessão de julgamento dos processos selecionados. Vale mencionar que estas informações foram colhidas na seção de Processos Sancionadores Julgados do endereço eletrônico da CVM (<http://www.cvm.gov.br/sancionadores>, recuperado em 27, dezembro, 2020). Portanto, não foram consultados outros documentos do órgão

regulador e nem uma pesquisa mais avançada quanto ao perfil dos indiciados foi feita. Sendo assim, este estudo se limita às informações fornecidas nos extratos de sessão de julgamento dos PAS selecionados para compor este trabalho.

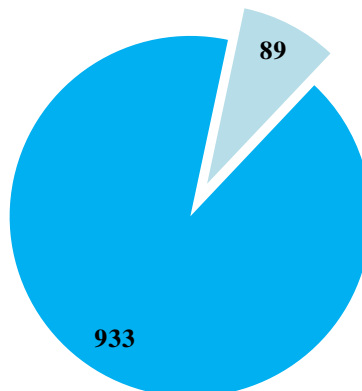
#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

##### 4.1. A Matéria do *Insider Trading* nos PAS Julgados pela CVM

Conforme observado no gráfico 1 abaixo, no período de 2002 a 2020, a CVM julgou 1.022 Processos Administrativos Sancionadores (PAS). Deste total, 89 casos envolviam o ato ilícito do *insider trading*, o que representa aproximadamente 9% da atividade punitiva da Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado de valores mobiliários no Brasil. Dentro do universo de matérias julgadas pela CVM, o percentual de casos julgados envolvendo a atividade de *insider trading* é relevante e não pode ser considerado um tema passível de ser ignorado.

**Gráfico 1:** Matéria dos PAS julgados pela CVM (2002 a 2020)

##### Matéria dos PAS julgados pela CVM (2002-2020)



■ Casos de insider trading julgados pela CVM ■ Casos julgados pela CVM relativos a outros ilícitos

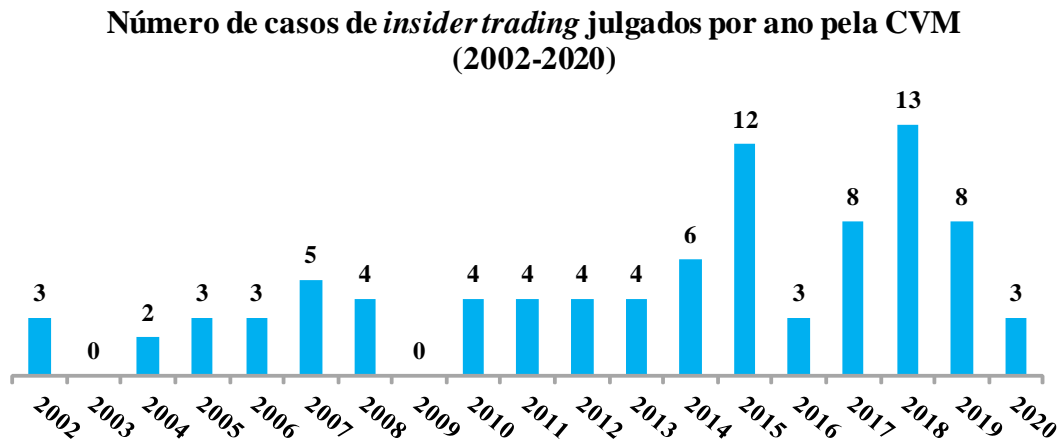
**Fonte:** Elaborado pelo autor

Ao analisar a distribuição anual de casos julgados pela CVM envolvendo o uso de informações privilegiadas nos últimos 19 anos (gráfico 2), nota-se que não há uma grande variação de casos julgados por ano. A agência reguladora julga de 3 a 8 casos de *insider trading* anualmente, desviando desse padrão apenas os anos de 2003, 2004 e 2009 (estão abaixo do parâmetro) e 2015 e 2018 (estão acima do parâmetro).

Em média, são julgados aproximadamente 5 casos por ano, excluindo 2003 e 2009 que não apresentaram nenhum caso julgado relacionado a este tema. Dessa forma, nota-se

o caráter contínuo dos PAS julgados no âmbito da CVM, relacionados ao uso de informação privilegiada, sendo assim, esta matéria representa uma preocupação perene do órgão regulador.

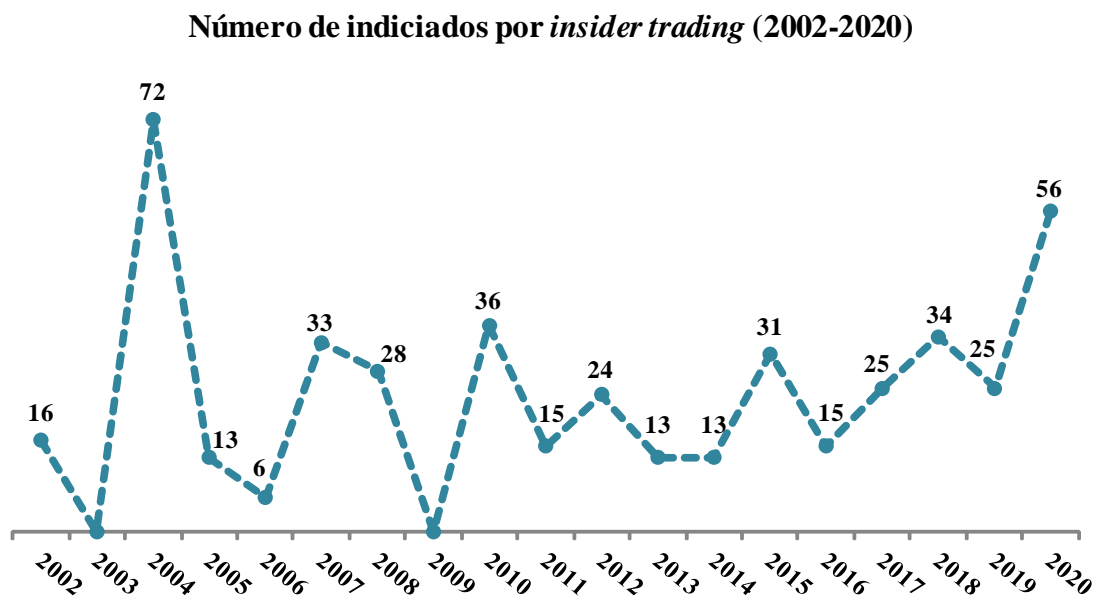
**Gráfico 2:** PAS relacionados a ocorrência de *insider trading* por ano (2002 a 2020)



Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.2. Indivíduos Indiciados

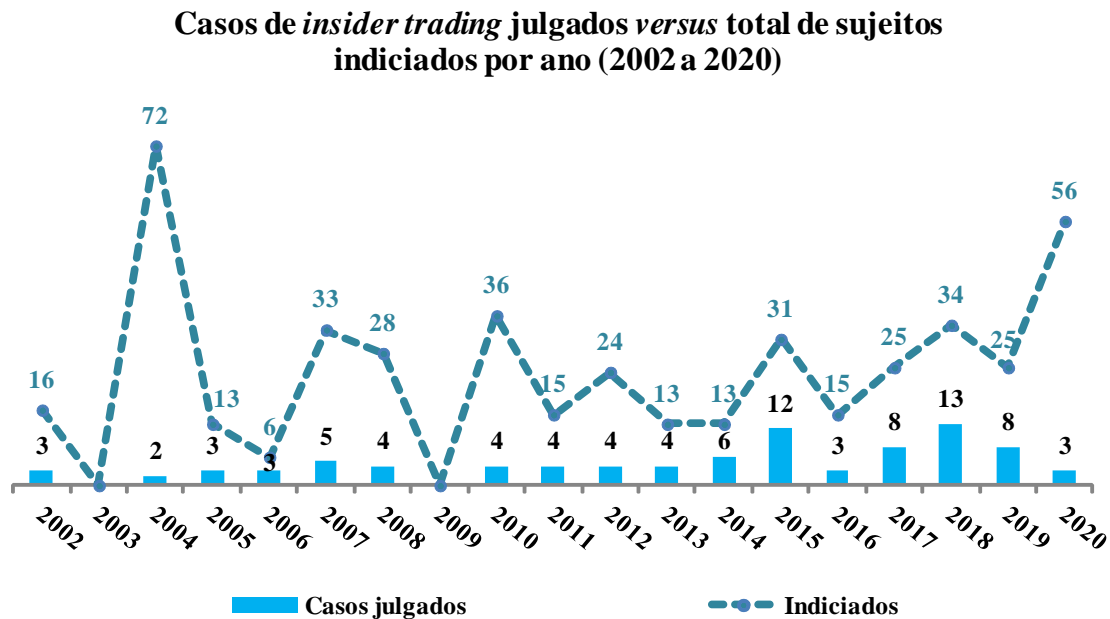
**Gráfico 3:** Indiciados por *insider trading* por ano (2002 a 2020)



Fonte: Elaborado pelo autor

Diante do exposto no gráfico 3, ao total foram indiciados 455 pessoas por uso ilegal de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado. Nota-se que a distribuição anual de sujeitos indiciados não é regular. É importante ressaltar que esta irregularidade pode ser explicada e, para uma melhor visualização, vale aglutinar os gráficos 2 e 3 em um único gráfico (gráfico 4).

**Gráfico 4:** Casos julgados por *insider trading* versus total de indivíduos indiciados por ano (2002 a 2020)



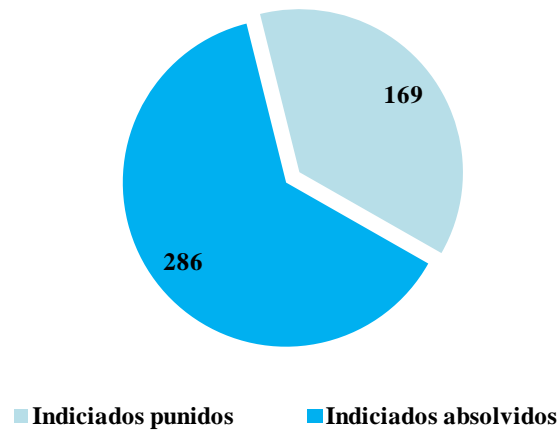
**Fonte:** Elaborado pelo autor

Cada PAS julgado pela CVM pode ter mais de um sujeito indiciado. Por exemplo, ao observar o gráfico 4, nota-se que no ano de 2004 tiveram apenas 2 processos administrativos julgados porém o gráfico também revela 72 indiciados neste mesmo ano. Ou seja, isso quer dizer que os PAS julgados em 2004 apresentaram mais de um indiciado por caso. O mesmo também pode acontecer de uma outra forma, conforme também registrado no gráfico 4, o ano de 2018 apresentou 13 casos julgados com apenas 34 indiciados, número muito inferior aos sujeitos indiciados no ano de 2004, apesar do número maior de casos julgados em 2018.

#### 4.3. Distribuição de Punições e Absoluções

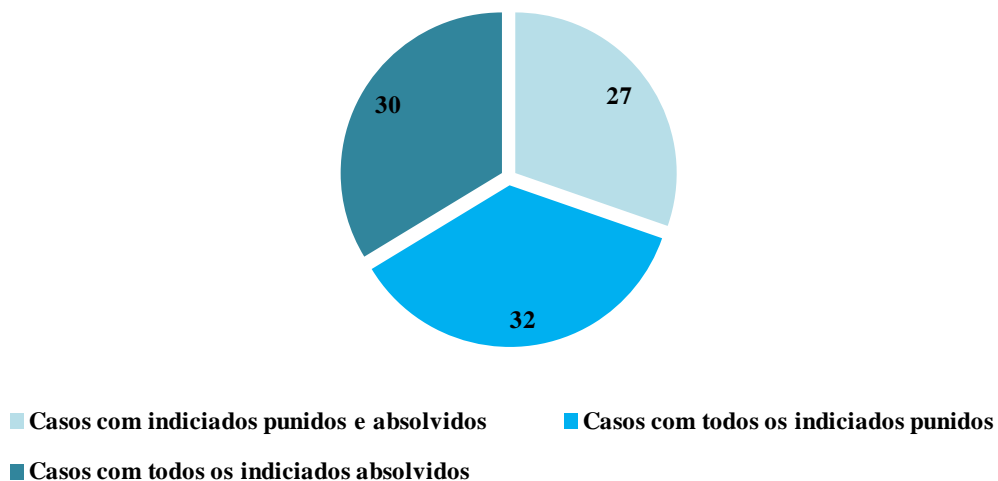
Dos 455 sujeitos indiciados por uso de informação privilegiada observados no gráfico 3 deste estudo, o gráfico 5 revela que 286 foram absolvidos e 169 foram punidos pelo agente regulador. Em outras palavras, isso quer dizer que enquanto a CVM puniu aproximadamente 37% dos indiciados entre 2002 e 2020, 63% dos indiciados foram absolvidos no mesmo período.

O alto percentual de indivíduos absolvidos nos PAS julgados pela CVM não significa necessariamente uma negligência por parte da autarquia. Vale mencionar novamente que por muitas vezes o regulador acaba aglutinando muitos indiciados em um único processo administrativo sancionador.

**Gráfico 5:** Distribuição de punições e absolvições, por indiciados (2002 a 2020)**Punições e absolvições, por indiciados (2002-2020)**

Fonte: Elaborado pelo autor

O gráfico 6 representa uma outra maneira de visualizar a distribuição de punições e absolvições dos indivíduos que buscaram obter vantagem baseado na posse de informações privilegiadas no período de 2002 a 2020, mas desta vez, não mais à luz dos indiciados mas sob o foco dos casos julgados.

**Gráfico 6:** Distribuição de punições e absolvições, por casos (2002 a 2020)**Punições e absolvições, por casos (2002-2020)**

Fonte: Elaborado pelo autor

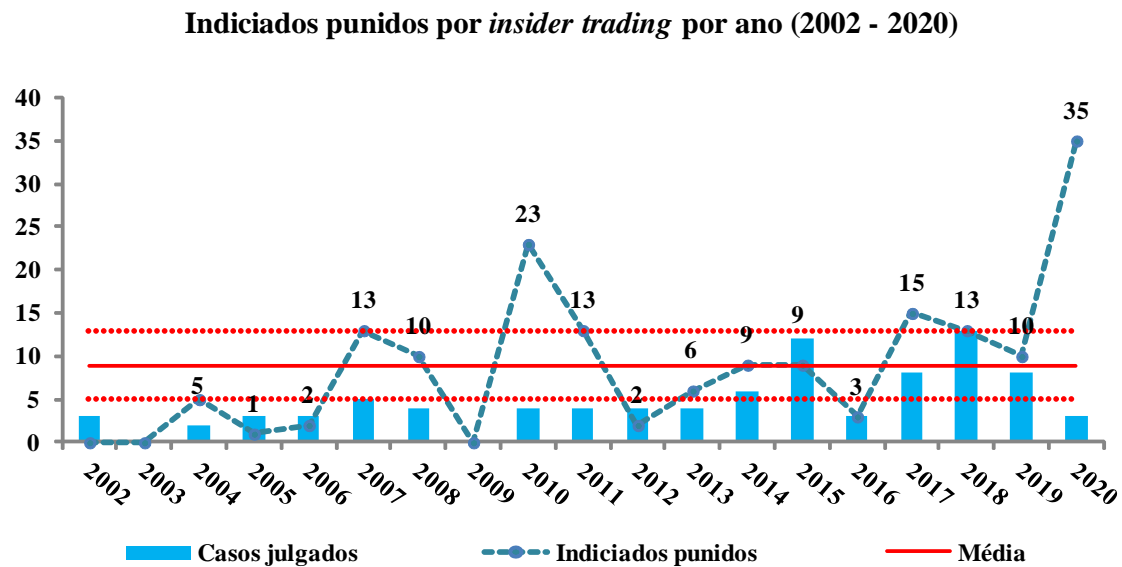
Considerando os 89 PAS julgados pela CVM quanto à matéria de *insider trading* no período estudado (gráfico 1), a distribuição do gráfico 6 identifica que: 30 casos do total de casos julgados (34%) tiveram todos os indiciados absolvidos, 27 casos julgados (30%) tiveram indivíduos punidos e absolvidos, uma vez que em um mesmo PAS pode ter indivíduos punidos e absolvidos e, por fim, 32 dos PAS julgados (36%) tiveram todos os indiciados punidos. Sendo assim, pode-se afirmar que apenas 1 terço (1/3) de todos os

casos julgados tiveram todos os indiciados absolvidos.

#### 4.4. Sanções Aplicadas pelo Agente Regulador: a CVM

Outra forma interessante de análise dos dados está expressa no gráfico 7, o qual indica a distribuição de indiciados punidos anualmente em comparação com a quantidade de casos julgados.

**Gráfico 7:** Indiciados punidos por *insider trading* por ano (2002 a 2020)



**Fonte:** Elaborado pelo autor

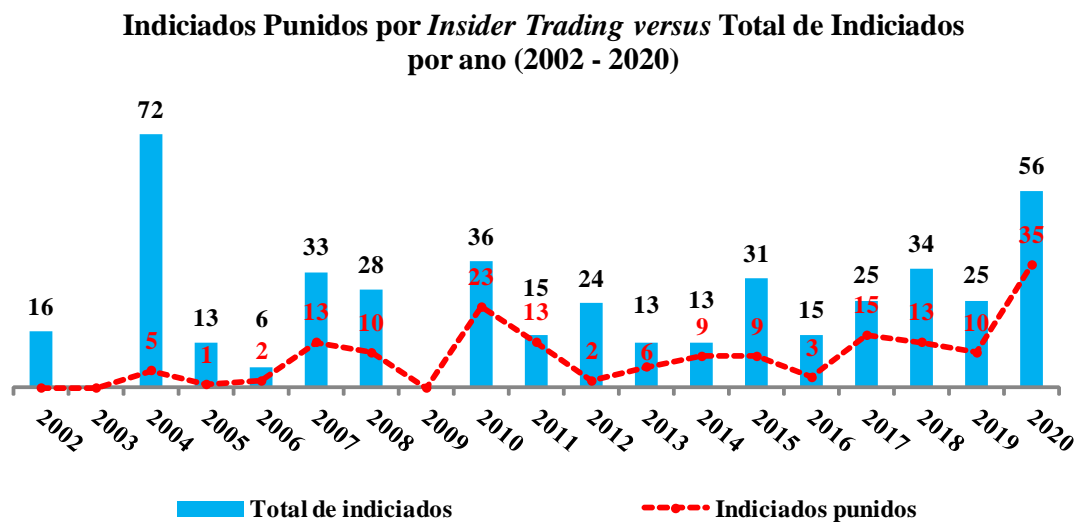
Tomando como premissa o total de 169 indiciados punidos nos 19 anos estudados, a CVM pune, em média, 9 indivíduos por ano, exceto em 2002, 2003 e 2009 que não apresentaram nenhuma punição.

Nesta mesma linha, ao analisar a distribuição anual dos sujeitos punidos pela CVM, nota-se que o órgão regulador pune de 5 a 13 pessoas por ano, desviando desse padrão apenas 2005, 2006, 2012 e 2016, anos que estão abaixo do parâmetro, e 2010, 2017 e 2020, anos que estão acima do parâmetro e, por fim, excluindo novamente os anos de 2002, 2003 e 2009 que não apontam condenações.

É importante ressaltar que 2010, 2017 e 2020, anos que apresentaram números acima do padrão, tiveram PAS julgados com muitos indiciados em um mesmo processo. No ano de 2010 foi julgado o **PAS 12/2004**, com 17 indiciados punidos e em 2020 foi julgado o **PAS 14/2010**, com 33 punidos. Já em 2017, foram julgados 8 Processos Administrativos Sancionadores e por isso, a soma de todos os punidos neste ano ultrapassou o intervalo padrão observado ao longo dos anos.

Com o intuito de facilitar a visualização e conseqüentemente a comparação do que foi mencionado no gráfico acima, o gráfico 8 sobrepõe o número total anual de indivíduos indiciados por uso de informação privilegiada à quantidade de indiciados punidos no período estudado.

**Gráfico 8:** Indiciados punidos *versus* total de indiciados (2002 a 2020)



Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme abordado no referencial teórico da presente pesquisa, a CVM, como órgão regulador do mercado de valores mobiliários, possui sua atividade punitiva pautada na legislação brasileira.

Sendo assim, como definido pelo artigo nº 11 da Lei nº 6.385 de 1976, as penalidades passíveis de serem aplicadas pela autarquia são:

**I** - advertência;

**II** - multa

**IV** - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

**V** - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

**VI** - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

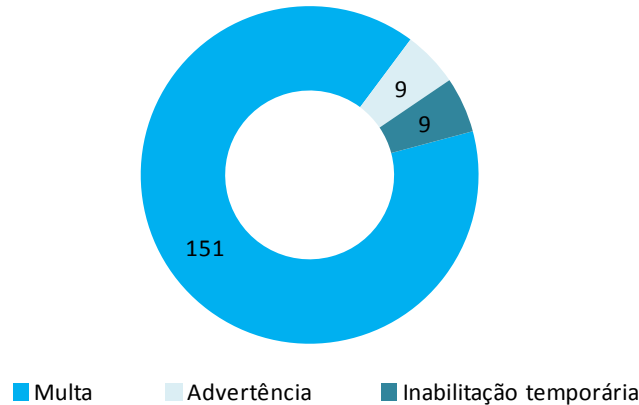
**VII** - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

**VIII** - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

O gráfico 9, a seguir, apresenta a distribuição dos tipos de penalidades por indivíduos punidos. Sendo assim, dos 169 indiciados punidos, indicados anteriormente, este gráfico evidencia que 151 (90%) foram multados enquanto 9 (5%) foram advertidos e 9 (5%) inabilitados temporariamente.

**Gráfico 9:** Distribuição de punições aplicadas aos indiciados punidos (2002 a 2020)

**Tipos de punição por Insider Trading e suas ocorrências  
(2002-2020)**



**Fonte:** Elaborado pelo autor

Averigua-se então que dentre todas as possíveis penalidades, multa, advertência e inabilitação temporária foram as únicas sanções aplicadas no período analisado de 19 anos. Além disso, é importante ressaltar o papel de destaque das multas, que representam aproximadamente 90% do total das penalidades aplicadas no período estudado.

#### 4.5. Classificação dos Indivíduos Indiciados por *Insider Trading*

Até o presente momento, este estudo apresentou análises relacionadas aos indiciados pelos PAS julgados pela CVM pela prática ilícita de *insider trading*, mas sem mencionar quem são, de fato, estes indivíduos.

Visto que uma informação privilegiada pode ser utilizada por diversos agentes, é relevante identificar quais são os vínculos dos indicados dos PAS julgados, que foram selecionados para esta pesquisa, em relação às companhias abertas. Dessa forma, o gráfico 10 apresenta a distribuição destes indiciados a partir de três categorias, sendo estas: agentes internos, agentes externos e agentes de mercado.

Enquanto os indiciados internos estão vinculados diretamente à companhia emissora, os indiciados que compõem o grupo "externo" são indivíduos e/ou organizações que não possuem um vínculo direto com a empresa emissora, mas por outro lado, prestam



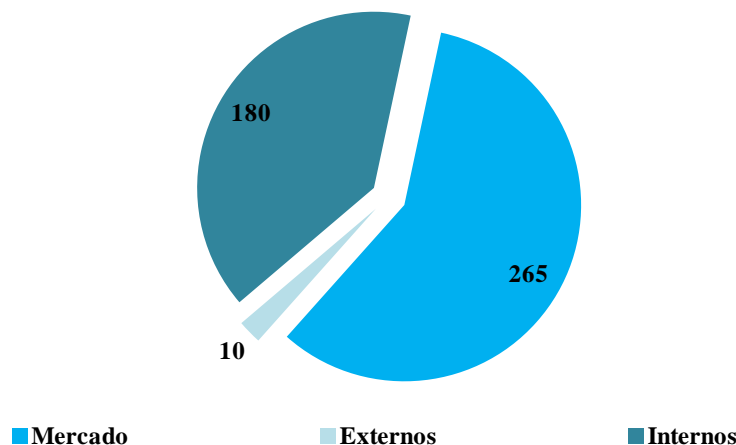
algum tipo de serviço à companhia, que geralmente são relacionados às operações e negócios que podem gerar informações privilegiadas. Por fim, o grupo de agentes indiciados do mercado é composto pelos agentes de mercado, que de alguma maneira obtiveram acesso às informações privilegiadas.

Conforme mencionado na seção de referencial teórico do presente trabalho, existem dois tipos de *insider*: os primários e os secundários. Enquanto o acesso à informação relevante dos *insiders* primários é direto, os *insiders* secundários recebem estas informações de alguém. Podemos exemplificar da seguinte forma, os *insiders* primários são pessoas internas da companhia de capital aberto, enquanto os secundários são indiciados do mercado, uma vez que o acesso deles à informação privilegiada se dá através de outra pessoa.

É possível observar no gráfico 10, abaixo, que 180 (40%) dos indiciados compõem o grupo de pessoas internas, ou seja, indivíduos que estão diretamente ligados à companhia emissora. Enquanto isso, 265 (58%) dos indiciados são agentes do mercado e, conseqüentemente, *insiders* secundários. E, por fim, apenas 10 (2%) indiciados são pessoas externas à companhia, que ao prestarem algum tipo de serviço às empresas emissoras, conseguiram de alguma maneira obter acesso à informação privilegiada.

**Gráfico 10:** Distribuição dos indiciados por *insider trading* em 3 classificações (2002 a 2020)

#### Distribuição dos indiciados em 3 classificações (2002-2020)



**Fonte:** Elaborado pelo autor

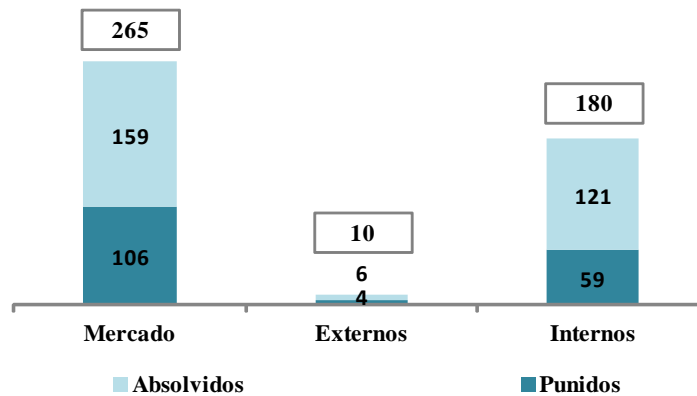
Sendo assim, nota-se que os agentes de mercado, também conhecidos por *insiders* secundários, representam a maior parcela de indiciados dentro da quantidade total de indivíduos indiciados. Em segundo lugar, estão os indiciados internos à companhia aberta e, em terceiro lugar, com um percentual pouco expressivo, encontra-se o grupo dos

indiciados externos.

Apenas para complementar o gráfico 10, apresentado previamente, o gráfico 11 revela a distribuição de punições e absolvições por *insider trading* nas categorias mercado, externos e internos.

**Gráfico 11:** Distribuição de punições e absolvições por *insider trading* em 3 classificações (2002 a 2020)

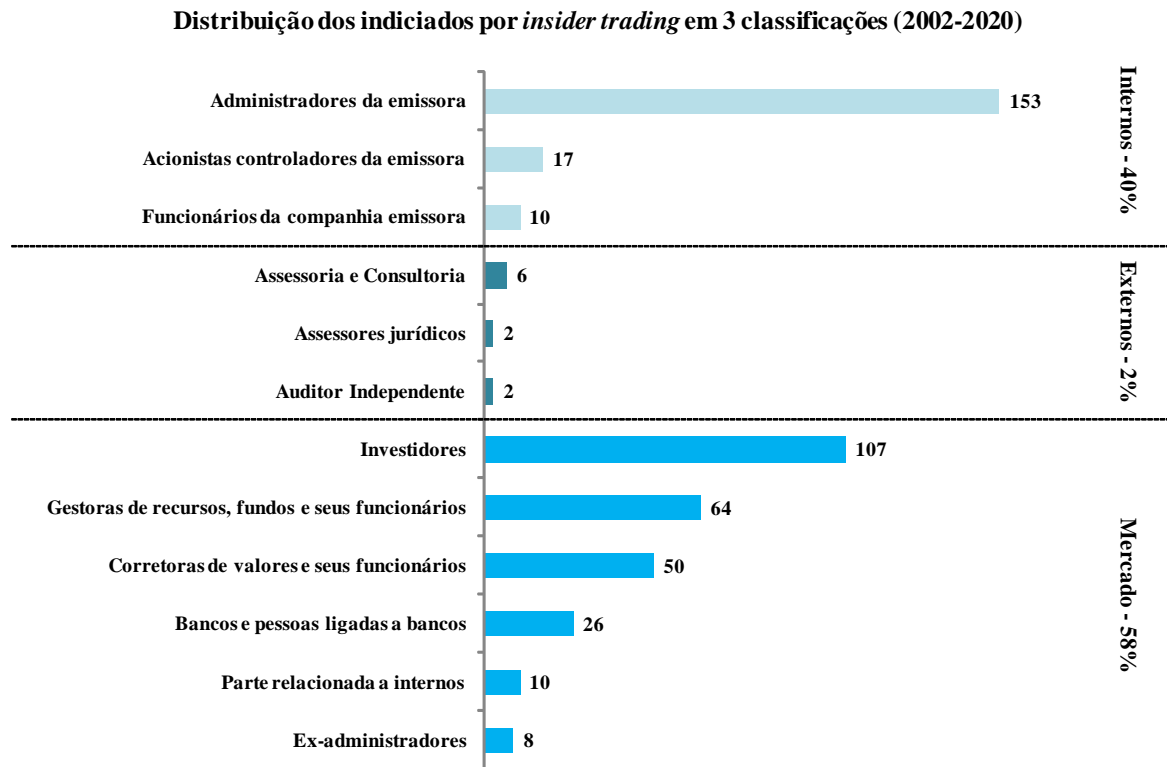
**Distribuição de punições e absolvições por *insider trading* em 3 classificações (2002-2020)**



Fonte: Elaborado pelo autor

Para uma análise ainda mais detalhada a respeito dos indivíduos indiciados nos PAS julgados que foram selecionados para este estudo, o gráfico a seguir (12), identifica quais atores compõem cada uma das categorias mencionadas anteriormente: agentes internos, agentes externos e agentes de mercado.

**Gráfico 12:** Distribuição dos indiciados por *insider trading* em 3 classificações (2002-2020)



Fonte: Elaborado pelo autor

É possível notar que apesar do percentual de indiciados do mercado (58%) ser maior do que o dos indiciados internos (40%), a subcategoria administradores da emissora, que compõem o grupo de agentes internos, é o que possui a maior quantidade de indiciados, totalizando 153 pessoas.

Se tratando ainda do grupo de indiciados internos, os subgrupos acionistas controladores da emissora e funcionários da companhia emissora representam uma quantidade menos expressiva, tendo 17 e 10 indiciados respectivamente.

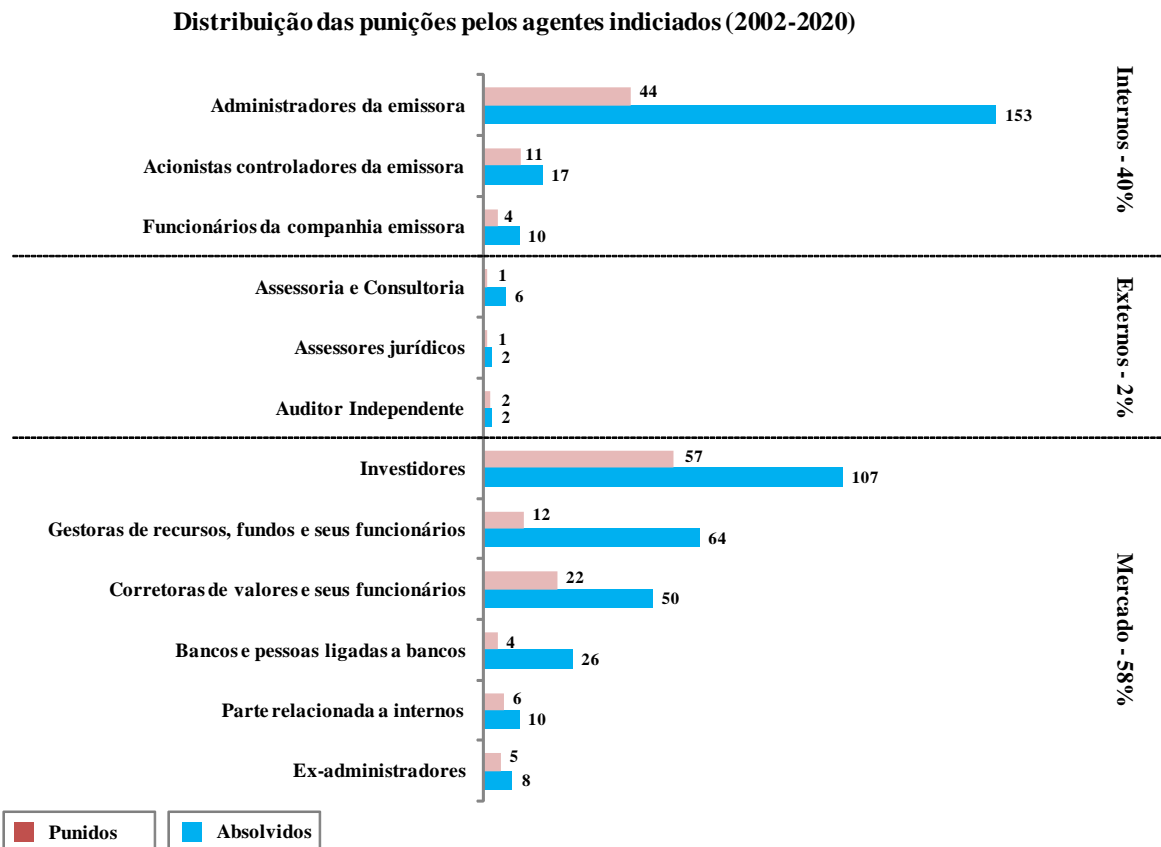
O grupo de agentes de mercado representa a quantidade total mais expressiva nesta comparação entre os grupos e se destaca principalmente pela atividade dos: investidores da companhia emissora (107), das gestoras de recursos, fundos e seus funcionários (64) e das corretoras de valores e seus funcionários (50). Por último, em uma quantidade inferior, estão os: bancos e pessoas ligadas a bancos (26), partes relacionadas à pessoas internas das companhias emissoras (10) e ex-administradores das companhias de capital aberto (8).

Por fim, o grupo de agentes externos, pessoas que foram contratadas pela companhia emissora para realizar algum tipo de serviço, representa uma quantidade muito inferior em comparação aos outros grupos. 6 indiciados fizeram trabalhos de assessoria e consultoria,

enquanto 2 desempenharam a função de assessores jurídicos da companhia e 2 auditores independentes.

A seguir, o gráfico 13, apresenta quantos dos indiciados de cada subgrupo receberam algum tipo de sanção pela CVM.

Gráfico 13: Distribuição das punições pelos indiciados por *insider trading* em 3 classificações (2002-2020)



Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto ao grupo de indiciados internos, a ênfase das punições fica no grupo de pessoas ligadas à administração das companhias emissoras, uma vez que 44 deles sofreram algum tipo de sanção pelo órgão regulador. Enquanto o subgrupo dos acionistas controladores e dos funcionários da companhia tiveram 11 e 4 indiciados punidos, respectivamente. Em resumo, vale mencionar que neste grupo tiveram 59 punições contra 121 absolvições, o que pode ser visto no gráfico 11, disposto anteriormente neste trabalho.

Enquanto o total de agentes punidos internos soma 59, o grupo de indiciados de mercado totaliza 106 condenações, sendo o destaque de punições dentre os três grupos. Dos 6 subgrupos que compõem a categoria dos agentes de mercado, os investidores (57), as gestoras de recursos, fundos e seus funcionários (12) e as corretoras de valores e seus funcionários (22) totalizam 91 punições. Além disso, as partes relacionadas aos internos, os ex-administradores e os bancos e pessoas ligadas à bancos representam 6, 5 e 4

condenações nesta ordem.

Por fim, no grupo de indiciados externos, o qual apresenta números bem menos expressivos do que as outras duas classificações, identificou-se 4 punições contra 6 absolvições.

Sendo assim, com o objetivo de facilitar a visualização do que foi acima mencionado, a Tabela 2, a seguir, apresenta o resumo da distribuição de punições e absolvições em cada subgrupo.

**Tabela 2:** Resumo das punições e absolvições aplicadas pela CVM (2002 a 2020)

		Punidos	Absolvidos	Total
<b>Internos</b>	Administradores da emissora	44	109	153
	Acionistas controladores da emissora	11	6	17
	Funcionários da companhia emissora	4	6	10
<b>Externos</b>	Assessoria e Consultoria	1	5	6
	Assessores jurídicos	1	1	2
	Auditor Independente	2	0	2
<b>Mercado</b>	Investidores	57	50	107
	Gestoras de recursos, fundos e seus funcionários	12	52	64
	Corretoras de valores e seus funcionários	22	28	50
	Bancos e pessoas ligadas a bancos	4	22	26
	Parte relacionada a internos	6	4	10
	Ex-administradores	5	3	8
<b>Internos</b>		<b>59</b>	<b>121</b>	<b>180</b>
<b>Externos</b>		<b>4</b>	<b>6</b>	<b>10</b>
<b>Mercado</b>		<b>106</b>	<b>159</b>	<b>265</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Observa-se com este estudo que a atividade punitiva da Comissão de Valores Mobiliários quanto ao ilícito do *insider trading* evoluiu consideravelmente ao longo dos anos, o que pode ser confirmado nas 3 fases delimitadas nesta pesquisa: 1) 1965 a 1976; 2) 1976 a 2001 e 3) 2001 até os dias atuais.

Diante de tudo que foi abordado, conclui-se que a atividade desta agência reguladora é dinâmica e a sua evolução tende a acompanhar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Verifica-se a existência de doutrinas contrárias à vedação do uso de informação privilegiada que alegam as dificuldades de identificar, processar e julgar os crimes envolvendo o *insider trader*. Apesar de ser um sistema punitivo complexo e com possíveis lacunas, a CVM, ao optar pela vedação deste ato, assegura práticas comerciais equitativas que além de proporcionarem maior credibilidade ao mercado, também garantem um ambiente de igualdade de oportunidades entre os seus investidores.

Mediante este trabalho confirma-se que a atividade punitiva da CVM relativa à prática do *insider trading* não é uma matéria passível de ser ignorada visto o seu percentual dentre todos os PAS julgados pelo colegiado da autarquia. Apesar de não haver uma grande variação na quantidade de casos julgados por ano, no período de 2002 a 2020, é perceptível um caráter contínuo revelando assim uma preocupação perene do órgão regulador quanto a esta matéria.

Como se pode constatar nesta monografia, apenas 37% dos indiciados pelo uso indevido de informação privilegiada foram, de alguma maneira, punidos. Porém, o alto percentual de indivíduos absolvidos não significa necessariamente uma negligência por parte do regulador, uma vez que muitos dos PAS indiciam mais de uma pessoa e nem sempre todas se utilizaram da informação privilegiada para obter vantagem indevida no mercado, identifica-se portanto que em um mesmo processo pode haver indivíduos punidos e indivíduos absolvidos.

Ainda com relação à punição, foi possível detectar que dentre todas as possíveis penalidades de serem adotadas, o agente regulador aplicou em 90% dos casos multas pecuniárias como instrumento de punição administrativa. Porém, é importante ressaltar que nem sempre apenas o pagamento de uma multa inibirá uma reincidência, por isso, há quem defenda uma intensificação do uso de outras punições.

Buscou-se também identificar o perfil dos agentes indiciados. As informações levantadas revelam que o subgrupo em maior destaque é composto pelos administradores das companhias emissoras, justamente aqueles que têm o dever de informar, de diligência, de lealdade e de sigilo.

Apesar do estudo não garantir que a atuação punitiva do agente regulador desincentive a prática ilícita do *insider trading*, é possível identificar que barreiras foram impostas ao longo dos anos, a fim de limitar esta prática ilegal no mercado brasileiro. Além disso, é notório que a CVM está disposta a discutir novas propostas a fim de

intensificar e aperfeiçoar a sua atuação punitiva de combate a este ato considerado prejudicial ao mercado de valores mobiliários.

Objetiva-se com esta pesquisa despertar a importância e o papel do combate ao uso indevido de informação privilegiada pela CVM para a formação de um mercado de capitais cada vez mais justo, transparente e equitativo.

### 5.1. Sugestões para Futuras Pesquisas

Sugere-se que novos estudos sejam feitos ao longo do tempo, com o intuito de acompanhar a evolução da atividade punitiva da CVM quanto ao ilícito do *insider trading* e a evolução de sua regulamentação.

Recomenda-se um aprofundamento da pesquisa, sendo possível ir além da análise dos PAS julgados pelo colegiado da agência reguladora. Um estudo pode ser feito abrangendo o comportamento dos Termos de Compromisso instituídos entre as partes e uma análise também poderá ser feita quanto à atividade punitiva nas esferas penal e civil, que possuem suas próprias particularidades.

Este estudo se delimitou apenas ao contexto brasileiro, mas uma abordagem comparativa entre as legislações e entendimentos de outros países ao redor do mundo seria de extrema relevância, visto que este tema é pauta recorrente nas discussões de diversos nações que possuem uma estrutura de mercado de capitais desenvolvida.

## 6. BIBLIOGRAFIA

ABRASCA. **CVM prorroga audiência da Instrução 358 até 13 de novembro**. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1520-cvm-prorroga-audiencia-da-instrucao-358-ate-13-de-novembro>. Acesso em: 3 jan. 2021.

ANBIMA. **O famoso Mercado de Capitais**. Disponível em: [http://conteudo.anbima.com.br/mercado\\_de\\_capitais?\\_ga=2.139327219.1514628334.1607798210-793483648.1595291025](http://conteudo.anbima.com.br/mercado_de_capitais?_ga=2.139327219.1514628334.1607798210-793483648.1595291025). Acesso em: 12 dez. 2020.

ÂMBITO JURÍDICO. **Intervenção do estado no domínio econômico e a Constituição de 1988 sob a perspectiva de mercado**. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-constitucional/intervencao-do-estado-no-dominio-economico-e-a-constituicao-de-1988-sob-a-perspectiva-de-mercado/>. Acesso em: 20 dez. 2020.

ÂMBITO JURÍDICO. **O poder de polícia da administração pública**. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-administrativo/o-poder-de-policia-da->

administracao-publica/. Acesso em: 26 dez. 2020.

ASSAF, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

B3 BRASIL BOLSA BALCÃO. **Ações**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm). Acesso em: 14 dez. 2020.

B3 BRASIL BOLSA BALCÃO. **B3 divulga estudo sobre os 2 milhões de investidores que entraram na bolsa entre 2019 e 2020**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/investidores.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm). Acesso em: 16 dez. 2020

B3 BRASIL BOLSA BALCÃO. **Oferta subsequente de ações – Follow-on**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/#:~:text=Quando%20uma%20empresa%20faz%20sua,subsequentes%20\(follow%2Don\)..](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/#:~:text=Quando%20uma%20empresa%20faz%20sua,subsequentes%20(follow%2Don)..) Acesso em: 16 dez. 2020.

B3 BRASIL BOLSA BALCÃO. **Segmentos de listagem**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/). Acesso em: 16 dez. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em: 22 out. 2020.

BRASIL. Constituição (1988) **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: **Senado Federal**: Centro Gráfico, 1988.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 200/1967** de 26 fev. 1967. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del0200.htm#view](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm#view)>. Acesso em 26 dez. 2020.

BRASIL. **Instrução CVM nº 31/1984** de 08 fev. 1984. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst038.html>>. Acesso em 03 jan. 2020.

BRASIL. **Instrução CVM nº 358/2002** de 03 jan. 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, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>>. Acesso em 30 dez. 2020.



BRASIL. **Lei nº 4.595/1964** de 31 dez. 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/14595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14595.htm)>. Acesso em 25 out. 2020.

BRASIL. **Lei nº 4.728/1964** de 14 jul. 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em:  
< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/14728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm)>. Acesso em 12 dez. 2020.

BRASIL. **Lei nº 5.172/1966** de 25 out. 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/15172compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172compilado.htm)>. Acesso em 26 dez. 2020.

BRASIL. **Lei nº 6.385/1976** de 07 dez. 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:  
< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)>. Acesso em 12 dez. 2020.

BRASIL. **Lei nº 6.404/1976** de 15 dez. 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acesso em 16 dez. 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.457/1997** de 05 mai. 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9457.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm)>. Acesso em 03 jan. 2020.

BRASIL. **Lei nº 10.303/2001** de 31 out. 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:  
< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em 12 dez. 2020.

BORGES, Cyonil; SÁ, Adriel. **Manual de Direito Administrativo Facilitado**. 3. ed. Salvador: Editora Juspodivm, 2019.

BTG PACTUAL. **Guia completo para investir em renda variável**. Disponível em: <https://www.btgpactualdigital.com/blog/investimentos/renda-variavel/guia-completo-para-investir-em-renda-variavel>. Acesso em: 16 dez. 2020.

BÚSSULA DO INVESTIDOR. **Maiores Bolsas de Valores do Mundo: o Top 20**. Disponível em <https://www.bussoladoinvestidor.com.br/maiores-bolsas-de-valores-domundo/#:~:text=As%20duas%20maiores%20do%20mundo,empresas%20americanas%20s%C3%A3o%20negociadas%20diariamente,recuperado>. Acesso em: 24 jan. 2021.

CARVALHO, F. B . **A importância do mercado de capitais: considerações das teorias econômica e financeira**. Orientadora: Ana Elisa Périco. 2014. Graduação, Departamento de Economia, Unesp/Araraquara, São Paulo. 2014.

CARVALHO, F. J. C. D. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CVM. **Cadernos CVM - Uso indevido de informação privilegiada : insider trading**. 11. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2016.

CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

CVM. **História do Mercado de Capitais**. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html). Acesso em: 3 jan. 2021.

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019.

CVM. **Processos Sancionadores Julgados**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores>. Acesso em: 27 dez. 2020.

CORDEIRO, L. F. G. **Insider trading e o mercado de capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate**. Orientador: Julian Chediak. 2013. Graduação, Departamento de Direito, PUC - Rio, Rio de Janeiro. 2013.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de pesquisa**. 1. ed. Rio Grande do Sul: UFRGS, 2009.

GOLLO, R. D. S. **Mercado de capitais: uma contribuição para o entendimento do mercado acionário**. Orientador: Gilberto Kloeckner. 2009. Programa de pós graduação em administração, Escola de administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2009.

GOMES, G. M. C. Limites ao Controle das Agências Reguladoras pelo Tribunal de Contas da União: casos selecionados em 2018. **Revista de Direito Setorial e Regulatório**, Brasília, v. 5, n. 2, p. 109-126, out./2019.

GREGOLIN, K. *et al.* Constituição e Funcionamento das Sociedades Anônimas : Estudo em um Atacado de Peças Automotivas. **XV Mostra de Iniciação Científica, Pós-graduação, Pesquisa e Extensão**, Rio Grande do Sul, v. 1, n. 15, p. 1-7, jan./2015. Disponível em: <http://www.ucs.br/etc/conferencias/index.php/mostraucspgga/xvmostrappga/paper/viewFile/4179/1302>. Acesso em: 14 dez. 2020.

IBRI. **Atividade de Relações com Investidores**. Disponível em: <http://guiari.mediagroup.com.br/Atividade-de-Relacoes-com-Investidores/Relacoes-com-Investidores-o-que-e.aspx>. Acesso em: 3 jan. 2021.

IBRI. **Guia Educativo de Prevenção ao Insider Trading**. Disponível em: [http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3830\\_Guia-educativo-prevencao-insider-trading.pdf](http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3830_Guia-educativo-prevencao-insider-trading.pdf). Acesso em: 30 dez. 2020.

JOST, M. S. M. **Insider Trading: uma análise crítica**. Orientador: Luiz Cláudio Cristófar. 2008. Graduação, Departamento de Direito, PUC/RJ, Rio de Janeiro. 2008.

JUSTEN FILHO, M. **O direito das agências reguladoras independentes**. 1. ed. São Paulo: Dialética, 2002.

LAGE, Telder Andrade. Insider Trading: O alcance subjetivo da proibição do uso indevido de informação privilegiada. **revista jurídica da Faculdade UNA de Contagem**, Belo Horizonte, v. 1, n. 1, p. 280-300, out./2014. Disponível em: <http://revistasgraduacao.una.emnuvens.com.br/rej/article/viewFile/15/15>. Acesso em: 30 dez. 2020.

LIMA, N. D. P; BEHAR, Maxim. **Adam Smith: A Riqueza das Nações**: uma investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Friburgo, 2017.

MEDEIROS, E . **A Comissão de Valores Mobiliários e os Mecanismos de Repreensão à Prática do Insider Trading no Mercado de Capitais**. Orientador: Alexandre da Rosa. 2013. Graduação, Departamento de Direito, UFSC, Florianópolis. 2013.

MILANEZI, A. M.. **Insider Trading**: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. Orientadora: Juliana Domingues. 2015. Graduação, Departamento de Direito Público, USP, São Paulo. 2015.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Sobre a CVM**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm>. Acesso em: 26 dez. 2020.

MORESI, Eduardo. **Metodologia da pesquisa**. 1. ed. Brasília: [s.n.], 2003.

PAVIONE, L. D. S. **Exame da OAB**: todas as disciplinas. 4. ed. [S.l.]: Editora Juspodivm, 2020.

PEREIRA, José Matias. **Curso de Administração Pública**: Foco nas Instituições e Ações Governamentais. 3. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

PEROBELLI, F. F. C. Mercado de Capitais. **GV Executivo**, [s.l.], v. 6, n. 1, p. 25-30, jan./2007.

PIETRO, M. S. Z. D. **Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2013.

PIRES, P. H. M. B. A . **Insider trading**: o uso de informação privilegiada. Orientador: Roberto Trindade Junior. 2018. Graduação, Escola de Ciências Jurídicas, UNIRIO, Rio de Janeiro. 2018.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 1. ed. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 16, n. 2, p. 107-128, dez./2012.

RODRIGUES, D. D. G. **Introdução à história do pensamento econômico: Teoria econômica**. 1. ed. Rio de Janeiro: [s.n.], 2018.

SANTOS, Robson Fernando; CRUZ, V. D. S. N. D. O Crime de *Insider Trading* nas Operações de Equity Crowdfunding. **Revista da PGBC**, Brasília, v. 14, n. 1, p. 112-126, jun./2020.

SILVA, A. L. M. D. **Direito dos Mercados Financeiros - Volume 1: Mercado Financeiro, Sistema Financeiro Nacional e Instituições Financeiras**. 2. ed. Rio de Janeiro, 2009.

SILVA, P. F. D. **A CVM e o sigilo bancário na constituição brasileira: entre o direito à privacidade e o dever de proteção à poupança popular**. Orientador: Francisco Guimarães. 2013. Mestrado, Departamento de Direito, PUC - Rio, Rio de Janeiro. 2013.

SMITH, A.(1776). **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. Trad. Hugo Gama Cerqueira. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

VASCONCELLOS, M. A. S. D; GARCIA, Manuel Enriquez. **Fundamentos da Economia**. 5. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2014.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1998.

VILLARREAL, René. Economia mista e jurisdição do Estado: para uma teoria da intervenção do Estado na Economia. **Brazilian journal of political economy**, São Paulo, v. 04, n. 04, p. 62-88, out./1984.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. **Introdução à economia**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.