

INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE DOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES JULGADOS PELA CVM DE 2010 A 2019

Rogério Procópio Da Cunha - Universidade Ibirapuera

Flávia Cruz De Souza Murcia - Universidade Ibirapuera

Resumo

A utilização de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários para obtenção de benefícios econômicos é uma prática considerada crime no Brasil, denominada insider trading. Este estudo teve como objetivo analisar os processos administrativos sancionadores (PAS) julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre 2010 e 2019 relacionados à insider trading. Para tal, foram coletados 29 processos no site da CVM, com amostra final de 25 PAS. Os resultados demonstraram que há maior incidência de julgamentos sobre insider trading no ano de 2015; foi identificado um total de 122 acusados, sendo 76,2% pessoas físicas e 23,8% pessoas jurídicas; grande parte dos processos teve origem na Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários; em 15 processos houve manifestação da Procuradoria Federal Especializada; o Termo de Compromisso foi proposto em 15 processos; as decisões da CVM são, em sua maioria, voltadas à absolvição dos acusados ou ainda ao pagamento de multa.

Palavras-chave: Insider Trading, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador

Abstract

The use of privileged information in the trading of securities to obtain economic benefits is a practice considered a crime in Brazil, called insider trading. This study aimed to analyze the administrative sanctioning processes judged by the Brazilian Securities and Exchange Commission between 2010 and 2019 related to insider trading. For this, 29 processes were collected, with a final sample of 25 processes. The results showed that there is a higher incidence of judgments on insider trading in 2015; a total of 122 defendants were identified, 76.2% individuals and 23.8% legal entities; a large part of the proceedings originated from the Market and Intermediate Relations Superintendence; in 15 cases there was a manifestation by the Specialized Federal Attorney's Office; the Term of Commitment was proposed in 15 processes; the CVM's decisions are mostly aimed at the acquittal of the accused or the payment of a monetary fine.

Keywords: Insider Trading, Brazilian Securities and Exchange Commission, Sanctioning Administrative Process

INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE DOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES JULGADOS PELA CVM DE 2010 A 2019

Resumo

A utilização de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários para obtenção de benefícios econômicos é uma prática considerada crime no Brasil, denominada *insider trading*. Este estudo teve como objetivo analisar os processos administrativos sancionadores (PAS) julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre 2010 e 2019 relacionados à *insider trading*. Para tal, foram coletados 29 processos no site da CVM, com amostra final de 25 PAS. Os resultados demonstraram que há maior incidência de julgamentos sobre *insider trading* no ano de 2015; foi identificado um total de 122 acusados, sendo 76,2% pessoas físicas e 23,8% pessoas jurídicas; grande parte dos processos teve origem na Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários; em 15 processos houve manifestação da Procuradoria Federal Especializada; o Termo de Compromisso foi proposto em 15 processos; as decisões da CVM são, em sua maioria, voltadas à absolvição dos acusados ou ainda ao pagamento de multa.

Palavras-chave: Insider Trading, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador

Abstract

The use of privileged information in the trading of securities to obtain economic benefits is a practice considered a crime in Brazil, called insider trading. This study aimed to analyze the administrative sanctioning processes judged by the Brazilian Securities and Exchange Commission between 2010 and 2019 related to insider trading. For this, 29 processes were collected, with a final sample of 25 processes. The results showed that there is a higher incidence of judgments on insider trading in 2015; a total of 122 defendants were identified, 76.2% individuals and 23.8% legal entities; a large part of the proceedings originated from the Market and Intermediate Relations Superintendence; in 15 cases there was a manifestation by the Specialized Federal Attorney's Office; the Term of Commitment was proposed in 15 processes; the CVM's decisions are mostly aimed at the acquittal of the accused or the payment of a monetary fine.

Keywords: Insider Trading, Brazilian Securities and Exchange Commission, Sanctioning Administrative Process

1. INTRODUÇÃO

A negociação de valores mobiliários por parte de diretores, executivos, e grandes acionistas, que são comumente chamados de *insiders*, comanda ampla atenção da comunidade financeira. Os acadêmicos estão interessados na quantidade de informações privilegiadas que os *insiders* possuem, bem como no lucro obtido com esse conhecimento (Jaffe, 1974). Além da comunidade científica, Prado, Rachman e Vilela (2016) destacam que a obtenção de vantagens a partir da negociação de ações com base em informações não divulgadas ao mercado também é alvo do olhar atento dos reguladores e dos agentes do mercado, sem falar da literatura e do mundo cinematográfico.

No Brasil, a prática de *insider trading* é considerada crime, podendo ser julgada por três esferas: administrativa, penal e civil. Especificamente na esfera administrativa, o órgão responsável por prevenir, investigar e punir casos de *insider* é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS). Segundo a CVM (2020a), o PAS é derivado de uma investigação realizada por meio de processo administrativo de caráter investigatório. É elaborado em uma das áreas técnicas da CVM, para o qual tenham sido encontrados indícios de autoria e materialidade, relativa a alguma irregularidade ocorrida no âmbito do mercado de capitais resultando em acusação. O processo que culminou em acusação (PAS) passa, então, pelo rito processual de intimação, recebimento das defesas e sorteio do relator para julgamento pelo Colegiado da CVM, quando, em caso de condenação, serão aplicadas as penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/76.

Assim, este estudo apresenta o seguinte problema de pesquisa: como se caracterizam os PAS julgados pela CVM entre 2010 e 2019 relacionados à *insider trading*?

Para responder à referida questão de pesquisa, o objetivo geral deste estudo consiste em analisar os processos administrativos sancionadores julgados pela CVM entre 2010 e 2019 relacionados à *insider trading*.

Este estudo se justifica em três perspectivas: (i) oferece à Comissão de Valores Mobiliários uma análise dos julgamentos realizados pela própria autarquia; (ii) apresenta aos investidores e ao mercado acionário a atitude da CVM perante o crime de *insider trading*, sobretudo no que se refere às decisões tomadas; (iii) abre novas perspectivas de estudo para os acadêmicos que demonstrarem interesse pelo tema aqui debatido.

As seções seguintes deste artigo estão assim divididas: na seção 2 é apresentada a fundamentação teórica; na seção 3 são detalhados os aspectos metodológicos; a seção 4 conta com a análise dos resultados; e, por fim, a seção 5 destaca as conclusões da pesquisa.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica deste estudo está dividida em três seções, a saber: (i) *insider trading*, (ii) a CVM e o julgamento de PAS; (iii) estudos anteriores.

2.1 Insider Trading

Segundo Damodaran e Liu (1993), há evidências substanciais de que informações privilegiadas estão presentes em anúncios corporativos e que as práticas de *insider trading* são motivadas, sobretudo, por informações privadas.

Sivakumar e Waymire (1994) destacam que a negociação de títulos por *insiders* tem sido uma questão importante de política pública nos Estados Unidos nas últimas décadas. No Brasil, por outro lado, a discussão é relativamente recente. Neste sentido, Prado, Rachman e Vilela (2016) realizaram uma análise histórica do *insider trading* no Brasil, dividida em três fases, a qual é apresentada no Quadro 1.

Quadro 1 – Evolução histórica do *insider trading* no Brasil

FASE	CARACTERÍSTICAS	EXPLICAÇÃO
<p><u>1ª Fase (1965-1976):</u> Pouca regulamentação e muitas possibilidades de manipulação</p>	<p>➤ Sistema de informação precário e tímida regulação de vedação do uso de informação privilegiada</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Companhias abertas com sistemas de informação duvidosos; ▪ A elaboração das demonstrações financeiras era exigida, mas sem padronização e auditoria; ▪ 1ª norma sobre uso de informação privilegiada: Lei de Mercado de Capitais de 1965.
	<p>➤ Monitoramento precário e ausência de punição</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Órgão regulador destinava uma única pessoa de seu quadro para fiscalizar questões do mercado acionário; ▪ Inexistência de estrutura regulamentada para a atividade de custódia de ações, que, à época, eram ao portador.
	<p>➤ Incentivos para a criação do mercado de ações e crise de 1971</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Em 1967 foi criado um sistema de incentivos fiscais, pelo qual os contribuintes poderiam escolher investir os valores devidos a título de imposto de renda no mercado de capitais; ▪ O resultado foi a crise de 1971, decorrente da desenfredda especulação nas bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo.
<p><u>2ª Fase (1976-2001):</u> Marco regulatório e primeiros casos</p>	<p>➤ Criação da CVM</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei nº 6.385/1976 criou a CVM; ▪ Competência para fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que participam e aos valores negociados; ▪ Atribuição de punir as irregularidades praticadas pelos agentes do mercado.
	<p>➤ Novo sistema informacional e vedação do uso de informação privilegiada</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei nº 6.404/76: padronização das demonstrações financeiras, necessidade de auditoria e divulgação pela imprensa, e vedação ao uso de informação privilegiada; ▪ Lei nº 6.385/76: determinou ampla divulgação das informações pela companhia emissora de valores mobiliários; ▪ Criado um dispositivo legal que obriga manter em sigilo a informação relevante ainda não divulgada e a vedação de obter vantagem com a mesma, mediante a compra ou venda de valores mobiliários; ▪ O marco regulatório apoiava-se no dever

		de informar, no estabelecimento de normas de conduta, e a previsão expressa de ferramental para o investidor buscar o ressarcimento de prejuízos.
	➤ Primeiros casos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Julho de 1977: primeiro caso de suspeita de uso de informação privilegiada (Kibon); ▪ Outro caso de repercussão chamou a atenção para a possível prática de manipulação de mercado e <i>insider trading</i> (Petrobrás); ▪ Nenhum dos casos acima resultou em penalidades; ▪ 1979: primeira atividade sancionadora formal (penalidade de multa).
<p>3ª Fase (2001 até dias atuais): Complexidade do sistema e crescimento da atividade punitiva</p>	➤ Criminalização e reforço regulatório	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2001: conclusão da reforma da legislação de mercado de capitais; ▪ Criminalização do <i>insider trading</i> para as pessoas com obrigação de manter sigilo da informação ainda não divulgada ao mercado, com previsão de pena de reclusão e multa; ▪ Lei nº 10.303/2001: duas novas normas sobre uso de informação privilegiada fora do âmbito criminal; ▪ Instrução CVM nº 358/2002: regulamentação sobre atos e fatos relevantes; ▪ Instrução CVM nº 400/2002: adoção de padrões contábeis internacionais; ▪ Instrução CVM nº 480/2009: inserção do Formulário de Referência.
	➤ Punição pelo uso de informação privilegiada na via administrativa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2002 a 2015: CVM julgou 764 processos administrativos sancionadores, sendo 50 relacionados à <i>insider trading</i>.

Fonte: Adaptado de Prado, Rachman e Vilela (2016).

2.1.1 Insider Trading na Esfera Civil

No Brasil, no que se refere à esfera civil, a prática de *insider trading* ocasiona a responsabilização do *insider* pela recomposição dos prejuízos causados aos investidores. Os *insiders*, neste caso, são as pessoas que se encontram efetivamente dentro das companhias (administradores, diretores, acionistas controladores, empregados da empresa). Isso se justifica pelo fato de que são estas pessoas que estão submetidas ao princípio do *disclosure*, ou seja, da evidenciação das informações. Contudo, a partir do §4º do artigo 155 da Lei

6.404/76, incluído pela Lei 10.303/01 – que veda a qualquer pessoa a utilização de informação relevante ainda não divulgada, com a finalidade de se obter vantagem no mercado de valores mobiliários –, infere-se que a responsabilidade civil pode incidir sobre qualquer pessoa (Eizirik *et al.*, 2008).

Para determinar o valor a ser indenizado, é adotada a regra exposta no Parecer/CVM/SJU nº 45/84, o qual menciona que o prejuízo da comunidade investidora é a contrapartida do lucro obtido pelo *insider*, em negociação realizada em período anterior ao da divulgação da informação privilegiada (CVM, 1984). Assim, o montante indenizatório pode ser calculado com menor subjetividade e maior precisão.

2.1.2 Insider Trading na Esfera Penal

Quanto à esfera penal, o Brasil foi um dos últimos países a inserir um normativo relacionado à *insider trading*. A Lei nº 10.303/01 alterou a Lei nº 6.385/73 e classificou tal prática como crime, além de incluir pena para o autor, conforme redação abaixo:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo (BRASIL, 2001).

Assim, pode-se afirmar que a criminalização da prática de *insider trading* foi introduzida há cerca de 20 anos, apesar do mercado de capitais brasileiro ter iniciado suas atividades há mais de 40 anos.

2.1.3 Insider Trading na Esfera Administrativa

Já na esfera administrativa, a prática de *insider trading* no Brasil é julgada pela Comissão de Valores Mobiliários, órgão fiscalizador e regulador do mercado de capitais, por meio da Instrução CVM nº 358/02.

Dessa forma, entende-se que pessoas relacionadas a companhias de capital aberto que utilizarem informações privilegiadas em benefício próprio ou de terceiros estão sujeitas a condenações em três esferas da justiça brasileira: civil, penal e administrativa.

Este estudo tem como foco se aprofundar na via administrativa, utilizando-se dos julgamentos já realizados pela CVM relativos a *insider trading*.

2.2 A CVM e o Julgamento de PAS

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 07/12/1976 pela Lei nº 6.385/76 com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. É uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, 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 (CVM, 2020b).

De acordo com o art. 8º da Lei nº 6.385/76, compete à CVM:

- I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedade por ações;
- II - administrar os registros instituídos por esta Lei;
- III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
- IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;
- V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório (BRASIL, 1976).

Relacionado ao inciso III do artigo acima citado, compete à CVM instaurar processos administrativos, com o objetivo de apurar possíveis infrações no âmbito do mercado de capitais. Tal investigação pode resultar em procedimentos de prevenção e orientação (Ofício de Alerta e Stop Order), ou processos administrativos investigativos ou sancionadores (Inquérito Administrativo e PAS).

Em se tratando dos processos administrativos sancionadores (PAS) especificamente, estes são em sua maioria julgados pelo Colegiado da CVM e tramitados pelo Rito Ordinário.

Importante ressaltar que atualmente esta atividade sancionadora é regulada pela Instrução CVM 607, a qual dispõe sobre apuração de infrações administrativas, rito dos processos administrativos sancionadores (PAS), aplicação de penalidades, termo de compromisso e acordo administrativo em processo de supervisão. Tal normativo reflete as inovações trazidas pela Lei 13.506/17, além de consolidar outros dispositivos que tratam da atuação sancionadora da CVM, tais como as Deliberações CVM 390, 538 e 542, bem como a Instrução CVM 491.

A autarquia destaca as principais mudanças em relação ao regime do PAS anteriormente vigente, presentes no Quadro 2.

Quadro 2 – Alterações trazidas pela Instrução CVM 607/19

(i) Estabelecimento de parâmetros para a decisão das superintendências a respeito da não instauração de processo administrativo sancionador, quando decidirem pela utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julguem mais efetivos.
(ii) Adoção do meio eletrônico como regra para comunicação dos atos processuais perante os acusados, tanto no caso da citação quanto das demais intimações realizadas.
(iii) Publicação de atos processuais do Diário Eletrônico no site da CVM, em substituição à publicação atualmente realizada no Diário Oficial da União.
(iv) Possibilidade da superintendência responsável pelo processo apresentar nova manifestação após a apresentação da defesa.
(v) Definição de critérios para a dosimetria das penalidades fixadas com fundamento no art. 11, § 1º, I, da Lei 6.385/76 (que permite a aplicação de multa de até R\$ 50 milhões), de acordo com o grau de gravidade da conduta.
(vi) Ampliação do rol de infrações sujeitas ao rito simplificado.
(vii) Regulamentação do procedimento aplicável aos acordos administrativos em processo de supervisão introduzidos pela Lei 13.506/17.

Fonte: CVM (2020c).

2.3 Estudos Anteriores

Os estudos anteriores analisados demonstram a atuação sancionadora da CVM, tanto relacionada ao julgamento de processos de *insider trading*, bem como a outros temas.

Medeiros (2012) analisou o regime de responsabilidade do controlador na Lei das S.A., notadamente os artigos 115, 116 e 117, e como esses dispositivos vêm sendo aplicados pela CVM. O estudo considerou 36 processos administrativos sancionadores relativos a abuso de poder de controle julgados pela autarquia de 2004 a 2011. Os resultados demonstraram que: o número de casos sobre abuso de poder de controle é inferior a 8%; o prazo entre o abuso e o julgamento é bastante longo; a maioria dos processos é instaurada por meio de reclamações encaminhadas por terceiros, sobretudo acionistas minoritários; por fim, as hipóteses mais frequentes de abuso são as transações com partes relacionadas e, em segundo, a violação a direitos de acionistas minoritários.

Farias, Freitas e Vicente (2015) avaliaram 39 processos administrativos sancionadores (PAS) julgados pela CVM, no período de 2000 a 2013, referentes à *insider trading*. Foram indiciadas 201 pessoas sendo a maioria absolvida (65,7%). Contudo, em 61% dos processos houve pelo menos um réu condenado. No que se refere a penas, a multa foi a sanção mais aplicada pela CVM, totalizando um montante de R\$ 51 milhões. Os autores concluíram conclui-se que é importante que tal prática seja combatida no Brasil, e que novos mecanismos sejam criados para auxiliar as investigações da CVM.

Mello *et al.* (2017) objetivaram compreender, por meio da análise dos processos administrativos sancionadores julgados, o papel da CVM como fiscalizadora da qualidade da informação contábil entre os anos de 2014 a 2016. Para tal, foram analisados 158 processos, totalizando 720 acusados, com 83% de condenação. O principal motivo foi atuação irregular do administrador de carteiras de valores mobiliários. Contudo, a penalidade mais imposta foi a de advertência, sinalizando a falta de diligência no trato com o mercado e, consequentemente, com o usuário da informação.

Emoingt e Szuster (2019) investigaram os Processos Administrativos Sancionadores e as penalidades recentemente aplicadas pela CVM em julgados no período de 2016 a julho de 2018, por uso de informação privilegiada. Os autores também objetivaram responder algumas questões: como a CVM tem se posicionado em seus julgamentos? Como têm sido aplicadas as punições por uso indevido de informação privilegiada? Foram analisados 16 processos e os principais resultados evidenciaram 36 acusados, sendo 25 condenados (69,44%) e 11 absolvidos (30,56%); quanto ao tempo de duração dos processos analisados, 62,5% tramitaram por 3 a 4 anos; as multas aplicadas foram desde R\$ 20.962,76 até R\$ 21.013.228,00.

Rosa (2019) analisou os efeitos da prática de *insider trading* na esfera administrativa por meio da atuação da JBS S.A. no mercado acionário. O autor discutiu diversos conceitos inerentes à temática e demonstrou a operacionalização do processo administrativo por meio de um caso prático.

3. METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, a presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, uma vez que tem como objetivo descrever as características de uma amostra de processos administrativos. No que se refere aos procedimentos técnicos, é um estudo do tipo documental, pois se buscou informações em documentos que não receberam um tratamento analítico (Gil, 2008).

Os dados utilizados são do tipo secundário, pois foram retirados dos processos administrativos que compõem a amostra. Estes, por sua vez, foram coletados no site da CVM, no link 'Pesquisa: Jurisprudência CVM'. Na sequência, foi acionado o link 'Processos Julgados – Decisões de Julgamentos'. Nesta página foi digitado '*insider trading*' no campo 'Termo', selecionada a data de 01/01/2010 a 31/12/2019 e clicado em 'Buscar'.

Para a codificação das informações presentes nos processos foi utilizada a técnica de análise de conteúdo proposta por Bardin (2010). A autora menciona que se trata de um conjunto de técnicas de análise de comunicações, o qual, por meio de procedimentos objetivos e descritivos do conteúdo, permite inferir conhecimentos sobre o tema estudado. Tais inferências podem gerar indicadores quantitativos ou qualitativos.

Assim, nos processos administrativos que compuseram a amostra, foram coletadas informações como: perfil dos acusados, onde o processo se originou, apresentação de defesa, presença da Procuradoria, assinatura de termo de compromisso, tipos de decisões, multas e respectivos valores.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

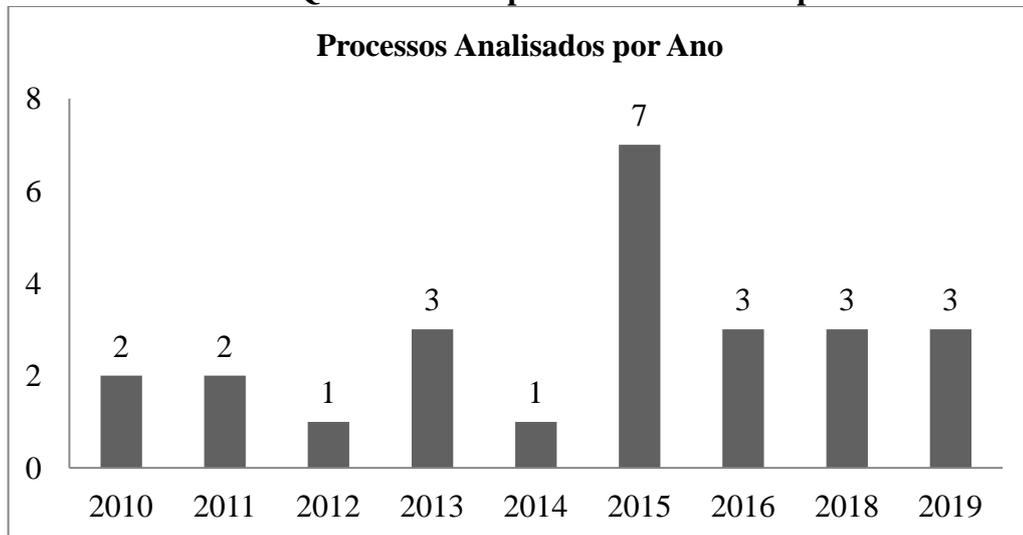
Esta seção do estudo está dividida em sete subseções, a saber: (i) quantidade de processos por ano; (ii) acusados; (iii) origem do processo; (iv) defesa; (v) manifestação da procuradoria; (vi) termo de compromisso; e (vii) decisão e penalidades.

4.1 Quantidade de Processos por Ano

Inicialmente, foram encontrados 29 processos administrativos sancionadores relacionados à *insider trading* e julgados no período de 2010 a 2019. Contudo, observou-se que quatro deles se repetiam, os quais foram excluídos para que os resultados do estudo não

fossem enviados. Dessa forma, foram analisados 25 processos no período de 2010 a 2019, conforme demonstrado no Gráfico 1.

Gráfico 1 – Quantidade de processos analisados por ano

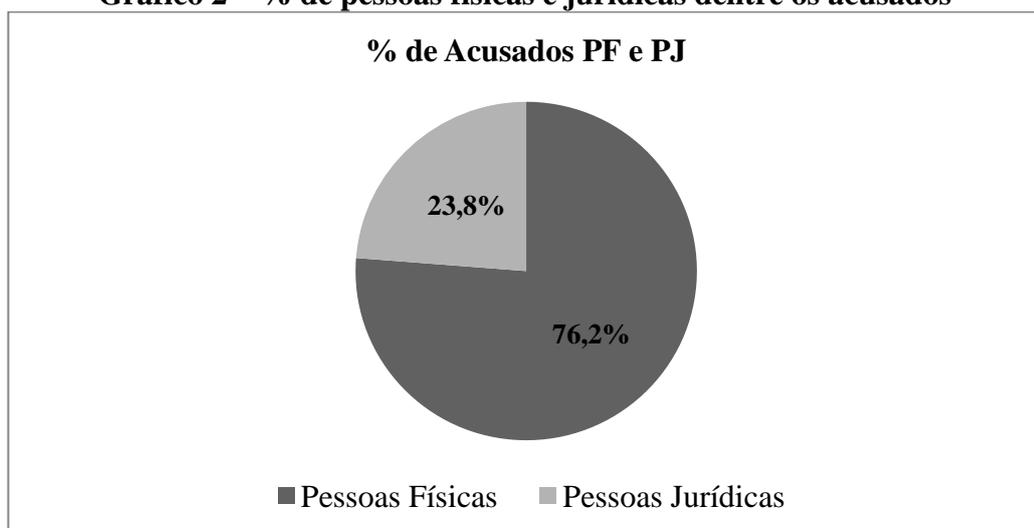


A partir do Gráfico 1 pode-se observar uma estabilidade ao longo dos anos, exceto no ano de 2015, o qual contou com sete processos julgados referentes a *insider trading*. Ressalta-se que esta análise considerou a data do julgamento dos processos, e não quando estes tiveram início na CVM.

4.2 Acusados

Foi identificado um total de 122 diferentes acusados. O Gráfico 2 apresenta o percentual de pessoas físicas e jurídicas dentre o total de acusados.

Gráfico 2 – % de pessoas físicas e jurídicas dentre os acusados



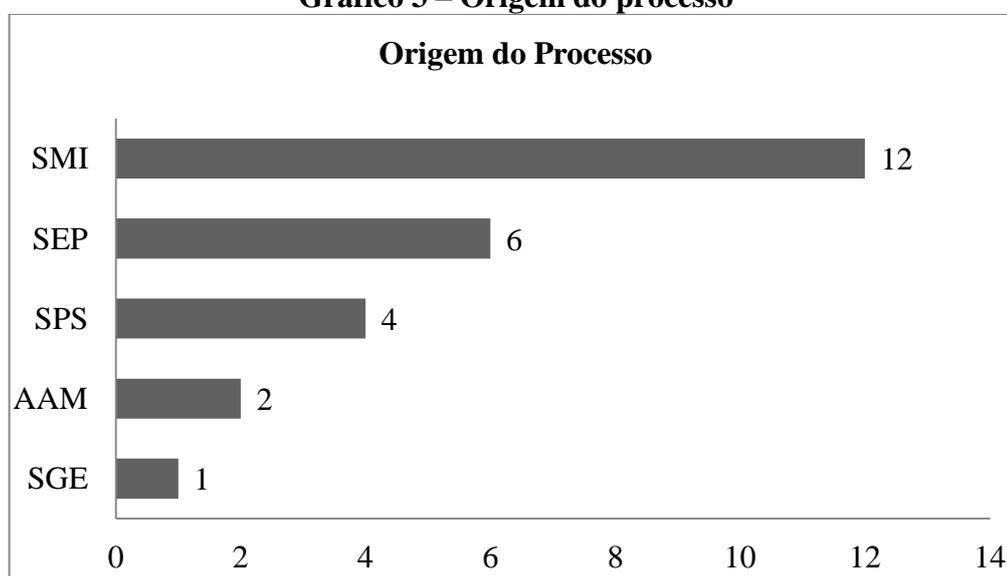
Do total de 122 acusados, 93 são pessoas físicas e 29 pessoas jurídicas, resultando no percentual acima demonstrado. Como esperado, mais de $\frac{3}{4}$ dos acusados são pessoas físicas, as quais possuem acesso à informação privilegiada e que podem obter vantagens econômicas ilícitas.

Ressalta-se, ainda, que nenhum acusado foi apontado em mais de um processo dentre os analisados nesta amostra.

4.3 Origem do Processo

Os processos administrativos sancionadores costumam ter origem em alguma das superintendências da CVM ou ainda pela área de acompanhamento de mercado da referida autarquia. Esta análise é apresentada no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Origem do processo



A partir da ilustração acima é possível afirmar que grande parte dos processos sancionadores administrativos analisados (12 deles) foram originados na Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI). Isso faz total sentido, uma vez que a prática de *insider trading* se relaciona com a utilização de informações, muitas vezes por agentes intermediários, antes destas serem divulgadas ao mercado.

Outros seis processos se originaram na Superintendência de Relações com Empresas, enquanto que quatro deles iniciaram na Superintendência de Processos Sancionadores (SPS). Por fim, a Área de Acompanhamento de Mercado da CVM deu origem a dois processos e a Superintendência Geral a apenas um deles.

4.4 Defesa

Em todos os processos analisados foi apresentada defesa por pelo menos um dos acusados. Quando o processo conta com mais de um acusado, é comum os advogados protocolarem uma defesa conjunta, além das defesas individuais.

As justificativas apresentadas pelos acusados são as mais diversas, sendo algumas aqui mencionadas:

- Inexistência de fato preciso ou conclusivo a ser divulgado ao mercado;
- Não foi auferida vantagem econômica pelo acusado, ou ainda, a operação gerou prejuízo ao mesmo;
- Pretensão punitiva já prescrita;
- Valor das ações e quantidades compradas eram irrelevantes;
- A baixa liquidez da ação gerava volatilidade;
- As tratativas sobre uma eventual fusão/aquisição já eram conhecidas pelo mercado;
- Inexistência de elemento comprobatório do uso de informação privilegiada;
- Todas as operações realizadas tiveram como suporte análises gráficas e fundamentalistas, dentre outras.

4.5 Manifestação da Procuradoria

Dos 25 processos analisados, em 15 deles foi mencionada a manifestação da Procuradoria Federal Especializada (PFE). A Tabela 1 demonstra o normativo utilizado pela PFE e em quantos processos este foi utilizado.

Tabela 1 – Normativo utilizado pela PFE

Normativo	Processos	Descrição do Artigo
Arts. 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08	10	<p>Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:</p> <p>I – nome e qualificação dos acusados;</p> <p>II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;</p> <p>III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;</p> <p>IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e</p> <p>V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.</p> <p>Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.</p> <p>Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:</p> <p>I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado</p>

		voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.
Art. 13, da Instrução CVM nº 358/02	1	Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.
Art. 116 da Lei nº 6.404/76	1	Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.
§1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76	1	§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.
Art. 10 da Deliberação CVM nº 538/08	1	Art. 10. Compete ao Superintendente Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, verificada a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes; e II – a outros órgãos e entidades da administração pública, quando verificada a ocorrência de ilícito em área sujeita à fiscalização destes, ou indícios de sua prática. Parágrafo único. A PFE emitirá parecer sobre a comunicação ao Ministério Público e sobre quaisquer outras propostas de comunicação.

<p>Art. 27-D da Lei nº 6.385/76</p>	<p>1</p>	<p>Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.</p>
--	----------	--

Em dez processos sancionadores administrativos, dentre os 15 em que foi apresentada manifestação da procuradoria, os normativos utilizados pela PFE foram os artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08. Estes se referem à necessidade de produção de relatório com diversos requisitos, bem como ressaltam a importância das investigações antes da formulação da acusação. A partir da análise realizada, percebe-se a obediência a estes normativos, no sentido que em todos os processos analisados contam com as condições estabelecidas nas alíneas do artigo 6º supracitado.

4.6 Termo de Compromisso

No que se refere ao instrumento do Termo de Compromisso, este foi oferecido pelos acusados em 15 dos 25 processos analisados. Contudo, foram aceitos pela CVM apenas nove deles, sendo seis rejeitados.

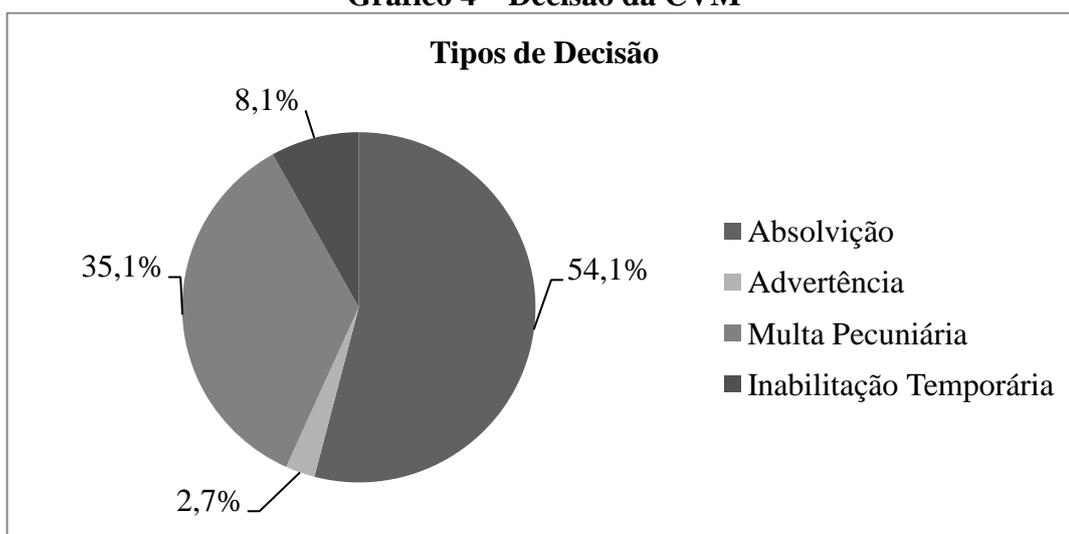
Outra informação interessante se refere ao perfil dos acusados que propuseram Termo de Compromisso dentre esses 15 processos: 25 se tratavam de pessoas físicas e seis eram pessoas jurídicas.

O total oferecido pelos acusados nas propostas de Termo de Compromisso e aceito pela CVM gira em torno de R\$ 1 milhão, além da não aquisição de ações de uma empresa por determinado tempo.

4.7 Decisão da CVM

Nos processos administrativos sancionadores analisados foi observada a incidência de quatro tipos de decisão por parte da CVM: (i) absolvição; (ii) advertência; (iii) inabilitação temporária; (iv) multa pecuniária. O Gráfico 4 detalha estas evidências.

Gráfico 4 – Decisão da CVM

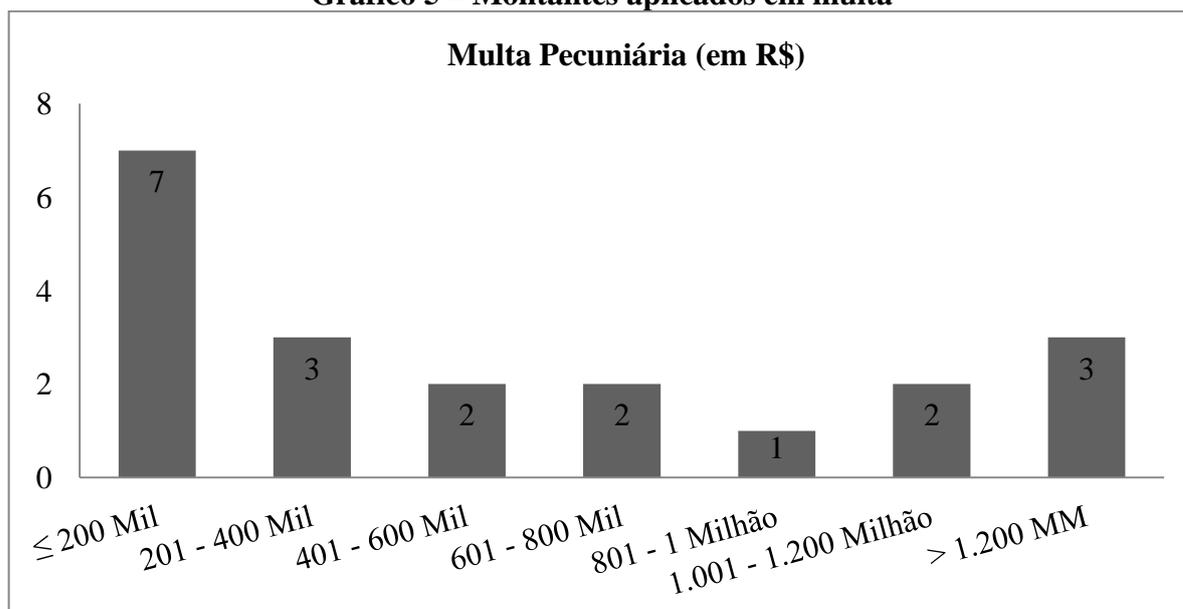


Em primeiro lugar, é importante mencionar que um mesmo processo, por conter diferentes acusados, pode apresentar diversas decisões por parte da CVM. Por exemplo, considerando um processo com dois acusados: um deles pode receber a penalidade de multa pecuniária, enquanto que o outro pode ser absolvido. Por isso, foram observadas 37 decisões dentre os 25 processos analisados.

Dessa forma, em 20 processos algum dos acusados foi absolvido (ou mais de um deles), representando 54,1% das decisões. A multa pecuniária, por sua vez, esteve presente em 13 processos (35,1% do total de decisões). A penalidade de inabilitação temporária foi observada em três processos (8,1%), enquanto que a advertência em apenas um deles (2,7%).

Especificamente no que se refere à multa pecuniária, a análise do Gráfico 5 objetivou verificar os montantes aplicados a título de penalidade.

Gráfico 5 – Montantes aplicados em multa



Importante destacar que a multa pecuniária foi aplicada em 13 processos (como já descrito anteriormente), mas esta penalidade foi aplicada para 20 acusados.

A partir do gráfico acima, percebe-se que boa parte das multas estipuladas se encontra concentrada em valores de até R\$ 200.000,00, o que pode sugerir sanções brandas por parte do órgão regulador, dado o caráter prejudicial do crime de *insider trading* ao mercado de capitais e aos investidores em geral.

5. CONCLUSÕES

Este estudo teve como objetivo analisar os processos administrativos sancionadores julgados pela CVM entre 2010 e 2019 relacionados à *insider trading*. Para a consecução do objetivo, foram coletados no site da autarquia todos os processos referentes à *insider* julgados no período mencionado. Obteve-se, então, um total de 29 processos, sendo que quatro deles foram inseridos no sistema da CVM duplamente, sendo necessária sua exclusão. Assim, a amostra final contou com 25 processos, os quais foram analisados pelas seguintes categorias: (i) quantidade de processos por ano; (ii) acusados; (iii) origem do processo; (iv) defesa; (v) manifestação da procuradoria; (vi) termo de compromisso; e (vii) decisão e penalidades.

Foi observada uma maior incidência de julgamentos sobre *insider trading* no ano de 2015, apresentando estabilidade nos outros anos. Nos 25 processos analisados, contabilizou-se um total de 122 acusados, sendo 76,2% pessoas físicas e 23,8% pessoas jurídicas, o que demonstra coautoria na maioria dos processos analisados. Grande parte dos processos teve origem na Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (12 deles) que, somados aos processos iniciados pela Superintendência de Relações com Empresas (seis), totalizam 72% da amostra. Em todos os processos foi apresentada defesa por pelo menos um dos acusados, sendo que em 15 deles foi observada manifestação da Procuradoria Federal Especializada. Quanto à proposição do Termo de Compromisso, também em 15 processos este instrumento foi proposto pelo acusados, sendo seis deles rejeitados. Por fim, as decisões da CVM são, em sua maioria, voltadas à absolvição dos acusados ou ainda pelo pagamento de multa. Em muitos processos foram observadas múltiplas decisões, especialmente naqueles em que há diversos acusados. O valor das multas também foi analisado e percebe-se que uma quantidade expressiva (sete delas) foi de até R\$ 200.000,00, o que pode demonstrar que as penalidades aplicadas pela CVM ainda são leves (ou inexistentes, no caso das absolvições) para o crime de *insider trading*.

Por fim, cabe uma reflexão que pode levar a dois extremos. A primeira delas diz respeito à dificuldade, por parte da autarquia, em comprovar um ilícito deste tipo, na medida em que a prática de *insider* nem sempre pode ser corroborada por meio de provas. Tal afirmativa esteve evidente durante a análise das defesas protocoladas pelo acusados, os quais se valem de qualquer justificativa para se livrarem do processo. Por outro lado, em alguns casos, em que é notório o crime cometido, a impressão que se tem é que o órgão regulador ainda toma decisões e pune os acusados de forma bonançosa, o que pode incentivar outros a agirem da mesma forma, visto que, em uma situação dessas, “o crime compensaria”.

Como sugestão para estudos futuros, pode-se analisar os processos referentes à *insider trading* que tramitaram nas outras esferas (via civil e penal), com o intuito de verificar se as características aqui apresentadas se repetem, sobretudo no que se refere às penalidades impostas.

Referencias

Bardin, L. (2010). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.

Brasil (1976). *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 - Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Recuperado em 15 julho, 2020, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm.

Brasil (2001). *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 - Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Recuperado em 10 julho, 2020, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (1984). *Parecer/CVM/SJU nº 045*. Recuperado em 16 julho, 2020, de https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1984/Parecer_45_1984.pdf.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2020a). *Andamentos de processos*. Recuperado em 25 junho, 2020, de http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2020b). *Sobre a CVM*. Recuperado em 22 maio, 2020, de http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2020c). *Lançada norma que disciplina o processo administrativo sancionador da CVM*. Recuperado em 16 julho, 2020, de <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190617-1.html>.

Damodaran, A., & Liu, C. H. (1993). Insider trading as a signal of private information. *The Review of Financial Studies* 6(1), 79-119.

Eizirik, N., Gaal, A. R., Parente, F., & Henriques, M. F. (2008). *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar.

Farias, R. A. S., Freitas, M. M., & Vicente, E. F. R. (2015). Insider trading: como a CVM atuou entre 2000 e 2013 para inibir essa prática? *Reuna*, 20(4), 27-50.

Gil, A. C. (2008). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas.

Jaffe, J. F. (1974). Special information and insider trading. *Journal of Business*, 47(3), 410-428.

Medeiros, A. R. M. (2012). *O abuso do poder de controle nas sociedades anônimas abertas: análise das decisões da CVM*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.

Mello, L. B., Alvarenga, F. O., Marques, J. A. V. C., & Sauerbronn, F. F. (2017). Qualidade da informação contábil e os processos administrativos julgados pela CVM: uma análise entre 2014 a 2016. *Pensar Contábil*, 19(70), 24-33.

Prado, V. M., Rachman, N., & Vilela, R. (2016). *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP.

Rosa, L. A. V. (2019). *A prática de insider trading e seus efeitos na esfera administrativa: análise da atuação da JBS S.A. e seus controladores no mercado acionário*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

Sivakumar, K., & Waymire, G. (1994). Insider trading following material news events: evidence from earnings. *Financial Management*, 23(1), 23-32.