

Radiografia de *insider trading* na CVM

Viviane Muller Prado¹
Renato Vilela²

Informação privilegiada

Informação é essencial para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários e a correta formação do preço dos ativos nele negociados. Para possibilitar a igualdade de oportunidades aos participantes deste mercado e impedir que a assimetria de informação entre *insiders* e os demais investidores beneficie aqueles que possuem informação privilegiada, há disciplina jurídica específica para coibir a prática de *insider trading*.

Lei 6.404 de 1976

No Brasil, desde 1976, é vedado o uso de informações privilegiadas pelos administradores de companhias abertas (art. 155, § 1º, Lei 6.404/76), pelos controladores, com aplicação da regra de abuso do poder de controle (art. 117, Lei 6.404/76), e por qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante (art. 155, § 4º, Lei 6.404/76, redação dada em 2001).

Instrução CVM 31 de 1984

Na esfera administrativa, a Instrução CVM 31/84 reforçou a previsão legal de vedação aos administradores e controladores da utilização de informações privilegiadas para obtenção de vantagem com a negociação de valores mobiliários. O normativo da CVM estendeu esta proibição para quaisquer pessoas que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenham conhecimento de informações ainda não divulgadas ao mercado.

Instrução CVM 358 de 2002

Em 2002, a Instrução CVM 358/02 proibiu a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia, anteriormente à divulgação ao mercado de fatos relevantes, das demonstrações financeiras e operações societárias, por controladores, administradores, membros do conselho fiscal e pessoas que participem em quaisquer outros órgãos com função técnica ou consultiva (art. 13, caput). Esta Instrução deixou claro que a vedação também se aplica à pessoas externas à companhia, mas que mantém com esta relação comercial, profissional ou de confiança (art. 13, 1º).

Alteração da Lei 6.385

Em 2001, com a modificação da Lei de Mercado de Capitais (Lei 6.385/76), houve a criminalização da prática de *insider trading* (art. 27-D).

Pesquisa

Tão importante quanto identificar as regras cujo objeto é coibir o uso de informação privilegiada vigentes na nossa legislação, é conhecer como se dá o *enforcement* desta disciplina jurídica. Elaboramos pesquisa empírica com as decisões da CVM em Processos Administrativos Sancionadores entre 2002 e 2013. O resultado é apresentado em quatro grandes grupos de dados: Insider na atividade da CVM; Indiciados por *insider*; Informações privilegiadas utilizadas; e Punição da conduta.

¹Professora da Direito GV
viviane.prado@fgv.br

²Pesquisador da Direito GV
renato.vilela@fgv.br

- Para acessar o banco de dados que embasa as informações deste relatório, a metodologia de pesquisa empregada e os outros projetos do Núcleo de Mercados e Investimentos, visite nosso site: (www.nemercadoseinvestimentos.com) na seção “Projetos de pesquisa”.

Insider trading na atividade punitiva da CVM

CVM e punição dos ilícitos praticados no mercado de capitais

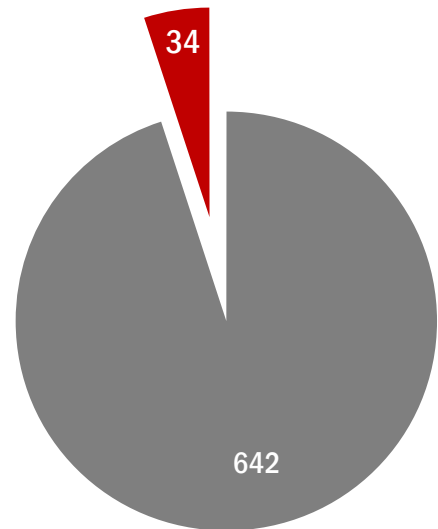
A CVM é o órgão regulador responsável por fiscalizar, monitorar e punir os agentes que praticam ilícitos no mercado de capitais brasileiro. A punição é aplicada dentro de um processo administrativo sancionador obedecendo o disposto na Lei 6.385 de 1976.

Gráfico nº 1

Casos julgados pela CVM

Dentro do período de 2002 a 2013, a CVM julgou 677 processos administrativos sancionadores em rito ordinário. Deste número apenas 34 casos envolviam o ilícito de *insider trading*, representando não mais que 5% da atividade punitiva do regulador do mercado de valores mobiliários.

São 34 casos de *insider* julgados pela CVM entre os anos 2002 e 2013, com uma média próxima a 3 casos por ano.



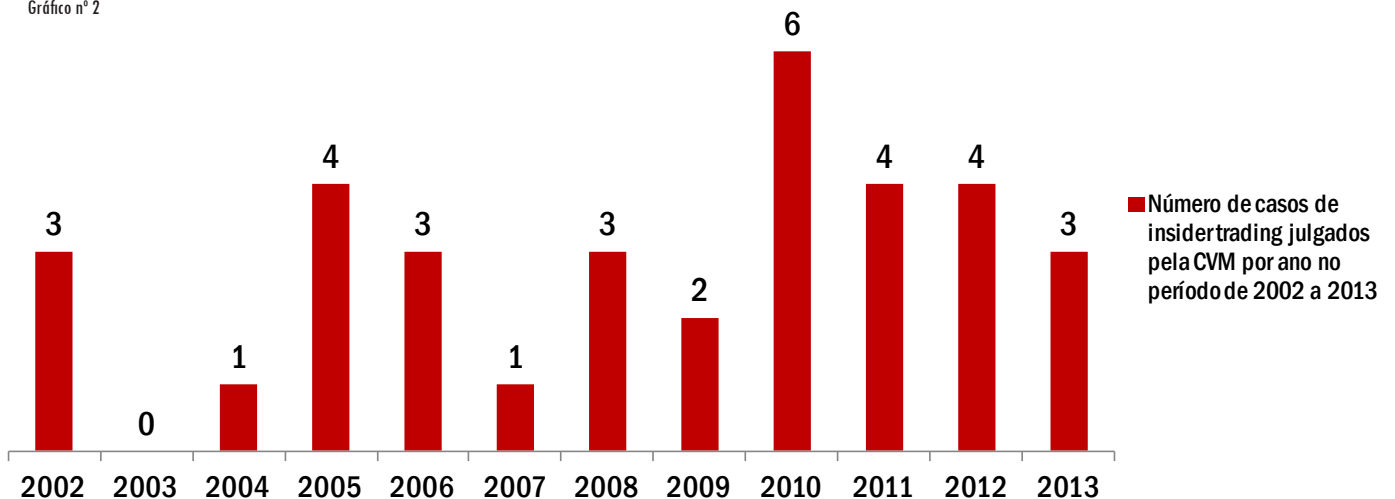
- Casos julgados na CVM sobre outros ilícitos*
- Casos de insider trading julgados na CVM*

(2002-2013)
* Rito ordinário

Casos de *insider trading* julgados por ano

Observando o número de processos envolvendo *insider* julgados pela CVM por ano, é possível perceber que não há grande variação no tempo. A CVM julga entre 2 e 4 casos de *insider trading* por ano, com exceção de 2003 e 2004 (abaixo do padrão) e 2010 (acima do padrão).

Gráfico nº 2



Indiciados por *insider* na CVM

Quem pode praticar *insider*?

Saber o número de casos julgados pela CVM não basta para conhecer a sua atividade punitiva. Muitas vezes, um processo administrativo envolve vários indiciados suspeitos de *insider*. A informação privilegiada pode ser usada para a negociação de papéis por diferentes agentes que ocupam diversas posições em relação à companhia emissora.

Número de indiciados

Ao total foram 171 indiciados pelo uso de informação privilegiada. A distribuição pelos anos é irregular.

Para além do desvio médio, o alto número em 2004 decorre de apenas um caso que envolveu 51 indiciados.

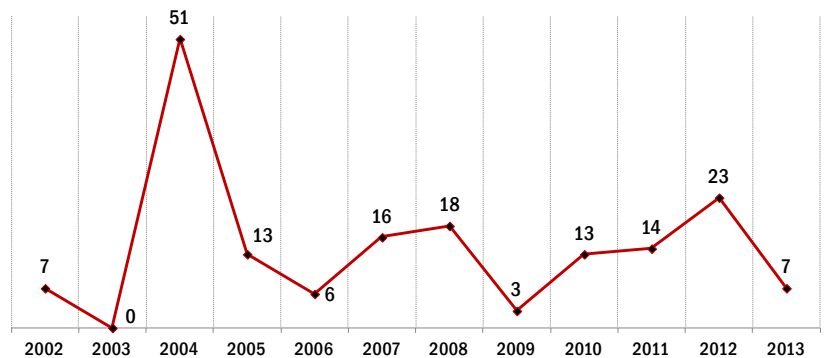


Gráfico n° 3: Número de indiciados na CVM pela prática de insider trading no período 2002-2013

Quem são os indiciados?

Os 171 indiciados pelo uso de informações privilegiadas são divididos em três categorias: (i) internos; (ii) externos e (iii) mercado.

Internos

Este primeiro grupo abriga aqueles indiciados que possuem vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados com o uso de informações privilegiadas. São seus acionistas, administradores e funcionários.

Externos

Este grupo é formado por profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora e que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada. Por exemplo, o advogado que

auxilia a compra/venda do controle de uma companhia ou consultores que ajudam no planejamento das operações.

Mercado

O terceiro grupo é residual e abriga aqueles sujeitos que não são internos ou externos, mas agentes de mercado que de alguma forma obtêm e utilizam a informação privilegiada. Por exemplo, investidores de bolsa ou corretoras de valores.

Classificação da doutrina jurídica

A doutrina jurídica divide os *insiders* entre primários e secundários. Os primários tem acesso direto à informação relevante, os secundários a recebem de alguém.

Sob esta ótica, as categorias de *insiders* internos e externos são os primários e os indiciados de mercado, secundários, pois eles recebem as informações de algum *insider* primário.

2/3 dos indiciados pelo ilícito de *insider trading* provém do mercado.

- **Posição dos indiciados**
- Agentes de mercado representam
- 2/3 do total dos indiciados nos
- processos sancionadores da CVM.
- O restante tem presença significa-
- tiva dos internos e uma fatia bem
- menos expressiva dos externos.

Mercado, 114

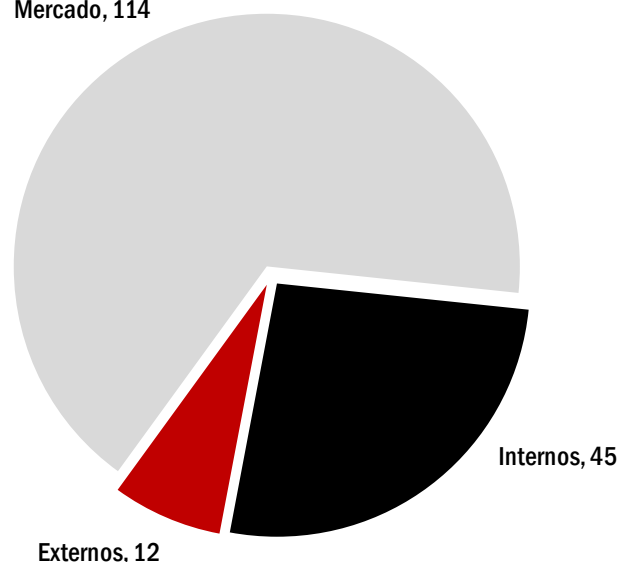


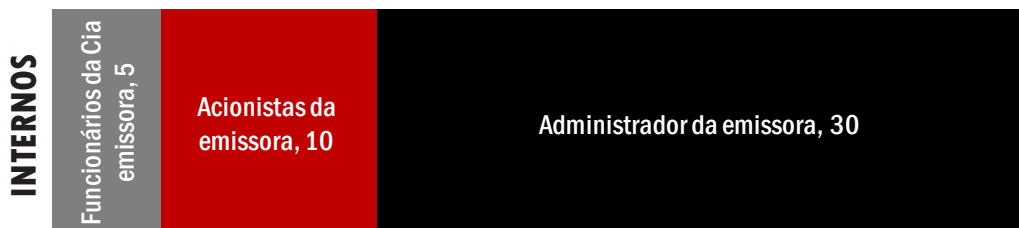
Gráfico n° 4

Indiciados por *insider* na CVM

Investigados pela CVM

Fechando o foco na atividade punitiva da CVM, é importante ter dados sobre quais atores de mercado compõe as categorias de punidos para então analisar quem se utiliza de informações privilegiadas e é sujeito à investigação da CVM.

Gráfico nº 5



MERCADO



Gráfico nº 7

Internos

Os administradores somam mais da metade dos indiciados internos. Aparecem também, em menor número, os acionistas e funcionários da emissora.

Externos

Os prestadores de serviços ligados à informação relevante aparecem em menor número se comparado com as demais categorias de indiciados. Dentre estes, são 5 indiciados ligados a serviços de consultoria, 4 que foram contratados pela emissora para trabalhos jurí-

dicos e 3 vinculados ao banco que viabilizou a operação geradora da informação relevante.

Mercado

Como consta do gráfico nº 7, os investidores e as corretoras de valores e seus funcionários, representam 2/3 dos indiciados do mercado. Os fundos e pessoas ligadas à sua administração mostram um número expressivo. Ex-administradores da companhia emissora, bancos e pessoas a ele ligadas, parentes de internos e de integrantes do mercado indiciados fecham a lista.

Gráfico nº 6



Informações privilegiadas utilizadas pelos indiciados

Informação privilegiada

O ilícito de *insider trading* envolve o conhecimento e utilização de informação não disponível no mercado, capaz de provocar oscilação no valor dos ativos. Em razão deste conhecimento privilegiado o sujeito pode negociar papéis em vantagem, de modo a obter lucro. A pesquisa buscou identificar quais são as informações utilizadas nos ilícitos de *insider* julgados pela CVM.

Quais são as informações mais utilizadas?

A alteração da estrutura de capital da empresa impacta no valor das ações. De fato, informações sobre a modificação do controle acionário, atinentes à reorganização societária das companhias, fechamento de capital e recompra de ações somam 27 dos 34 julgados, 80% do total de casos.

Outras informações que aparecem pontualmente são informações financeiras conhecidas antes da divulgação de fato relevante, com 3 casos, a notícia sobre reestruturação de dívidas, mais 3 casos, e a modificação

Gráfico nº 8



A maior parte das informações investigadas pelo regulador envolvem a modificação na estrutura de capital da companhia. Informações sobre o negócio ou sobre a situação financeira aparecem em número muito reduzido.

da estrutura de capital da companhia, com a entrada de novos sócios com 1 caso apenas.

Informação e punição

- Os indiciados foram punidos pela CVM, em maior número, por conta da utilização de informações relativas à modificação do controle acionário, 12, pelo conhecimento de informações financeiras conhecidas antes do fato relevante, 11, e pela notícia da ocorrência de reorganizações societárias, 8. A reestruturação de dívidas e a recompra de ações fizeram 5 e 2 sujeitos punidos cada.
- Não houve punição de indiciados nos casos que envolviam fechamento de capital e entrada de novo sócio.

Os indiciados foram punidos pelo uso de quais informações?

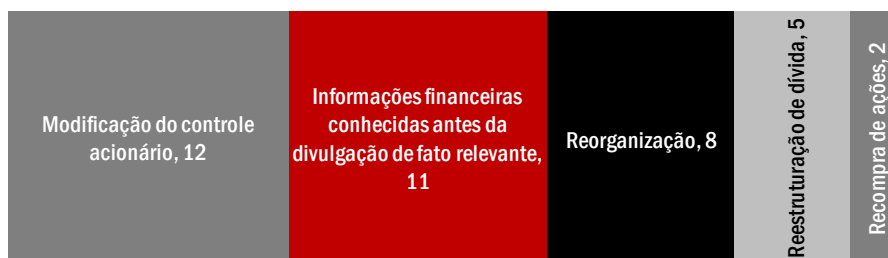


Gráfico nº 9

Apesar de poucos casos analisados, a informação financeira conhecida antes de fato relevante gerou um número razoável de punições

Punições nos casos julgados

Papel da punição

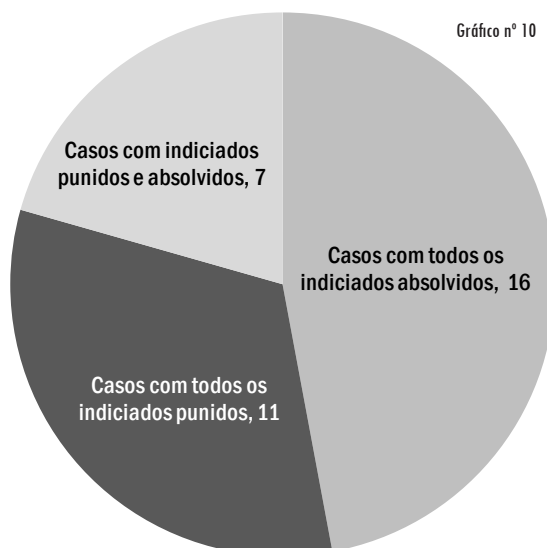
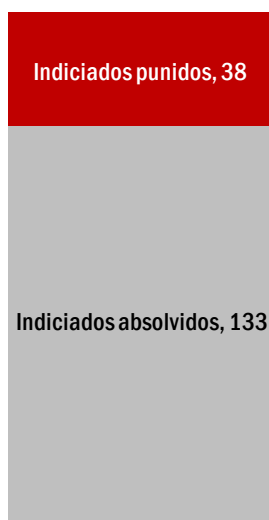
Enquanto órgão regulador a CVM deve punir os ilícitos praticados no mercado de capitais brasileiro. A aplicação de penalidades, além de ter função punitiva, sinaliza ao mercado que determinadas condutas não são aceitas. A percepção de que o *insider trading* é prejudicial ao mercado fica evidente a partir de sua criminalização em 2001.

Indiciados punidos e absolvidos

Do total de 171 indiciados pela utilização de informações privilegiadas, 38 foram punidos e 133 absolvidos. O grande número de absolvidos não indica necessariamente que a punição do ilícito de *insider* é negligenciada pelo regulador.

Este dado deve ser analisado em conjunto com o padrão de investigação da CVM, de incluir vários indiciados no polo passivo de cada processo. Um caso de 2004 chama a atenção neste sentido, em que constaram 51 indiciados e 49 foram absolvidos.

No total dos 35 processos administrativos de *insider* em 16 casos todos os indiciados foram absolvidos, em 7 houve indiciados punidos e absolvidos, em 11 julgados todos os indiciados foram punidos.



Em quase metade dos casos julgados ninguém foi punido. No entanto, a partir de 2010 é notável o aumento da média de casos julgados e indiciados punidos

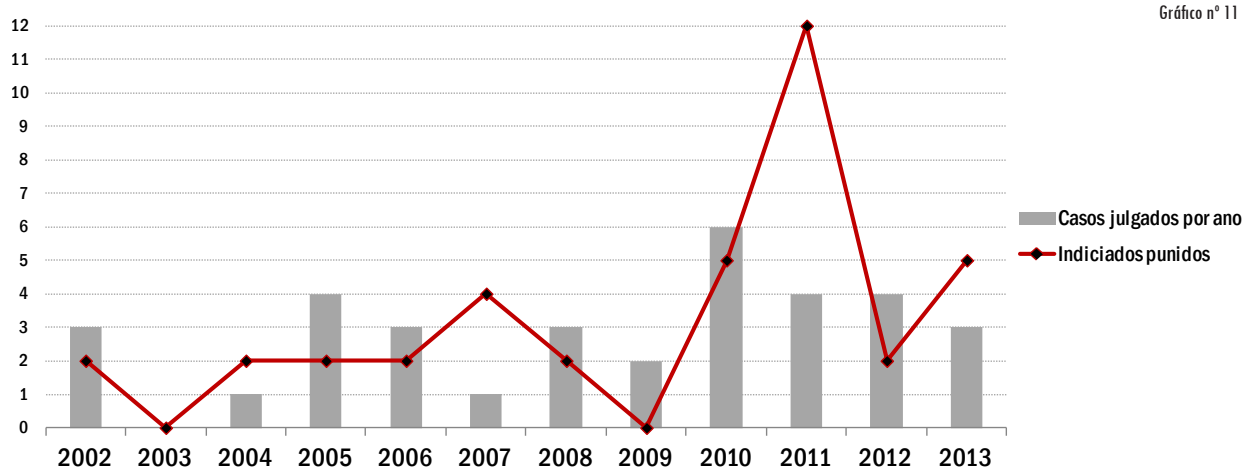
Punições ao longo dos anos

De 2002 até 2008 as punições aplicadas pela CVM aos indiciados foi praticamente constante, com baixa variação no número de casos julgados. Houve 2 indiciados punidos por ano, com exceção de 2003 e 2007. O

ano de 2009 passou sem nenhuma punição, apesar de 2 casos julgados.

A partir de 2010, é perceptível um aumento da média de casos julgados e indiciados punidos por ano. Em 2010 foram 6 casos julgados, com a punição de 5 indiciados. Em

2011, com 4 casos julgados foram 12 os indiciados punidos. Também com 4 casos julgados o ano de 2012 teve 2 indiciados punidos. Por fim, em 2013, os três casos julgados fizeram 5 indiciados punidos.



Punições e posição dos indiciados

Resultados e as categorias dos indiciados

Olhando para a totalidade dos indiciados e o resultado dos julgamentos é interessante observar se há relação entre a punição e a categoria de interno, externo ou mercado do indiciado.

Internos

Dos indiciados com vínculo interno em relação à companhia emissora, o destaque é dos administradores, foram 11 condenações.

Externos

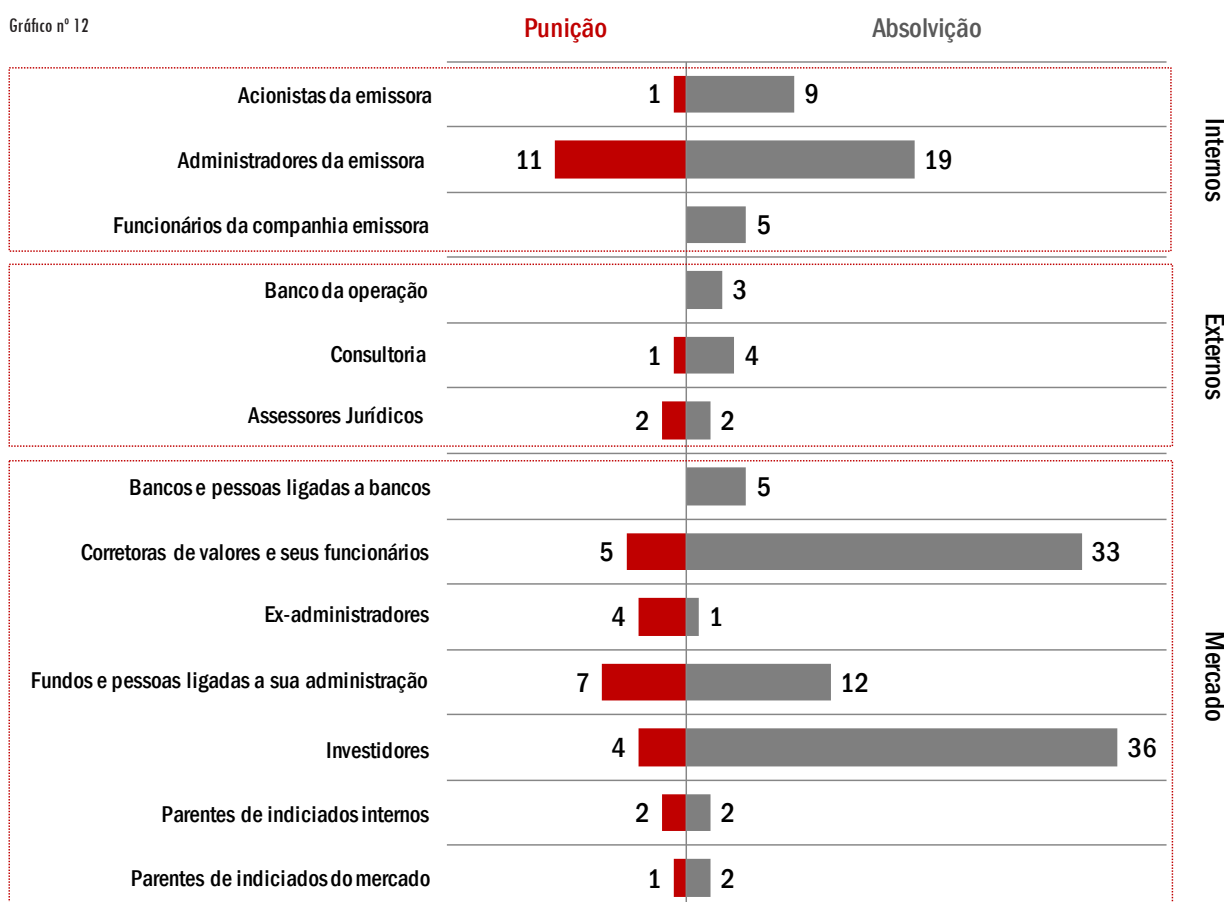
Nos indiciados externos não há bancos punidos, diferente dos assessores jurídicos, com 2 punidos entre 4 indiciados. Dos indiciados provenientes de serviços de consultoria, apenas 1 foi punido.

Mercado

O maior número de indiciados está nos sujeitos advindos do mercado. São 114 indiciados no total. O destaque fica por conta das absolvições.

Dos 40 investidores indiciados, 36 foram absolvidos, dos 38 sob a categoria de corretoras de valores e seus funcionários, somam 33 os absolvidos. Contrariando esta lógica, mas com números mais baixos, merece atenção os ex-administradores, com 4 condenações e apenas 1 absolvição.

Gráfico nº 12



Apesar do grande número de indiciados de mercado, o número de absolvições é bem alto, diferente dos indiciados internos, proporcionalmente os mais punidos.

Punições aplicadas

Penalidades conforme a Lei 6.385/76

No exercício da sua atividade punitiva a CVM pode aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades, conforme o artigo 11 da Lei 6.385 de 1976.

As multas são as penalidades mais aplicadas, as advertências vem na sequência com 5 ocorrências e as inabilitações somam 2 casos.

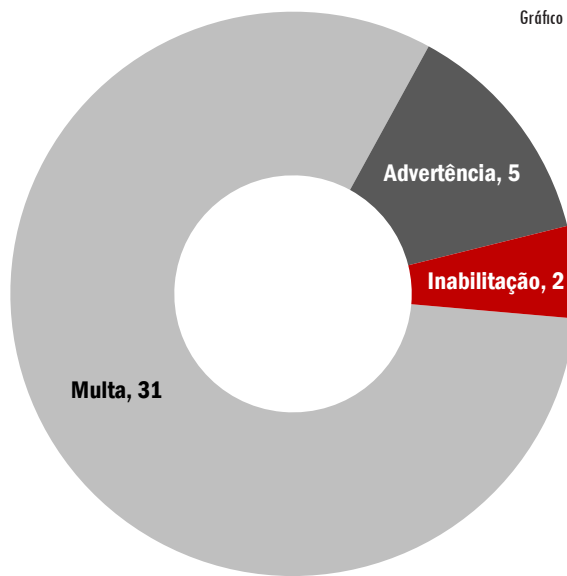
Multa como penalidade

Nos ilícitos de *insider* verifica-se que a multa, advertência e inabilitação são as penalidades aplicadas.

As multas representam mais de 2/3 do total das punições aplicadas, somando 31 ocorrências dentro do universo dos 38 indiciados punidos.

As advertências recaíram, em sua maioria, sobre os indiciados provenientes do mercado. As duas inabilitações foram aplicadas a dois administradores, pelo período de 5 anos.

Gráfico nº 13



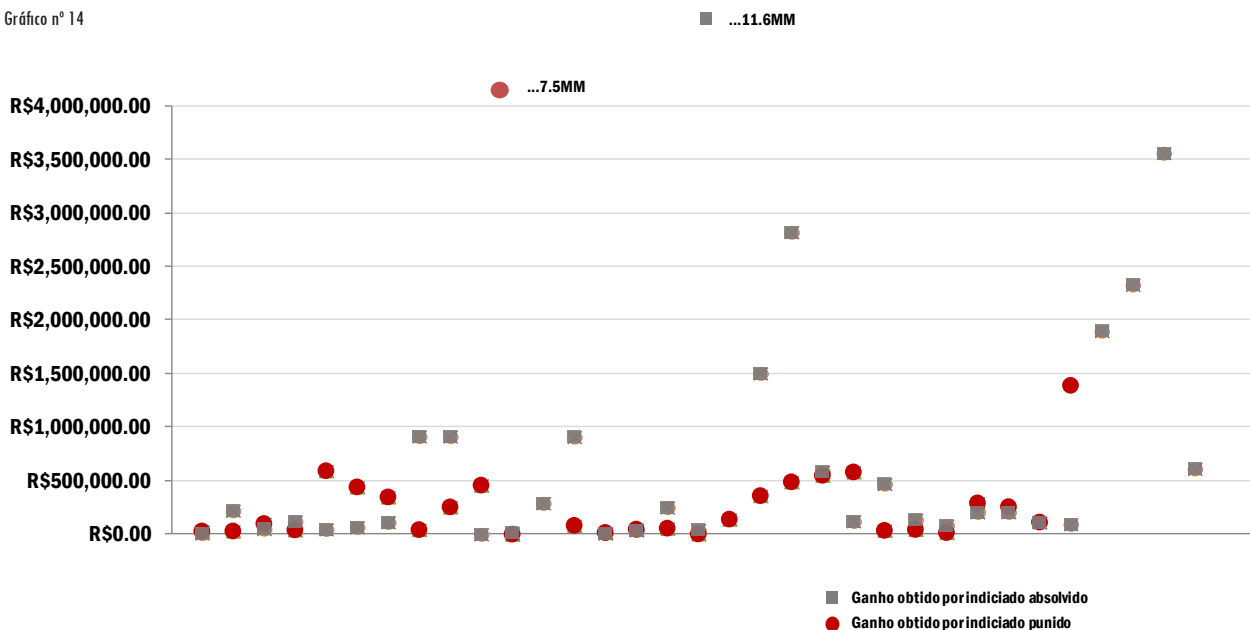
Estimativa dos ganhos obtidos

A obtenção de ganho com a utilização da informação privilegiada não é requisito legal para a configuração do ilícito de *insider*. No entanto, no âmbito dos 171 indiciados por uso de informação privilegiada, relativamente a 59 deles houve, por parte da CVM, a preocupação

em indicar a estimativa do ganho obtido na operação.

Como é possível observar no gráfico abaixo, a maior parte dos ganhos estimados vai até 500 mil reais. Nos poucos casos que excederam o ganho estimado de 1 milhão de reais, de 8 indiciados, 6 foram absolvidos. Para além disso, aparecem dois casos extremos de ganho no valor de 7,5 e 11,6 milhões de reais, punido e absolvido, respectivamente.

Gráfico nº 14



O ganho médio por operação, retirando os dois extremos é de 400 mil reais.

Critérios para a definição do valor da multa

Cálculo das multas

Por determinação do artigo 11, parágrafo primeiro, da Lei 6.385 de 1976, a multa aplicada pela CVM não pode exceder o maior dos seguintes valores: 500 mil reais, 50% do valor da emissão ou da operação irregular ou 3 vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

Estimativas e multas

Dentre os 31 indiciados punidos com multa pela utilização de informações privilegiadas, 24 deles tiveram o ganho da operação ou o prejuízo evitado estimados no processo administrativo, nas outras 7 situações não há esta informação.

Ao dividir o valor da multa aplicada pelo montante do ganho estimado ou do prejuízo evitado é possível encontrar uma razão entre os valores.

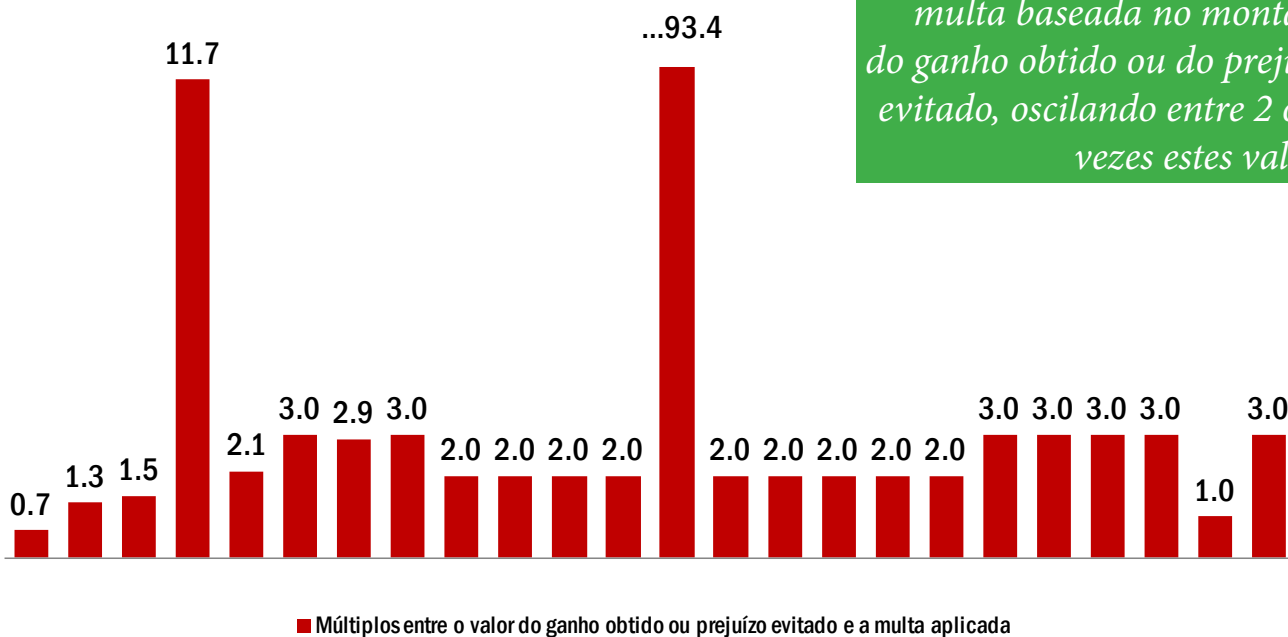
Razão entre os valores

Ao longo do tempo, a razão entre multa aplicada e ganho obtido ou prejuízo evitado tendeu a se estabilizar em 2 ou 3, quer dizer, a multa correspondeu entre 2 ou 3 vezes o valor ganho ou prejuízo evitado com a operação. Verifica-se, portanto, que dentre as três opções legais, a CVM tende a optar pelo critério baseado no ganho obtido ou perda evitada pela operação.

Duas são as exceções extremas, situações nas quais apesar de um pequeno ganho obtido, o regulador optou pela aplicação da multa no valor de 500 mil reais.

Dentre os 31 indiciados punidos com multa, o maior valor aplicado superou os 22 milhões de reais (3 vezes o valor do ganho obtido) e o menor foi de 20 mil reais (sem estimativa de ganho obtido ou prejuízo evitado).

Gráfico nº 15



Na maior parte dos casos a CVM opta pela aplicação da multa baseada no montante do ganho obtido ou do prejuízo evitado, oscilando entre 2 ou 3 vezes estes valores
