

**PALAVRAS SÃO APENAS PALAVRAS? A
CONCEITUAÇÃO DE FATO RELEVANTE PELA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS A
PARTIR DA METODOLOGIA DE ANÁLISE DE
DECISÕES**

WORDS ARE WORDS ONLY? THE CONCEPT
OF A MATERIAL FACT BY THE SECURITIES
COMMISSION FROM THE DECISION ANALYSIS
METHODOLOGY

Ives Nahama Gomes Dos Santos*
Mariana Dionísio de Andrade**

*Doutoranda em Direito e Desenvolvimento (Fundação Getúlio Vargas, FGV/SP). Mestre em Direito Constitucional Público (Universidade Federal do Ceará, UFC/CE)
E-mail: ives-nahama@hotmail.com
ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2327-0962>

**Docente (Universidade de Fortaleza, UNIFOR/CE). Doutora em Ciência Política (Universidade Federal de Pernambuco, UFPE/PE). Mestre em Direito Constitucional (Universidade de Fortaleza, UNIFOR/CE)
E-mail: mariana.dionisio@unifor.br
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8698-9371>

Como citar: DOS SANTOS, Ives Nahama Gomes; DE ANDRADE, Mariana Dionísio. Palavras são apenas palavras? A conceituação de fato relevante pela Comissão de Valores Mobiliários a partir da metodologia de análise de decisões. *Scientia Iuris*, Londrina, v. 27, n. 3, p. 94-118, nov. 2023. DOI: 10.5433/2178-8189.2023v27n3p94-118. ISSN: 2178-8189.

Resumo: Esta pesquisa tem como objetivo responder ao seguinte questionamento: no teor da decisão dos Processos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários o que se considera “fato relevante” para condenações ou absolvições dos indiciados por *insider trading*? A abordagem é qualitativa, com base em revisão de literatura e aplicação da Metodologia de Análise de Decisões. A unidade de análise é Comissão de Valores Mobiliários, e a periodização entre 2017 e 2021. Conclui-se que os limites os quais constituíram a influência significativa/material/considerável nos preços dos ativos, conjugaram os seguintes fatores: a) conceituação normativa de fato relevante; b) panorama acerca da liquidez da ação; c) variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; d) análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; e) fato relevante não ser um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes; f) variação dos preços após a divulgação das informações.

Palavras-chave: uso de informação privilegiada; *insider trading*; comissão de valores mobiliários; fato relevante; metodologia de análise de decisões.

Abstract: This research aims to answer the following question: in the content of the decision of the Sanctioning Processes of the Securities and Exchange Commission, what is considered a “material fact” for convictions or acquittals of those indicted for insider trading?. The approach is qualitative, based on a literature review and application of the Decision Analysis Methodology. The unit of analysis is the Securities and Exchange Commission, and the periodization between 2017 and 2021. It is concluded that the limits that constituted a significant/material/considerable influence on asset prices, combined the following factors: a) normative conceptualization of material fact ; b) overview of the share’s liquidity; c) historical percentage variations; d) analysis of the ability, or not, of the market to recognize the impact of the information; e) Relevant fact is not an isolated fact in time, but that event that concludes a sequence of relevant events; f) Price data after disclosure of information.

Keywords: use of privileged information; insider trading; securities and exchange commission; relevant fact; decision analysis methodology.

INTRODUÇÃO

Um dos principais problemas na disciplina do uso de informações privilegiadas é a imprecisão conceitual existente. Nesse contexto, um estudo que permita identificar de forma mais aprofundada as condutas com potenciais efeitos danosos para o mercado encontra justificção para o aperfeiçoamento da fiscalizaçõ e dos processos sancionadores desde a primeira instância, contribui para maior segurança na identificaçõ de quais condutas sã, de fato, parte do ilícito.

A necessidade de rigor nos estudos das delimitaçõs teóricas dos comportamentos a serem vedados fora de um contexto de crise é o fio condutor da presente pesquisa a qual busca responder o seguinte problema: no teor da decisõ dos Processos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários o que se considera “fato relevante” para condenaçõs ou absolviçõs dos indiciados por *insider trading*?. Para responder ao referido problema, é necessário abordar o conceito de uso de informaçõs privilegiadas, expor a controvérsia na temática sobre o que seria fato relevante, investigar o papel da Comissão de Valores Mobiliários nos processos sancionadores; e discutir sobre a definiçõs, para a autarquia, sobre fato relevante.

O estudo se justifica pela atualidade do tema no contexto social, econômico e jurídico, uma vez que o sistema financeiro brasileiro é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País, o qual assume seu dever de fiscalizaçõ, intervindo para proteger a estabilidade da economia, devendo ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica.

Dando notícia sobre uma discussõ em andamento acerca dessas questões e, por isso, o leitor não encontrará aqui tomadas de posiçõ em favor ou contra os resultados, tampouco ensaios de propostas de melhorias, o que se pretende fazer em outra oportunidade. A escolha da CVM justifica-se por demonstrar a realidade da autarquia com maior fluxo decisório no mercado financeiro, tendo em vista ser a primeira instância, bem como de dirimir questões controversas, e por atender ao critério de relevância decisória, o qual diz respeito ao impacto da discussõ no âmbito jurídico e administrativo sancionador.

O texto possui uma divisõ em três tópicos. No primeiro, realizam-se esclarecimentos iniciais e necessários sobre o conceito uso de informaçõs privilegiadas. No segundo tópico, identifica-se o papel da Comissão de Valores Mobiliários nos processos sancionadores; explicando qual a função da CVM, quando surgiu, e os Diretores que proferiam os votos analisados na pesquisa. No terceiro tópico, denominado “discussõ de resultados”, utiliza-se a Metodologia de Análise de Decisões (MAD), ferramenta de abordagem qualitativa com elementos quantitativos, , onde podem ser verificadas as análises das fundamentaçõs dos votos da CVM, para vislumbrar se há, ou não, a delimitaçõ do que pode ser uma informaçõ apta a exercer influênci significativa nos preços dos ativos.

O estudo possui abordagem qualitativa, e se baseia em um estudo descritivo-analítico fundado em revisõ de literatura, mas também se utiliza de termos estatísticos e quantitativos, quando da utilizaçõ da MAD, da análise de conteúdo, e da análise de similitude.

O artigo possui relevância em termos práticos, porque adentra uma esfera que ainda carece

de discussões judiciais mais abrangentes, e cujas consequências jurídicas ainda se apresentam como novidade para os profissionais da área.

A relevância teórica se evidencia pelo contributo que o artigo tem a oferecer para a literatura nacional sobre o tema, uma vez que, em que pese os quase 20 anos de vigência da Instrução 358/2002, ainda há escassez de material que aborde as questões aqui levantadas de forma específica; como a delimitação do que seria a influência de determinado fato, a ser verificado em cada caso concreto.

O estudo é original e inédito, destaca a atuação de uma autarquia específica e oferece como principal contribuição a explicação sobre a aplicação da MAD em pesquisa jurídicas, para que o estudo seja replicável e sua validade externa seja testável.

1 NO INÍCIO ERA O VERBO: *INSIDER TRADING*, INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E FATO RELEVANTE. DELIMITAÇÕES TEÓRICAS

Do Título VII do texto constitucional podem ser retiradas três ideias, aqui tidas como principais e interdependentes: a primeira delas é que o sistema financeiro brasileiro é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País (art. 192), e, para tanto, foram elencados princípios norteadores da Ordem Econômica, dentre eles, o da livre concorrência (art.170, IV), que poderá ser resguardado pela intervenção estatal, visto que o Estado exercerá a função típica de fiscalização daquele sistema (art.174) (BRASIL, 1988).

As atividades econômicas surgem e se desenvolvem por força de suas próprias leis, em decorrência da livre concorrência e do livre jogo de mercado. Essa ordem, no entanto, pode ser distorcida quando, por exemplo, um dos agentes do mercado, se valendo de informações sigilosas, negocia para auferir vantagem econômica com base nessas informações, assumindo uma posição de privilégio, num mercado regido pela concorrência.

Quando isso acontece, o Estado assume seu dever de fiscalização, intervindo para proteger a estabilidade da economia, devendo ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica, de modo a não mitigar o princípio da livre iniciativa, um dos pilares da República (art. 1º da CF/1988).

Em um contexto de modernidade reflexiva, uma sociedade que se confronta consigo mesma em uma espécie de espelho social, as fontes de perigos já são não mais o desconhecimento, mas, sim, o conhecimento (BECK; GIDDENS; LASH, 1997, p. 275). Assim, mesmo que grande parte da população mundial viva na era da informação, esta não se encontra disponível a todos e a qualquer momento. E esse cenário é ainda mais evidente no mercado acionário.

A informação é um bem. Um bem dotado de valor econômico (PRATAS, 2017, p. 35) e representa um anseio e uma busca humana basilar, seja para questões simples do dia a dia, entre as relações interpessoais, seja para o desenvolvimento tecnológico, científico e até mesmo místico (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 460).

No eixo temático do mercado financeiro, o poder da informação na tomada de decisões

é demonstrado não tão somente pelo caráter de influência que pode ter no âmbito negocial das partes envolvidas, mas por abranger, também, a capacidade de que uma assimetria informacional, fora das marcas tidas como permitidas, pode afetar diretamente a credibilidade dos investidores no funcionamento e estrutura de todo o mercado (FERREIRA, 2013).

Os investidores fazem seus cálculos de riscos baseando-se no que foi posto naquele momento de análise, para que seja sopesada qual situação de investimento será mais vantajosa. Uma base informativa completa visa a proteger a decisão individual para que esta, pertencente ao todo (mercado mobiliário), propicie um ambiente de livre concorrência, princípio constitucional norteador da ordem econômica (art. 170, IV, CF) (BRASIL, 1988).

Eficiência e transparência são indissociáveis em matéria de simetria informacional no mercado de capitais. Transparência, ou princípio do *full disclosure*, pode ser conceituada como o grau em que as informações se apresentam tanto no cenário pré-negocial como pós-negocial. O primeiro se apresentando desde o momento anterior as ofertas mercantis, sendo verificado na própria política da companhia de divulgação de informações, bem como a própria regulamentação que comanda as práticas do sistema financeiro. As informações pós-negociação estão relacionadas a lume de todas as transações individuais efetivamente concluídas e a verificação de se a resposta do ordenamento à prevenção do *insider trading* foi satisfatória, ou não (IOSCO, 2003, p. 11).

A utilização de informações não públicas mina a confiança do investidor na integridade e justiça dos mercados de capitais. A partir dessa hipótese, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), Organização Internacional com sede em Madrid que reúne os órgãos reguladores de valores mobiliários do mundo e tida como referência em padronização legislativa do setor, afirma que quase todas as jurisdições promulgaram legislação proibindo tal atividade. Nesses países, informações privilegiadas podem ser definidas como notícias sobre fatos não públicos e materiais, com *poder de influenciar cotação de valores mobiliários* (IOSCO, 2003).

Quando se fala de um estudo sobre *insider trading*, até a própria expressão leva a um equívoco. Mesmo que no ordenamento brasileiro tenha sido desenvolvido o hábito da incorporação de expressões em língua inglesa sem qualquer adaptação¹, nesse caso, além da ausência de respeito ao português, que possui expressão adequada para a conduta, não se respeitou nem a tradução literal.

Na tradução literal da expressão pode ser tido que todo *insider* seria um agente propenso às ilicitudes, quando na verdade *insider* nada mais é aquele que possui as informações. *Insider* é somente um agente interno, não necessariamente um divulgador de tais informações enquanto não públicas. Essa contextualização, é necessária para que se comece a entender sobre as dificuldades conceituais em torno do ilícito. A informação é sobre o fato. Sobre o fato relevante. Então a pergunta é sobre qual informação pode ser considerada informação de relevância, em um conceito um pouco menos dúbio e confuso.

Conforme precedentes da CVM², o *insider trading* demanda, em linhas gerais, a confluência

¹ *Compliance, plea bargain e full disclosure* são somente alguns dos exemplos que podem ser mencionados.

² PAS CVM nº RJ 2014/0577; PAS CVM nº RJ 19957.001639/2016-15; PAS CVM nº 22/99; PAS CVM nº 04/04; PAS CVM nº RJ 2015/13651, todos PAS fruto da coleta do presente artigo.

dos seguintes elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse de tal informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado.

É privilegiada a informação que contém o trinômio: obtida em virtude da função/cargo que exerce, ainda não divulgada e considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as relações mercantis.

Desse modo, quando se fala sobre informação é sobre um fato encoberto por privilégio, confidencialidade e relevância. Privilegiada por ser fruto de uma posição próxima ao emitente da informação (a companhia) seja de maneira direta ou indireta, no caso dos secundários. Confidencialidade, ainda que momentânea, perante os demais operadores do mercado, por se optar pela não divulgação do fato no momento em questão. Por fim, a relevância, cuja busca por definições é o fio condutor do presente trabalho.

Goshen e Parchomovsky (2006), propõem uma classificação em dois grupos, para que se possa entender de que forma as informações que orientam as decisões dos investidores podem ser. O primeiro grupo, trata de informações implícitas ou endógenas ao processo de negociação, sendo mais refinadas, tendo como conteúdo a identidade dos intermediários das relações negociais e os preços de compra e venda. O segundo grupo, por sua vez, é de informações explícitas ou exógenas ao processo de negociação. Os dados pertencentes a este grupo têm relação com a companhia emissora de valores e seus assuntos internos, as chamadas informações privilegiadas, sendo geralmente deste grupo que há o fluxo de informação não permitida (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2006, p. 721).

De uma maneira bem simples, o artigo 2º do FINMA (2013) define informações privilegiadas: “dados que são consideradas confidenciais”. Assim o são pois não estão disponíveis, ou melhor, estão apenas disponíveis para um grupo restrito de pessoas. Se terceiros desconectados podem obter tais dados de fontes geralmente acessíveis, essas informações serão de domínio público, não privilegiadas.

Os elementos iniciais da pesquisa são os exemplos de fatos considerados relevantes, constantes no parágrafo³ único do artigo 2º da ICVM 358 e o mesmo artigo, mas com diferentes

3 “Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - pedido

incisos⁴, da resolução nº44, a qual hoje figura como norma principal sobre o tema.

A abrangência da expressão “que possa influir de modo ponderável”, como definição de fato relevante, mesmo que mereça elogio pela objetividade e concisão, peca em sua amplitude. Assim, determinar se um fato tem potencial de influência ponderável sobre a decisão de investimento é um processo que, na sua essência, requer uma análise casuística e envolve certo grau de subjetividade.

A CVM entende que a divulgação dos fatos relevantes, dada a sua natureza não definitiva, deve ocorrer em diferentes fases, à medida que as informações sejam produzidas e se tornem suficientemente concretas, sempre com a ressalva de que estão sujeitas a modificações dado seu caráter incerto.

A divulgação nas diferentes fases é somente um dos pontos que tornam a definição de fato relevante fluída, sendo, ao mesmo tempo, sua própria definição e seu ponto de conflito, dando azo ao surgimento de perguntas como:

1. Qual o nível aceitável de alteração na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia pelo fato relevante?
2. Qual o critério para a fixação dos valores do nível de aceitabilidade?
3. Há informações que mesmo exercendo poder de influência não causam danos à liquidez mercantil pelo próprio mecanismo de reajuste do mercado?
4. Pode ser imposto ao mercado uma margem de transações suportáveis com base em fatos relevantes ainda não divulgados? Como seria essa margem?
5. Como se mensurar a influência dos fatos tidos como relevantes nas decisões dos investidores?
6. Poderiam ser fixados critérios matemáticos para afirmar um fato como tendo aptidão para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários?

No Relatório denominado: *Insider Trading How Jurisdictions Regulate It. Part Two: The Implementation of Insider Trading Rules in The Legislation of Particular Jurisdictions*; formulado

de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico financeira da companhia,” (CVM, 2002).

4 Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII – transformação ou dissolução da companhia; IX – mudança na composição do patrimônio da companhia; X – mudança de critérios contábeis; XI – renegociação de dívidas; XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV – desdobramento ou agrupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico financeira da companhia. (CVM, 2002).

no ano de 2003, a IOSCO mapeia o panorama legislativo sobre a temática em 40 países.

Fato relevante pode ser definido como: “fato que possa exercer influência *significativa* nos preços dos valores mobiliários”, em países como Luxemburgo, Malásia, Malta, República Tcheca e Dinamarca. Como: “fato que possa exercer influência *material* nos preços dos valores mobiliários” na Albânia e na Áustria como “fato que possa exercer influência *considerável* nos preços dos valores mobiliários”; e “fato que possa, *provavelmente*, exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários”, em países como Alemanha e França (IOSCO, 2003).

As informações sobre como cada um dos 40 países estudados definem o que é fato relevante podem ser visualizadas na tabela abaixo:

Tabela 1 - Mapeamento realizado pela IOSCO sobre o panorama legislativo sobre *insider trading* em 40 países, no ano de 2003⁵

País	Definição de qual informação pode ser considerada relevante	País	Definição de qual informação pode ser considerada relevante
Albânia	Fato que possa exercer influência material nos preços dos valores mobiliários.	Luxemburgo	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Áustria	Fato que possa exercer influência considerável nos preços dos valores mobiliários.	Malásia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
	Nada consta no relatório.	Malta	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Bulgária	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários.	Noruega	Fato que possa exercer influência nos preços dos valores mobiliários
China	Nada consta no relatório.	Paraguai	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Croácia	Fato que possa exercer influência nos preços dos valores mobiliários	Peru	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Chipre	Fato que possa exercer influência nos preços dos valores mobiliários	Polônia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
República Tcheca	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Portugal	Fato que possa exercer influência de maneira sensata, nas decisões sobre a fixação do preço de mercado dos valores mobiliários.
Dinamarca	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Singapura	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
França	Fato que possa, provavelmente, exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Eslováquia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários

5 A presente pesquisa é ciente da antiguidade do Relatório, datado de 2003. Contudo, os 18 anos desde a sua última atualização demonstram ainda mais a importância da pesquisa sobre as definições que encontram repouso na temática de *insider trading*. Alguns países pertencentes à União Europeia também atualizaram as suas sanções e valores de multas de acordo com as Diretivas da UE, mas para que a pesquisa tivesse unicidade, se optou por não mesclar informações do relatório e das diretivas, sendo utilizada na construção da tabela somente a primeira.

Finlândia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Eslovênia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Alemanha	Fato que possa, provavelmente, exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	África do Sul	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
H o n g Kong	Fato que possa afetar materialmente os preços dos valores mobiliários.	Espanha	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Hungria	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Sri Lanka	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Indonésia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Taipé Chinesa	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Itália	Fato que possa, provavelmente, exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Tailândia	Fato que possa exercer influência, de maneira sensível, nos preços dos valores mobiliários
Jordânia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Turquia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Coreia	Fato que possa exercer influência nos preços dos valores mobiliários	Reino Unido	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Letônia	Fato que possa exercer influência nos preços dos valores mobiliários	Estados Unidos da América	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Lituânia	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários	Vietnam	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários

Fonte: Elaboração própria, com base no Relatório do IOSCO (2003).

Como pode ser visualizado, o problema da abstração conceitual sobre relevância não é uma questão dos mercados subdesenvolvidos, tampouco somente do Brasil. É um problema de uma intervenção legislativa impensada, comumente surgida em contextos de crises, onde o tratamento jurídico da matéria é estabelecido por meros voos da imaginação jurídica. O próprio estabelecimento inaugural da matéria, amplamente reproduzido por outros países há quase 100 anos, teve seu início devido a uma crise. A crise de 1929 no mercado dos Estados Unidos (MOTA, 2018).

Em um artigo crítico à proibição do uso de informação privilegiada, Roberto Mcgee (2005, p. 17), afirma que a crítica mais forte levantada contra a legislação sobre informações privilegiadas dos EUA é que o termo informação privilegiada, abarcando com essa expressão o trinômio: privilégio, confidenciais e relevantes, não foi definido. Tendo como resultado de tal omissão, segundo o autor, tão somente um aumento de litígios, uma vez que os tribunais são deixados para formar sua própria definição de ilícito. O uso de informações privilegiadas agora é oficialmente um crime, no entanto, ninguém sabe como definir o crime (MCGEE, 2005).

No Brasil, mesmo que a tentativa amarga e ausente de sucesso de reforma da Lei nº

6.385/76 por meio da Medida Provisória nº 784, não tenha constituído propriamente uma resposta a uma crise específica no contexto mercantil, essa ausência de crise não a protege de críticas quanto ao meio escolhido, levando-se em consideração que grande parte das normas ali propostas e algumas adicionais, foram implementadas pela Lei nº 13.506/17(MOTA, 2018). Assim, o que propõe com as presentes colocações é um olhar mais demorado sobre todas as nuances e perguntas até hoje não respondidas sobre fato relevante. Esse olhar só poderá ser realizado fora do âmbito e dos limites de uma crise específica, famosos por atrapalhar a visibilidade.

Mesmo passível de críticas, a Lei nº 6.385/76, assegura o acesso do público à informação das companhias que os tenham emitido; e a regulamentação sobre a natureza e a periodicidade das informações a serem divulgadas pelas companhias abertas e os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes a serem observados nas demonstrações financeiras das companhias abertas, constantes no artigo 22 da mesma lei. As normas do mercado impõem a divulgação das informações em dois momentos distintos: i) quando do início da negociação do ativo no mercado, facilitando o conhecimento dos investidores do valor mobiliário em seus termos reais e; ii) posteriormente à oferta, periodicamente, de acordo com o tipo de informação (FERREIRA, 2013, p. 50).

O ideal é um mercado em que as negociações possam ocorrer com os preços refletindo completamente todos as variáveis que podem influenciar nos investimentos, tal mercado foi chamado por Fama (1970) de eficiente.

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

O primeiro enunciado específico para o tratamento do tema no Brasil foi o artigo 3º, inciso X, da Lei n.º 4.728/65 (BRASIL, 1965), que disciplina o Mercado de Capitais. Referido dispositivo, ao cuidar do espectro de competências do Banco Central do Brasil (BCB) estabelecia que era de sua competência 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.

Da leitura do dispositivo pode se perceber que uma legislação dedicada ao tema veio antes mesmo da criação da CVM, instituição que conforme será tratada nos tópicos adiante tem a função precípua de zelar pelo bom funcionamento do mercado nacional e pela sua eficiência institucional. Requerendo, com a sua atuação, condições jurídicas básicas que preservem e, se possível, fomentem a confiança dos investidores na transparência, estabilidade, justiça e integridade dos segmentos de mercado (JAKOBI, 2011) – mas falhando em estabelecer critérios que mitigassem a porcentagem subjetiva do mercado financeiro.

Nesse contexto, mesmo com o amplo conhecimento de que a assimetria informacional

quando da utilização das informações privilegiadas perturba as operações de capital dos mercados Jakimowicz e Baklarz (2016), afirmam, por meio de um estudo⁶ numérico⁷, que a probabilidade total de um vazamento, em cada nova informação privilegiada existente no mercado, é no valor de 98% (noventa e oito por cento).

O modelo numérico pressupõe, ainda, que as transações de repasse devem ocorrer no prazo máximo de dois dias a partir do primeiro vazamento. Sendo o valor apresentado pelo estudo bastante expressivo, cabendo ao Estado fiscalizar e reprimir tal prática. Mas uma pergunta que pode ser formulada da leitura da porcentagem de probabilidade do vazamento é: uma precisa ou pelo menos uma conceituação uníssona sobre o que seria fato relevante poderia mitigar o valor de 98% (noventa e oito por cento)? Qual o papel da CVM perante esse cenário?

2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: HISTÓRIA, NATUREZA JURÍDICA, DIRETORES E COMPETÊNCIA DE JULGAMENTO

Os artigos 155 e 157 da Lei nº 6.404/76 impõe os seguintes deveres aos administradores das companhias abertas (*insider*): de informar, de diligência e de lealdade. Todos associados com o dever de sigilo, do art.º 8º da Instrução 358/2002 da CVM. Todos esses deveres são pautados no princípio do *full disclosure* e para assegurar a eficiência do mercado por meio da simetria informacional (BRASIL, 1976).

Em decorrência da competência fiscalizatória das agências reguladoras, tal como a CVM, o processo administrativo sancionador se apresenta como reflexo do exercício do poder de polícia do Estado. O PAS é regulado pela Deliberação da CVM de nº 457/02 e pela Instrução CVM 251/96, aplicando-se, de maneira subsidiária a Lei nº 9.784/99 (Lei do Processo Administrativo), servindo para aplicar, conforme o próprio nome indica, penalidades administrativas às pessoas e instituições que praticam atos qualificados como ilícitos administrativos, devendo observar os princípios orientadores do processo administrativo da Administração Pública Federal, tais como: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa e publicidade (JAKOBI, 2011).

Podendo seguir o rito sumário e ordinário, este último sendo previsto e regulado na Resolução CMN 454/77 e pela Deliberação CVM 457/02, dado início com a formulação de peça acusatória, elaborada pelas áreas técnicas da CVM, denominada termo de acusação, a qual deverá constar a qualificação dos acusados, os fatos, os elementos de suposta autoria e materialidade e o enquadramento legal das supostas infrações. Com posterior intimação dos acusados para apresentação de defesa escrita no prazo de trinta dias, em seguida o processo será levado ao Colegiado para julgamento (MÜSSNICH, 2015).

A CVM pode aplicar as seguintes penalidades administrativas previstas no art. 11º da

6 O estudo empírico que Jakimowicz e Baklarz (2016, p. 985) realizaram com base em informações publicamente disponíveis sobre negociação de valores mobiliários, originadas da Bolsa de Varsóvia.

7 A partir da fórmula: $P_{total} = 1 - (1 - p_1) \times (1 - p_2) \times \dots \times (1 - p_n)$, (1)

Lei 6.385/76: multa, suspensão ou inabilitação temporária do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei 6.385/76; proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

No que diz respeito à classificação das sanções em leve, média e grave, estas serão decididas pelo poder discricionário dos julgadores, podendo ser aplicadas de forma cumulativa. A aplicação da pena de advertência se dá nos casos considerados pelo órgão regulador como mais leves (ALONSO, 2009, p. 49).

A sanção pecuniária, contudo, poderá ser aplicada aos casos em todos os níveis de gravidade (leve, moderada e grave, sendo o *insider trading* da modalidade grave) observando-se os limites máximos da aplicação: quinhentos mil reais; cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. As sanções restritivas ou impeditivas do exercício de atividade ou participação no Mercado de Capitais são aplicadas às infrações de natureza grave.

As interligações entre a teoria, bem como funcionamento do PAS apresentado linhas acima e as respostas sobre os significados de fato relevante, são apresentadas linhas abaixo.

3 METODOLOGIA DE ANÁLISE DE DECISÕES PARA A ANÁLISE DOS DADOS: QUAL O CONTEÚDO QUE DEFINE FATO RELEVANTE PARA A CVM?

A rigor, o artigo se utiliza da metodologia multi-método, termo utilizado por Peter Cane e Herbert M. Kritzer na obra *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research* (2010), para especificar trabalhos que se valham de mais de uma técnica de pesquisa. Contudo, no caso, mesmo que utilizando-se da revisão de literatura, preponderante nos tópicos anteriores, a utilização da metodologia de análise de decisões, presente no tópico ora em construção, se destaca.

O ponto de partida para a revisão de literatura foi baseado em duas estratégias de busca: automática e *snowballing* (WOHLIN, 2014). A busca automática foi realizada no *Google Scholar* e *Web of Science* no período de setembro de 2020 a janeiro de 2021. Tal fonte foi escolhida por indexar a maioria das revistas e conferências das mais diversas áreas. O primeiro passo foi a busca nas páginas retornadas pelas bases de dados citadas até não encontrar artigos que atendiam a os critérios de inclusão, ou seja, que ajudavam a responder o problema de pesquisa. Tal estratégia foi adotada para incorporar o máximo de artigos nesta primeira etapa.

As *strings* de busca utilizadas foram “*insider trading*”; “mercado financeiro”; “comissão de valores mobiliários”; e “instrução 38/2002 da CVM”. Para complementar a busca automática,

foi realizada uma rodada de *snowballing*. Tal estratégia consiste em obter artigos a partir de uma amostra previamente identificada e é composto por duas etapas: *backward snowballing* e *forward snowballing*. A primeira consiste em obter artigos a partir da lista de referências e a segunda consiste em identificar artigos que citaram o artigo que está sendo examinado. Após a coleta dos artigos, estes foram devidamente fichados e etiquetados na plataforma *Evernote*. As citações de cada artigo foram obtidas a partir da primeira base de dados, o *Google Scholar*.

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

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

A terceira fase da MAD é o recorte institucional, o qual deve atender aos critérios de pertinência temática e relevância decisória (FREITAS FILHO; LIMA, 2010), sendo selecionado, para tanto, a Comissão de Valores Mobiliários. A escolha da CVM justifica-se por demonstrar a realidade do tribunal com maior fluxo decisório no mercado financeiro, tendo em vista ser a primeira instância, bem como de dirimir questões controversa, e por atender ao critério de relevância decisória, o qual diz respeito ao impacto da discussão no âmbito jurídico e administrativo sancionador.

O próximo passo da MAD é a constituição de um banco de dados com decisões e em seguida a identificação de como os julgadores tratam o objeto da pesquisa a partir dos elementos narrativos com os quais os argumentos são construídos. Por fim, deve ser feita a reflexão crítica sobre a prática decisória identificada (FREITAS FILHO; LIMA, 2010). Passa-se então a estas etapas do procedimento da MAD.

A busca pelos Votos foi realizada no sítio eletrônico do sistema da própria CVM em razão da disponibilidade de dados e da uniformização da metodologia de coleta. Utilizou-se a ferramenta consultas de jurisprudência dos PAS, com a inserção de palavras-chave preestabelecidas, com o recorte temporal de 2017 (último ano de alteração substancial na matéria de *insider trading* com a criminalização da conduta de *insider* secundário) até fevereiro do ano de 2021, ano que a pesquisa se findou.

Quadro 1 - Palavras-chave e justificativa de seu uso

Palavra-chave	Justificativa
<i>Insider</i>	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
<i>Insider trading</i>	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
Art. 155	Artigo da Lei 6.404 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações
358/02	Instrução CVM nº 358 de 2002

Fonte: Elaboração própria.

O sistema apresentou um total de 278 resultados, mas somente 39 referentes aos PAS, sendo essa a população de decisões, a qual foi tabulada em uma planilha do *Excel* que consta: a ordem na pesquisa; Nº do PAS; Data de julgamento; assunto; *insider* primário; sanção para primário; *insider* secundário; sanção para secundário; fato relevante; Diretor Relator; trechos do Voto que merecem menção. Durante a coleta dos dados referente à fundamentação, verificou-se a incidência de Votos que não diziam respeito ao problema de pesquisa, tampouco tratando do assunto “*insider trading*”, motivo pelo qual foram descartados, sendo a amostra efetivamente analisada e trazida nos resultados o total de 17 Votos.

A partir de tal metodologia, pode ser verificado, no teor da decisão dos Processos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários o que se considera “fato relevante” para condenações ou absolvições dos indiciados por *insider trading*?

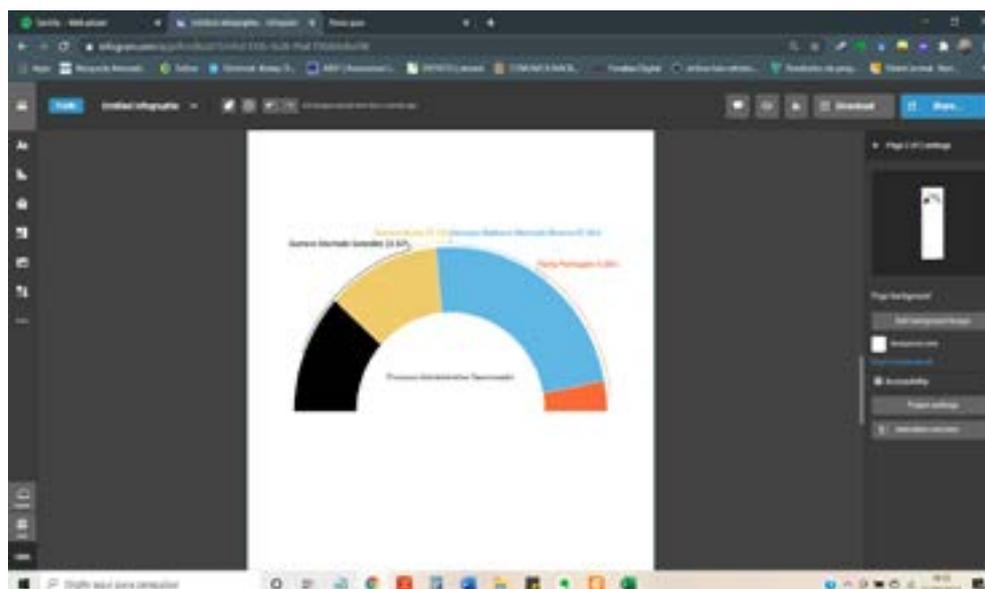
3.1 DAS DECISÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS:

Dentre os 17 Votos, 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez, com posse em 13/07/2017 e término do mandato⁸ em 31/12/2020; 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Borba⁹, 8 são de relatoria do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, com posse em 20/07/2016 e término do mandato em 31/12/2020; e 1 é de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro, com posse em 15/03/2019 e término do mandato em 31/12/2023 (CVM, [2023]). Não havendo nenhuma alteração considerável no decorrer dos anos analisados, não devendo se fazer menção aos votos em ordem cronológica, por falta de relevância para pesquisa.

A distribuição por relator pode ser visualizada no gráfico 1.

8 Na data da pesquisa, no site da autarquia, o Diretor Gustavo Machado Gonzalez ainda figurava como da Alta Administração, mesmo que tenha renunciado ao cargo em fevereiro de 2021.

9 Do quadro atual da CVM, a única alteração foi a troca do Diretor Gustavo Borba, devido sua exoneração, no dia 12 de setembro de 2012. O mandato do Diretor durou do ano de 2015 até o ano de 2018. Em seu lugar, de maneira definitiva até o término do mandato foi indicado o Diretor Alexandre Costa Rangel com posse em 05/11/2020 e término do mandato em 31/12/2024 (CVM, [2023]).

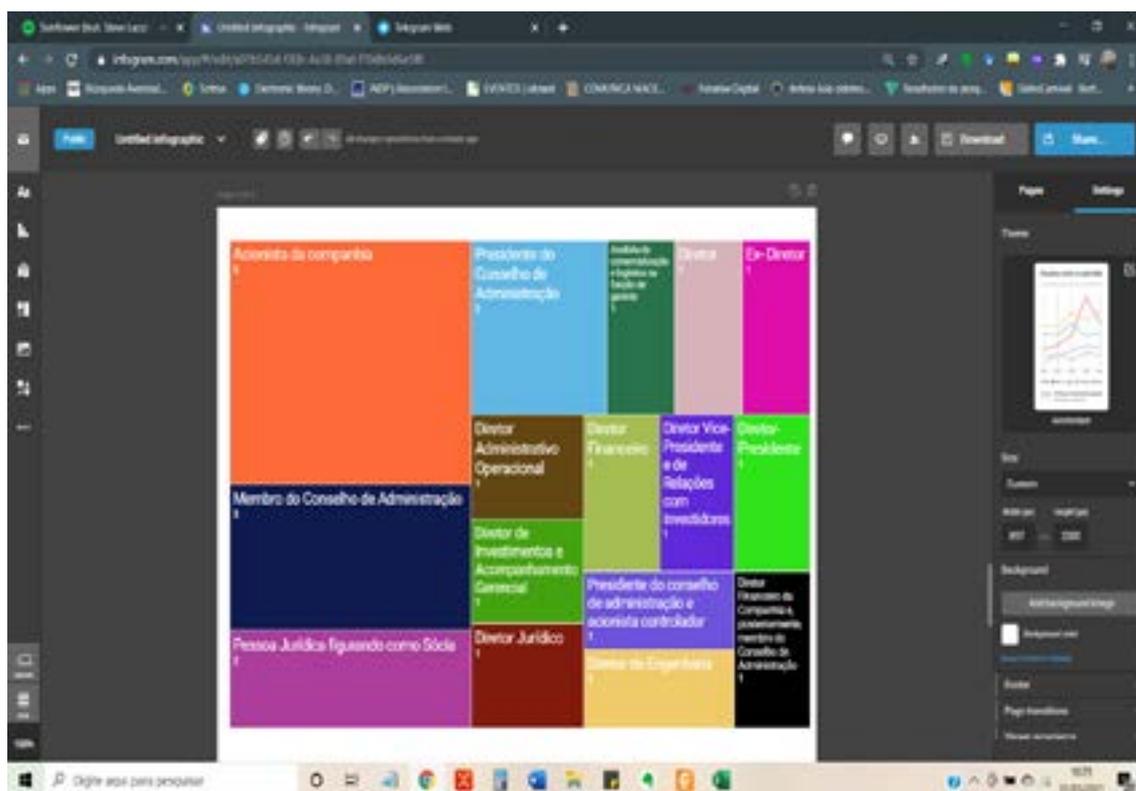
Gráfico 1 - Distribuição dos PAS por Diretor Relator

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

Da leitura do gráfico 1, cuja função é proporcionar um conhecimento dos julgadores, válido mencionar que mesmo havendo 8 PAS de relatoria do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, sendo a maioria dos PAS da pesquisa decididos conforme o entendimento de um único Diretor, isso não significa uma maior proatividade do relator em questão. Conforme mencionado, o Diretor tomou posse em 2016 com término de mandato em 2020 e, levando-se em consideração que o último PAS com resultados na pesquisa foi julgado em 2019, desse modo, antes do término do mandato do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, o total de 8 dentre os 17 PAS sob a sua relatoria só indica que ele foi o único Diretor a estar em todos os anos da MAD realizada.

Dos 17 processos, 15 tratam de casos de *insider* na categoria primário e 6 tratam de casos de *insider* na categoria secundário, havendo a intersecção entre 2 processos os quais possuíam tanto *insider* na categoria primário como na categoria secundário. Sendo 25 pessoas acusadas por terem supostamente usado informação privilegiada que receberam devido a sua função e 19 pessoas acusadas por terem supostamente usado informação privilegiada, sendo agentes externos à companhia.

Na categoria de *insider* secundário, todos os 14 acusados eram da categoria investidores, mesmo as 2 pessoas jurídicas existentes se enquadram na categoria por terem sido assim descritas no PAS. Já na categoria dos primários, os cargos variaram, podendo ser melhor visualizados no gráfico 2, logo abaixo:

Gráfico 2 - Categorias de cargos dos *insider* primários

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

O que pode ser observado do gráfico 2 é que uma preponderância de supostos lapsos éticos nos cargos de Direção, os quais, quando colocados em uma só categoria, ignorando-se as especificidades de atuação, mas levando em consideração somente o ator de dirigir, totalizam 16 das 25 pessoas indiciadas.

Contudo, mesmos que os maiores acusados sejam os agentes internos, estes são também os maiores absolvidos. Dentre os 15 PAS que tratam de casos de *insider* na categoria primário, 6 resultaram em absolvição. Números estes que, em termos individuais significa: dos 25 indiciados nessa categoria, 14 foram absolvidos; restando somente 11 condenados. Já na categoria dos secundários, nos 6 PAS, todos 14 indiciados foram condenados, na modalidade multa, cujos montantes podem ser verificados na tabela 4.

Tabela 4 - Quantitativo das multas aplicadas nas duas categorias

	Multas para <i>insider</i> primário	Multas para <i>insider</i> secundário
1	R\$440.780.423,00	R\$1.266.255,51
2	R\$ 13.395.988,36	R\$244.151,27
3	R\$ 11.664.067,98	R\$20.962,76 *
4	R\$ 9.157.631,76	R\$2.141.142,00 *
5	R\$ 3.522.531,24	R\$100.000,00
6	R\$ 8.889.008,74	R\$ 554.254,00
7	R\$200.000,00	R\$ 459.860,00
8	R\$ 100.000,00	R\$ 278.522,40
9	R\$ 100.000,00	R\$122.959,50
10	R\$21.013.228,00	R\$97.299,00
11	R\$ 100.000,00	R\$77.565,00
12		R\$135.550,00
13		R\$1.315.944,00
14		R\$596.600,00
15		R\$103.813,50
	Total: R\$508.922.879,08	Total: R\$7.514.878,94

*ao mesmo investidor condenado por *insider* secundário foram aplicadas duas multas na mesma modalidade.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

Da leitura do quantitativo das multas aplicadas nas duas categorias, comparando com os dados anteriormente apresentados, pode ser percebido que, mesmo havendo uma maior absolvição na categoria dos primários, o montante dos 11 condenados na modalidade multa somam R\$508.922.879,08 (quinhentos e oito milhões, novecentos e vinte e dois mil e oitocentos e setenta e nove reais e oito centavos de reais), quantia que muito supera os R\$7.514.878,94 (sete milhões, quinhentos e catorze mil e oitocentos e setenta e oito reais e noventa e quatro centavos de reais) das condenações para a categoria dos secundários.

Assim, mesmo que haja uma maior absolvição entre os primários, o quantitativo das multas é maior dentre estes, graças a dois fatores: (i) devido a sua obrigação legal prevista na Lei das S.A. e na ICVM 358/2002, a exemplo do PAS nº 19957.002840/2015-21, os “*insiders* institucionais” ou “corporativos”, devem ter uma maior consciência sobre a nocividade do ilícito e sua atitude de usar o acesso à informação por estarem no interior da companhia é ainda mais traiçoeira e reprovável; (ii) há uma orientação, segundo o PAS 26/2010, que a fixação da pena de D.S.A, *insider* secundário, seria no patamar de 1.5 vezes o benefício auferido, portanto, mesmos que o relator desejasse fixar em um patamar maior, a vinculação aos precedentes de dosimetria de multa em 1.5 vezes o benefício auferido para o secundário deveria prevalecer.

O quantitativo das multas demonstra uma severidade por parte da autarquia quando no

ato das condenações. Esse rigor é louvável em um contexto de precisão de termos e colocações, uma precisão no caminho que levou à formulação da acusação, do que teria constituído o fato reprovável. O que seria a informação privilegiada, não pública e relevante. O que uma informação deve possuir para influenciar e o quanto influenciar em um determinado valor mobiliário.

Em contínua análise, buscando-se respostas para o que se considera “fato relevante” para condenações ou absolvições dos indiciados por *insider trading* no Voto do PAS RJ2013/8609, cuja penalidade foi na modalidade multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) para o *insider*, o Diretor-Relator afirma que fato relevante seria aquele que é capaz de influir, de modo *ponderável*, nos exatos termos do art. 2º da ICVM nº 358, de 2002.

Podendo, para aquele Diretor, a relevância “ser medida pela influência que ela causou no volume de negociação das ações em questão”. Todavia, os limites e parâmetros da alegada possibilidade de influência da informação tida como relevante não são sequer discutidos, mostrando a abstração habitual que conduz os votos sobre a temática.

Para além de meras confabulações ou repetições desnecessárias sobre o que seria considerado fato relevante, tendo em vista que as abstrações ou literalidade da ICVM 358/02 ou da Resolução 44/2021 já foram exploradas no tópico 1, passa-se agora a elencar, as fundamentações de cada fato considerado como relevante, em cada PAS analisado.

Tabela 5 - Fatos considerados como relevantes nos PAS pesquisados no recorte temporal de 2017-2021

Nº DO PAS	FATO CONSIDERADO RELEVANTE
19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384)	Em 29.08.2012, a Companhia divulgou fato relevante comunicando que, em continuidade à sua estratégia de prospecção de ativos minerais, a empresa planejava iniciar a campanha de sondagem nos meses seguintes.
26/2010	Possibilidade de incorporação da companhia A pela companhia C
19957.002840/2015-21	Termo de Acusação não foi a todo tempo claro quanto a qual seria a “informação privilegiada” que caracterizaria o ilícito neste caso. Por tal motivo, concluiu-se que não tinha fato relevante “concreto” à época das negociações.
RJ2014/0578(19957.000594/2015-72)	Andamento das operações nos poços do bloco BMC-41, sendo alguns deles para comunicar a descoberta de reservas de hidrocarbonetos. Somando-se a isso, em 01.07.2013, a Companhia divulgou ao mercado fato relevante informando a inviabilidade econômica dos Campos, havendo, desse modo, uma alteração do plano de negócios.
RJ2014/3616(19957.003405/2015-13)	A PDG divulgou ao mercado uma revisão de orçamentos de obras terceirizadas, que transformou em prejuízo o lucro anteriormente previsto para o 4º trimestre de 2011. Bem como o aumento de capital divulgada pela PDG em 28.05.2012. Por fim, a revisão do <i>guidance</i> de lançamentos para 2012, anteriormente fixada em R\$ 9-11 bilhões, para a faixa de R\$8-9 bilhões.
RJ2015/5813	A informação relevante em questão decorreria de diversas evidências, de que a Companhia não quitaria a primeira parcela da dívida decorrente da aquisição da SM., circunstâncias essas que provocariam um abalo financeiro na Companhia credora.

RJ2015/13651	Os <i>insiders</i> primários receberam as demonstrações financeiras da companhia, o que, segundo o §4º da ICVM 358/02, cria a presunção de que as demonstrações financeiras anuais e trimestrais contêm informação relevante.
01/2014	Anúncio do o acordo de associação da Companhia emitente com a Sociedade com a CB.
SP2013/094	Operações nos poços do bloco OGX-11D1; OGX-632; OGX-26HP3; OGX-68HP4, todos da Companhia emitente.
RJ2014/577	A sua subsidiária HRT O&G. havia concluído o teste de formação do poço 1-HRT-6-AM, no Bloco SOL-T-170; tendo chegado a um acordo para a contratação da sonda semi-submersível para seus poços na costa da Namíbia, informando, ainda a aprovação, em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária.
RJ2014/1785	Anúncio de uma parceria entre a P. e a T.I. para exploração de petróleo e demais matérias primas.
RJ2014/3401	Ausência de óleo e gás em poços offshore situados na Namíbia.
RJ2016/5039	Reorganizaçõesocietáriaqueresultarianatitularidade,porTO.,datotalidadedas ações de emissão de BE.
RJ2014/10290	Adesão ao Programa de Parcelamento de Débitos da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional e Secretaria da Receita Federal, sendo fato relevante segundo o XI do art. 2º da ICVM 358/02.
25/2010	Perda financeira em razão de sua exposição a instrumentos financeiros derivativos causada por operações realizadas no mercado futuro de câmbio que poderiam ter excedido os limites previstos na Política Financeira aprovada pelo conselho de administração da Companhia. Com posterior divulgação de condições mínimas para a reestruturação de sua dívida.
RJ2013/13172	A aprovação da alteração do Plano de Negócios da Companhia.
RJ2013/8609	Anúncio de uma parceria entre a P. e a T.I. para exploração de petróleo e demais matérias primas.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

Ao fim da análise dos PAS, há uma clareza na afirmação de que os investidores do mercado de capitais disponibilizam seus recursos, por confiarem e acreditarem que serão adequadamente utilizados, com base no comportamento passado dos emissores, nos compromissos por eles assumidos, bem como no sistema regulatório existente para prevenir e punir eventuais desvios de conduta.

Sob essa perspectiva, é importante reconhecer que uma das funções do regime de *disclosure* é auxiliar na criação e manutenção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, por meio da sinalização de que, ao optarem por captar recursos no mercado, os emissores estarão sujeitos à obrigação de tornar pública uma gama variada de informações a seu respeito, sob a fiscalização de um órgão que tem o total domínio das situações que podem vir a surgir.

Na abertura do artigo, mencionou-se que a definição de fato relevante era fluída, sendo, ao mesmo tempo, sua própria definição e seu ponto de conflito, dando azo ao surgimento de 7 perguntas. Após a leitura dos PAS, as perguntas podem ser devidamente respondidas, como forma de fechamento do tópico administrativo.

Pergunta 1: Qual o nível aceitável de alteração na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia pelo fato relevante?

Resposta: o nível “aceitável” de alteração na cotação dos valores mobiliários em determinada companhia não é uma resposta que se constrói com valores matemáticos rígidos e pré-determinados, mas com a análise de variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; análise da variação dos preços após a divulgação das informações; e a análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; o que é devidamente realizado pela CVM quando das investigações administrativas.

Pergunta 2: Qual o critério para a fixação dos valores do nível de aceitabilidade?

Resposta: a análise de variações percentuais comparadas às médias históricas do período da ação.

Pergunta 3: Há informações que mesmo exercendo poder de influência não causam danos à liquidez mercantil pelo próprio mecanismo de reajuste do mercado?

Resposta: em verdade, o termo correto não seria “não causam danos à liquidez mercantil”, mas informações que podem desajustar o funcionamento do mercado. Para essa segunda pergunta, sim, há a possibilidade de análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; o que é devidamente realizado pela CVM quando das investigações administrativas.

Pergunta 4: Pode ser imposto ao mercado uma margem de transações suportáveis com base em fatos relevantes ainda não divulgados? Como seria essa margem?

Resposta: não é possível que seja imposto ao mercado uma margem de transações pré-estabelecidas, pois pelo próprio funcionamento do mercado de capitais, há uma constante mutação em suas diretrizes transacionais.

Pergunta 5: Como se mensurar a influência dos fatos tidos como relevantes nas decisões dos investidores?

Resposta: verificando-se o panorama acerca da liquidez da ação, as variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; a análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; e a variação dos preços após a divulgação das informações.

Pergunta 6: poderiam ser fixados critérios matemáticos para afirmar um fato como tendo aptidão para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários?

Resposta: não é possível que seja imposto ao mercado uma margem de transações pré-estabelecidas, devido o próprio funcionamento (e conceito) do mercado de capitais.

No PAS RJ2015/5813 menciona-se que a informação relevante em questão decorreria de diversas evidências de que a Companhia não quitaria a primeira parcela da dívida decorrente da aquisição da SM., circunstâncias essas que provocariam um abalo financeiro na Companhia credora, “tendo aptidão para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários da F.T”. Todavia, não são expostos os argumentos que construíram a lógica métrica utilizada para tal colocação.

Destarte, verifica-se que há uma inegável construção de esforços por parte da autarquia

para implementação de critérios, serviços de inteligência, estudos dos seus diretores e uma sublime dedicação na construção coerente de seus votos.

Contudo, também é inegável que os limites os quais constituíram a influência significativa/material/considerável nos preços dos ativos, pode ser verificada no caso concreto, conjugando-se os seguintes fatores: a) conceituação normativa de fato relevante; b) panorama acerca da liquidez da ação; c) variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; d) análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; e) fato relevante não ser um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes; f) variação dos preços após a divulgação das informações.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Respondendo ao problema de pesquisa e a partir da análise realizada pelo artigo, no teor da decisão dos Processos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários o que se considera “fato relevante” para condenações ou absolvições dos indiciados por *insider trading*, os objetivos da pesquisa foram atingidos, pois realiza-se esclarecimentos iniciais e necessários sobre o conceito uso de informações privilegiadas; identifica-se o papel da Comissão de Valores Mobiliários nos processos sancionadores; explicando qual a função da CVM, quando surgiu, e quem são os diretores da composição atual; utiliza-se a Metodologia de Análise de Decisões (MAD), ferramenta de abordagem qualitativa com elementos quantitativos, verificando-se as análises das fundamentações dos votos da CVM.

Da análise dos 17 votos frutos da pesquisa, tabulando-se: a ordem na pesquisa; Nº do PAS; Data de julgamento; assunto; *insider* primário; sanção para primário; *insider* secundário; sanção para secundário; fato relevante; Diretor Relator; trechos do Voto que merecem menção; percebe-se que não são expostos os argumentos que construíram a lógica métrica utilizada para as colocações sobre existência, ou não de fato relevante.

Verifica-se que há uma inegável construção de esforços por parte da autarquia para implementação de critérios, serviços de inteligência, estudos dos seus diretores e uma sublime dedicação na construção coerente de seus votos. Contudo, também é inegável que os limites os quais constituíram a influência significativa/material/considerável nos preços dos ativos, pode ser verificada no caso concreto, conjugando-se os seguintes fatores: a) conceituação normativa de fato relevante; b) panorama acerca da liquidez da ação; c) variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; d) análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; e) fato relevante não ser um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes; f) variação dos preços após a divulgação das informações.

Para além de uma leitura manual, a pesquisa atentou para a necessidade da análise de maneira integral de todos os acórdãos analisados, podendo ser vislumbrado, dessa maneira, a

partir de uma análise de conteúdo, qual o contexto de cada decisão e quais os argumentos globais utilizados. Assim se procedendo para que não houvesse nenhuma perda de conteúdo, ou mesmo a manifestação de um viés de confirmação da hipótese inicial na pesquisa. Quando dessa pesquisa, o resultado permaneceu inalterado.

REFERÊNCIAS

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. **Modernização reflexiva: política, tradição e estética na ordem social moderna**. São Paulo: Editora Unesp, 1997.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 20 maio 2020.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em: 20 maio 2020.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, DF: Presidência da República, 1965. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm. Acesso em: 20 maio 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999**. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Brasília, DF: Presidência da República, 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19784.htm. Acesso em: 20 maio 2020.

CANE, Peter; KRITZER, Herbert (ed.). **The Oxford handbook of empirical legal research**. OUP Oxford: Oxford University Press, 2010.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Alta administração**. Brasília: CVM, [2023]. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/alta_administracao/sobre.html. Acesso em: 25 mar. 2021

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução n. 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, [...]. Brasília: CVM, 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 20 maio 2020.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº 19957.001639/2016-15**. Manipulação de preços e uso de informação privilegiada [...]. Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo. Relator: Gustavo Machado Gonzalez, 26 de novembro de 2019.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 04/04**. Negociações de

valores mobiliários realizadas por advogados que tiveram acesso, no exercício de sua profissão, a informações sobre negócios dos emissores (insider trading). Absolvição e multa. Acusados: Carlos Augusto Coelho Branco e Roberto Mário Amaral Lima Neto. Relator: Marcelo Fernandez Trindade, em 28 de junho de 2006.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 19957.002840/2015-21**. Utilização de informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Invest Tur Brasil – Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. Acusados: GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia e Latin America Hotels LLC. Relatora: Flávia Perlingeiro, em 4 de junho de 2019.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 2013/8609**. Diretor Pedido de anulação de decisão proferida pelo Colegiado da CVM [...]. Requerente: Fábio Feital de Carvalho. Relator: Henrique Machado, em 27 de novembro de 2019.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 2014/0577**. Apurar o eventual uso de informação privilegiada [...]. Acusados: Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Eduardo de Freitas Teixeira. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. em 11 de dezembro de 2017.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 2015/13651**. Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, § 4º, da Instrução CVM nº 358/2002. Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik. Relator: Gustavo Machado Gonzalez, em 19 de junho de 2018.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 2015/5813**. Apurar eventual responsabilidade de Edair Deconto, na qualidade de membro do Comitê de Auditoria e Riscos e Ex- Diretor da Forjas Taurus S.A. [...]. Acusado: Edair Deconto. Relator: Gustavo Borba, em 13 de julho de 2018.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 22/99**. Não divulgação imediata de fato relevante acerca das negociações para venda de imóvel industrial da companhia Cerâmica Chiarelli S/A. Multa. Acusado: Caio Albino de Souza Relator: Marcelo Fernandez Trindade, em 16 de agosto de 2001.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 26/2010**. Acusados: Antonio Grisi Neto *et al.* Utilização de informações privilegiadas em negociações com ações da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A [...]. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. em 26 de novembro de 2019.

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

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 25, p. 383-417, 1970.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro**: a regulação da atividade jornalística. 240 f. Dissertação (Mestrado) –

Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

FINMA - SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY. **Circular 2013/8 Market conduct rules**. Supervisory rules on market conduct in securities trading. Berna: FINMA, 29 ago. 2013. Disponível em: https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/rundschreiben/finma-rs-2013-08-01012021_de.pdf?la=en. Acesso em: 30 maio 2023.

FREITAS FILHO, Roberto; LIMA, Thalita Moraes. Metodologia de análise de decisões. **Universitas Jus**, Brasília, v. 2 n. 21, p. 1-17, jul./dez. 2010.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. **The mechanisms of market efficiency twenty years later: the hindsight bias**. 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=462786>. Acesso em: 30 maio 2020.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. **Duke Law Journal**, Durham, v. 55, p. 711, 2006. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Acesso em: 30 maio 2020.

IOSCO - INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Insider Trading How Jurisdictions Regulate It**. Madrid: IOSCO, 2003. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 30 maio 2020.

JAKIMOWICZ, Aleksander; BAKLARZ, Agnieszka. Identification of insider trading using network numerical models. **Acta Physica Polonica**, [s.l.], v. 129, n. 5, p. 980-985, 2016. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Agnieszka_Baklarz/publication/303826668_Identification_of_Insider_Trading_Using_Network_Numerical_Models/links/5b56ba9c45851507a7c41565/Identification-of-Insider-Trading-Using-Network-Numerical-Models.pdf. Acesso em: 30 maio 2020.

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

MCGEE, Robert W. **Ethical issues in insider trading: case studies**. 2005. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.538682>

MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários**. 2018. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015.

PRATAS, Marta Alexandra Fialho. **O insider trading nos mercados financeiros: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação**. 2017. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017. Disponível em: <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/31925?mode=full>. Acesso em: 30 maio 2020.

WOHLIN, Claes. Guidelines for snowballing in systematic literature studies and a replication in software engineering. *In*: INTERNATIONAL CONFERENCE ON EVALUATION AND ASSESSMENT IN SOFTWARE ENGINEERING, 18th, 2014, London. **Proceedings** [...]. New York: Association for Computing Machinery, 2014.

Como citar: DOS SANTOS, Ives Nahama Gomes; DE ANDRADE, Mariana Dionísio. Palavras são apenas palavras? A conceituação de fato relevante pela Comissão de Valores Mobiliários a partir da metodologia de análise de decisões. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 27, n. 3, p. 94-118, nov. 2023. DOI: 10.5433/2178-8189.2023v27n3p94-118. ISSN: 2178-8189.

Recebido em: 30/03/2023

Aprovado em: 16/05/2023