

CONSTRUINDO AS BASES DA REGULAÇÃO FINANCEIRA MODERNA NO BRASIL

Comissão de Valores Mobiliários

Construindo as bases da
Regulação Financeira Moderna no Brasil

Rio de Janeiro
Comissão de Valores Mobiliários

2023

Convidamos os leitores a entrarem em contato conosco para o envio de sugestões e dúvidas sobre este material.

Gerência de Desenvolvimento de Pessoas (GEDEP)

Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro 111, 5º andar
CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro/RJ

www.gov.br/investidor

Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil / Comissão de Valores Mobiliários.
Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2023.

130p.

1. Mercado de valores mobiliários. 2. Regulação. 3. Uso de informações privilegiadas.
4. CVM - Regulação. I. Comissão de Valores Mobiliários.

CDD 342.225

© 2023 - Comissão de Valores Mobiliários

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998.

Este livro é distribuído nos termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil. Qualquer utilização não prevista nesta licença deve ter prévia autorização por escrito da Comissão de Valores Mobiliários.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Presidente

João Pedro Barroso do Nascimento

Diretores

Diretor Alexandre Rangel

Diretora Flávia Perlingeiro

Diretor João Accioly

Diretor Otto Lobo

Superintendente Geral

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente de Gestão de Pessoas

Andréa Araujo Alves de Souza

Gerente de Desenvolvimento de Pessoas

Litza Godoy dos Santos Ferreira

Coordenadora de Publicação

Adriane Helena Rodrigues

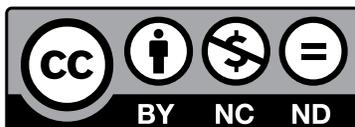
Diagramação

Leonardo Carneiro Costa

Agradecimento

Agradecemos aos autores dos capítulos, por sua valiosa contribuição para esta publicação, a Patrícia Tech de Abreu, Margareth Noda e José Alexandre Cavalcanti Vasco pela contribuição na seleção dos trabalhos e a Cintia de Miranda Moura e Darcy Carlos de Souza Oliveira pelo apoio e incentivo à realização do projeto.

Esta obra é disponibilizada de acordo com os termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil (by-nc-nd)



Tem o direito de:

Compartilhar - reproduzir, distribuir e transmitir o trabalho

De acordo com as seguintes condições:



Atribuição - Pode-se fazer a atribuição do trabalho, da maneira estabelecida pelo autor ou licenciante (mas sem sugerir que este o apoia, ou que subscreve o seu uso do trabalho).



Não comercial - Não é permitido usar esse trabalho para fins comerciais.



Trabalhos Derivados Proibidos - Não é permitido alterar ou transformar este trabalho, nem criar outros trabalhos baseados nele.

Esta é uma descrição simplificada baseada na licença integral disponível em:
creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode

LIVRO DE DISTRIBUIÇÃO GRATUITA. VEDADA A SUA COMERCIALIZAÇÃO

A versão eletrônica deste livro pode ser obtida gratuitamente em:

www.gov.br/investidor

www.cvm.gov.br

Este livro foi elaborado com finalidade educacional. Sua redação procura apresentar os conceitos relacionados aos temas abordados. Os exemplos utilizados e a menção a serviços ou produtos financeiros não significam recomendação de qualquer tipo de investimento.

As normas citadas neste livro estão sujeitas a mudanças. Recomenda-se que o leitor procure sempre as versões mais atualizadas.

As opiniões, conceitos e conclusões contidas nesta publicação, incluindo aqueles abordados nos capítulos de autoria de profissionais da CVM, não refletem, necessariamente, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou das entidades integrantes do Comitê Consultivo de Educação.

Realização:

**Gerência de Desenvolvimento de Pessoas (GEDEP)
Superintendência de Gestão de Pessoas (SGP)**



APRESENTAÇÃO

Ao longo do segundo semestre de 2021, a Comissão de Valores Mobiliários promoveu aos seus servidores a ação de qualificação Building the foundations of Modern Financial Regulation in Brazil, em conjunto com o Program on International Financial Systems (“PIFS”) da Harvard Law School.

Parabenizo os servidores envolvidos na iniciativa! Reforço que o “pilar” de pessoas é da máxima relevância para nossa Autarquia. Desde que assumi a presidência, trabalho diariamente para atrair, gerir e dar oportunidades de qualificação ao nosso corpo técnico, que merece e deve ser uma prioridade.

Como resultado desse projeto, nossos servidores desenvolveram artigos sobre temas contemporâneos em regulação do mercado de capitais. Aproveito esta breve apresentação para elogiar a seleção de temas, que tocou os debates críticos na agenda regulatória atual. É imprescindível que nossos servidores permaneçam atualizados e sejam capazes de exercer postura crítica ao ponderar, de um lado, a coerência com o ordenamento vigente e, de outro lado, as novas tendências do mercado e possíveis ajustes normativos delas decorrentes.

O mercado secundário se destacou na coletânea, tendo sido objeto de dois dos artigos:

- (i) em “Payment for order flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro”, Margareth Noda e Marcos Galileu Lorena Dutra expuseram o debate em torno da prática de payment for order flow, em que uma corretora direciona as ordens de seus clientes de varejo para outra, que consegue melhores preços na execução por atuar como formadora de mercado, com ênfase nos desafios ligados à transparência sobre a remuneração dos intermediários e aos deveres de melhor execução, bem como contextualizaram o tema tendo em vista a regulação desta Autarquia.
- (ii) em “Shadow trading – Insider trading nas sombras da regulação”, Guilherme Tadiello apontou controvérsia legal, ainda em análise pela justiça norte-americana, sobre a responsabilidade por shadow trading, prática caracterizada pelo uso de informações privilegiadas sobre uma empresa para negociar as ações de outra que, embora não esteja diretamente envolvida na informação, está ligada economicamente à primeira, bem como discutiu se haveria

fundamentos para acusação por shadow trading no Brasil; e

A pauta ASG (“Ambiental, Social e de Governança Corporativa”) também foi objeto de dois dos trabalhos:

- (i) em “ESG: O caminho sem volta”, Alexandre Pinheiro dos Santos e Andréa Araujo Alves de Souza traçaram completo panorama sobre o conceito e a evolução da pauta ASG, sintetizaram o tratamento dado pelo ordenamento brasileiro, com especial recorte à atuação da CVM, bem como apontaram tendências relacionadas ao tema no mercado de capitais; e
- (ii) em “O descumprimento da função social da empresa refletido em fraude: socialwashing e governancewashing”, Marcus Vinicius de Carvalho e Erica Bahiense de Albuquerque e Cunha explicaram a relação entre a agenda ASG e o instituto jurídico da função social da empresa, com sólidas referências doutrinárias e análise de casos práticos, para concluir que há risco de que as companhias adotem “discurso simbólico” ligado à pauta, em prejuízo de sua efetividade.

Por fim, a aplicação de tecnologia de registros distribuídos (na abreviação em inglês, “DLT”) para soluções financeiras é tema do artigo “Finanças descentralizadas e o papel do regulador”, em que Jorge Alexandre Casara discutiu um possível papel da CVM na regulação de condutas nos modelos “DeFi”, em referência aos objetivos primordiais de sua atuação, notadamente os de endereçar o conflito de agência (“business judgement rule”) e as ineficiências na integridade do mercado.

Essa modesta participação é simbólica e tem por objetivo estimular os colegas a participarem das ações de qualificação que promovemos.

Por fim, lembro que a CVM se aproxima de seu aniversário de 50 anos. Até lá, continuaremos promovendo iniciativas de qualificação para manter a destacada credibilidade técnica de seus servidores. Assim, construiremos juntos uma “CVM 5.0”: atenta ao mercado e preparada para seguir conduzindo seu amadurecimento.

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

Sumário

Capítulo 1

Payment for order flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro

Margareth Noda / Marcos Galileu Lorena Dutra15

Capítulo 2

Shadow trading - Insider trading nas sombras da regulação

Guilherme Tadiello37

Capítulo 3

ESG: O caminho sem volta

Alexandre Pinheiro dos Santos / Andréa Araujo Alves de Souza57

Capítulo 4

O Descumprimento da Função Social da Empresa refletido em Fraude: socialwashing e governancewashing

Erica Bahiense de Albuquerque e Cunha / Marcus Vinícius de Carvalho87

Capítulo 5

Finanças descentralizadas e o papel do regulador

Jorge Alexandre Casara109

1

PAYMENT FOR ORDER FLOW: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O TRATAMENTO NO CASO BRASILEIRO

Margareth Noda

Margareth Noda é Gerente de Acompanhamento de Mercado na CVM. Especialista em Direito Penal Econômico pelo IBCCrim (Instituto Brasileiro de Ciências Criminais). Bacharel, Mestre e Doutora em Direito Comercial pela USP (Universidade de São Paulo).

Marcos Galileu Lorena Dutra

Marcos Galileu Lorena Dutra é analista da CVM. Bacharel e Doutor em Direito Comercial pela USP (Universidade de São Paulo). Bacharel e Mestre em Administração de Empresas pela EAESP/FGV



Payment for order flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro.¹

Introdução

Bernard Madoff ganhou notoriedade pela estruturação de um “esquema Ponzi”, que durou décadas e deixou um rastro de prejuízos da ordem de bilhões de dólares para milhares de investidores. Mas sua discutível herança para o mercado de capitais não se limitou a este fato: a partir da década de 1980, a Madoff Securities – então uma das corretoras mais proeminentes no mercado americano - foi uma das precursoras no uso da prática que se conhece como *payment for order flow* (PFOF).

Em síntese, em um arranjo de PFOF, as corretoras com ordens de clientes de varejo direcionam as ordens de compra e venda de seus clientes a um outro intermediário, *i.e.*, um *market maker*, em troca de remuneração. Esta remuneração é viabilizada pelos melhores preços que o *market maker* consegue no mercado, residindo aqui uma das controvérsias sobre a sistemática: o ganho decorrente da diferença de preços não é necessariamente transferido para o cliente, mas retido pelo *market maker*, que, dessa forma, consegue remunerar a corretora pelo repasse das ordens de seus clientes.

Pelo menos em tese, os clientes do intermediário se beneficiariam indiretamente do arranjo, uma vez que os custos do serviço de execução seriam subsidiados pelos valores pagos pelos *market makers*. Mas o tema é objeto de muito debate e ganhou relevância nos últimos anos nos EUA, em razão da perplexidade em torno da proliferação de modelos de negócios baseados no oferecimento da “comissão zero”, sendo o caso mais conhecido a Robinhood. Em ocasiões recentes, o chairman da SEC, Gary Gensler, sinalizou sua intenção de revisitar o assunto, com alusões à necessária revisão da estrutura do mercado americano, em especial sob o ponto de vista da eficiência e da proteção de investidores.²

O presente trabalho tem o objetivo de apresentar a temática do *payment for*

1 As opiniões expostas ao longo deste artigo são de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo necessariamente o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários – CVM sobre as matérias tratadas. O presente texto foi finalizado em 30 de julho de 2022 e reflete a visão da autora e do autor sobre a regulamentação, a estrutura de mercado e as práticas negociais vigentes à época.

2 STAFFORD, Philip. Gensler says SEC to review payment for order flow. **Financial Times**, 9 jun. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/83dff8fc-14ac-4e67-a969-20b358c349e8>. Acesso em: 18 jul. 2022.



order flow (PFOF) e os principais aspectos ligados à necessidade de tratamento regulatório do assunto, em especial no caso dos clientes de varejo, menos informados sobre as diversas nuances que envolvem o cumprimento pelos intermediários de seus deveres de melhor execução e da necessidade de tratamento para o tema do conflito de interesses nesta atividade. O texto está dividido nas seguintes seções: após a introdução, há uma apresentação das origens da prática do PFOF, com destaque para o caso americano. São apresentadas as controvérsias em torno do PFOF, no que se refere ao seu potencial lesivo para os clientes de intermediários cujos fluxos de ordens são vendidos para outros participantes do mercado. Também são apresentados alguns trabalhos com evidências empíricas dos resultados do uso de PFOF nos EUA.

Na sequência, são apresentadas as visões dos reguladores internacionais sobre a matéria, não apenas de alguns países específicos, mas também de estudo da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO) publicado em 2017. O tratamento regulamentar da matéria é ilustrado com alguns exemplos de regras editadas em uma amostra de países.

A seguir são apresentados aspectos ligados à prática do PFOF no caso brasileiro, sob dois prismas regulatórios distintos: inicialmente, sob os auspícios da já revogada Instrução CVM n.º 461/2007, com destaque para o produto conhecido como *Retail Liquidity Provider* (RLP). E depois à luz do novo regime trazido com a Resolução CVM n.º 134/2022, que trouxe disposições específicas sobre as situações de potencial conflito de interesses a respeito.

O payment for order flow (PFOF): origens e situação atual nos EUA

No caso americano, ainda que o PFOF tenha surgido em momentos anteriores, a intensificação do seu uso esteve fortemente atrelada à fragmentação de mercado, acelerada após a edição da Regulation NMS pela SEC, em 2005, que, entre outros resultados, representou o fim da dominância da New York Stock Exchange (NYSE) na negociação de ações: em janeiro daquele ano, a participação relativa da NYSE na negociação de ações listadas era de 79%, mas a queda foi significativa: apenas três anos depois, caíra para menos de 25%. Moloney registra que, a despeito da colaboração de fatores como o desenvolvimento tecnológico e de sua aplicação nas atividades de negociação de ativos, em grande medida o fenômeno da descentralização é decorrente da política governamen-



tal deliberada da introdução de maior competição nesses serviços.³

A proliferação do uso do PFOF provocou outras mudanças no funcionamento do mercado americano. Além da perda de importância da NYSE como entidade centralizadora da negociação de ações, houve grande concentração na execução de ordens de clientes de varejo fora das bolsas, atividade na qual a Citadel Securities mantém uma participação próxima de 50% do mercado.⁴

A decisão pelo local de execução é menos tormentosa quando se trata de um participante de mercado que negocia em nome próprio, pois tomará em consideração apenas seus próprios interesses. Mas a questão se complexifica quando há mais de uma opção, com intermediários que atuam em nome de clientes (numa relação agente-principal). Os intermediários responsáveis por dar andamento às ordens podem optar por um entre diversos locais ou sistemas de negociação.

Nesses casos, a decisão pode ser ineficiente, em função de um desalinhamento de incentivos entre o cliente e o intermediário, visto que este último terá outras motivações, como a maior remuneração paga por um outro participante (responsável pelo local ou sistema onde se dará a execução). Nesse contexto, o intermediário privilegia a “venda” do fluxo de ordens de seus clientes para outros participantes que cuidarão da execução, sem que necessariamente se privilegiem possíveis benefícios transferíveis ao cliente, decorrentes, por exemplo, da obtenção de melhores preços para suas ordens.

Ainda segundo Moloney, a questão poderia ser mitigada caso a estrutura do mercado em questão tivesse ligações entre os diversos locais e sistemas, de forma que as ordens pudessem transitar livremente. Tal possibilidade, aliada à total transparência pré e pós-negociação, reduziria as situações de formação ineficiente de preços, uma vez que, com total possibilidade de interação de ordens e disponibilidade de informações, as alternativas de arbitragem seriam muito amplas. Mas não é o que se observa na prática.

O tema do PFOF está indissociavelmente ligado ao dever de melhor execução

3 MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer; FLECKNER, Andreas Martin. Regulating Trading Practices. In: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer. (org.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 627.

4 "Wholesalers now account for 38 per cent of US trading volumes, mostly dominated by seven firms. Market share for retail orders is even more concentrated, with Citadel accounting for 47 per cent. This market dominance brings tremendous advantages for Citadel, including a privileged first look at retail order flow — a force that increasingly moves share prices, as we have seen recently with GameStop and other meme stocks". Cf. BAIR, Sheila. SEC needs to find a way to curb payment for order flow. **Financial Times**, 8 set. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/696a15e0-64f1-4800-af79-4d0a882df5b2>. Acesso em: 18 jul. 2022.



(*best execution*). A questão envolve certos desafios, em especial nos EUA, em função da complexidade do mercado local: convivem bolsas, *Alternative Trading Systems (ATs)*, *market makers*, *broker-dealers* e outras figuras que podem cumular algumas dessas funções, que nem sempre oferecem transparência absoluta sobre os preços e quantidades das ordens e ofertas recebidas. Aliada a esta limitação informacional, ainda há o fato de que o preço pode ser apenas um dos elementos que precisam ser considerados na definição do que se entende como a melhor execução para o cliente.⁵

Ainda que seja utilizado como referência de preços para o atendimento da melhor execução, a divulgação pública do NBBO (National Best Bid and Offer, as melhores ofertas de compra e de venda disponíveis nos centros de negociação nos EUA) não soluciona todos os problemas, uma vez que, até em razão de limitações técnicas, pode não representar a última informação disponível sobre os preços e quantidades das últimas ofertas nos diversos mercados.⁶ Essas limitações acabam sendo confirmadas pelo fato de que muitos intermediários têm como modelo de negócios oferecer melhores preços que aqueles sinalizados no NBBO, como fator de atração da clientela.

A questão é agravada pelo fato de que os investidores de varejo são tipicamente pouco informados sobre as complexidades e riscos envolvidos no processo de execução de operações, sem conseguir aferir a qualidade do serviço prestado pelo intermediário. Nessa condição, dependem da observância dos deveres insitos à prestação de serviços de intermediação, em particular do *best execution*.

Alguns trabalhos empíricos suportam a conclusão pela presença de conflito de interesses, quando estão presentes os arranjos de PFOF. Em estudo muito citado, a partir da análise do comportamento de quatro intermediários com clientela de varejo, Battalio, Corwin, and Jennings (2016) concluem que *order routing decisions have an important impact on limit order execution quality and that routing decisions based primarily on rebates/fees are inconsistent with*

5 Incorporando a experiência internacional a respeito, ao tratar do dever de melhor execução a Resolução CVM n.º 35/2021 faz referência ao preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza e “qualquer outra consideração relevante para execução da ordem” (art. 20, com redação dada pela Resolução CVM n.º 134/2022)

6 “[...] proprietary firms that trade against incoming order flow are not limited to obtaining only SIP data-- they are free to subscribe to private linkages from various market centers. SIP data contain only top of book prices and depth at each market center. Private linkage direct feeds, however, can contain detailed depth of book information and are generally disseminated with lower latency than the SIP data feeds.” DAVIES, Ryan J.; SIRRI, Erik K. *The Economics of Trading Markets*. In: FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; GREENE, Edward F.; PATEL, Menesh S. (org.). *Securities market issues for the 21st century*. New York: [s.n.], 2018, p. 185.



best execution. Outras constatações importantes dos mesmos autores incluem o fato de que (i) os benefícios recebidos pelos intermediários não são compartilhados com os clientes e que (ii) o oferecimento de outros serviços como análise e alocação em IPOs desincentivam os clientes a escolher os intermediários em função da qualidade dos serviços de execução.⁷

No caso americano, conforme o regime vigente em 2022 a existência de arranjos para uso de PFOF pelo intermediário implica certas obrigações adicionais de transparência na relação com o cliente. A informação sobre seu uso é necessariamente apresentada em três ocasiões: na abertura da conta,⁸ em atualizações anuais e por ocasião da confirmação dos negócios realizados, ou ainda mediante solicitação do cliente a respeito.⁹ Para esses fins, *por payment for order flow* entende-se *any monetary payment, service, property, or other benefit that results in remuneration, compensation, or consideration to a broker or dealer from [any broker or dealer, or exchange] in return for the routing of customer orders*.¹⁰ Adicionalmente, a SEC exige ainda relatórios trimestrais em que o intermediário deve informar as instituições destinatárias das ordens redirecionadas e apresentar uma descrição da relação contratual com cada uma delas, incluindo a forma de recebimento do PFOF e outros arranjos de compartilhamento de resultados.¹¹

Esse regime de transparência é objeto de muitas críticas. Segundo Ferrell, resulta em uma figura necessariamente incompleta e que não atinge os objetivos desejados, uma vez que *an investor should not necessarily be concerned with brokerage receipt of side payments per se, but rather the extent to which the broker is forgoing price-improvement opportunities as a result*. As informações

7 BATTALIO, Robert; CORWIN, Shane A.; JENNINGS, Robert. Can brokers have it all? On the relation between make-take fees and limit order execution quality. *The Journal of Finance*, v. 71, n. 5, 2016, p. 2193–2238. A literatura a respeito é vasta. Vide ainda CIMON, David A. Broker routing decisions in limit order markets. *Journal of Financial Markets*, v. 54, June 2021; ANAND, Amber; SAMADI, Mehrdad; SOKOBIN, Jonathan; VENKATARAMAN, Kumar; GOLDSTEIN, Itay. Institutional Order Handling and Broker-Affiliated Trading Venues. *The Review of Financial Studies*, v. 34, n. 7, p. 3364–3402, 2021.

8 17 CFR § 242.607 - Customer account statements: “§ 242.607 Customer account statements. (a) No broker or dealer acting as agent for a customer may effect any transaction in, induce or attempt to induce the purchase or sale of, or direct orders for purchase or sale of, any NMS stock or a security authorized for quotation on an automated inter-dealer quotation system [...], unless such broker or dealer informs such customer, in writing, upon opening a new account and on an annual basis thereafter, of the following: (1) The broker’s or dealer’s policies regarding receipt of payment for order flow from any broker or dealer, national securities exchange, national securities association, or exchange member to which it routes customers’ orders for execution, including a statement as to whether any payment for order flow is received for routing customer orders and a detailed description of the nature of the compensation received; [...]”

9 17 CFR § 242.606 - Disclosure of order routing information

10 17 CFR § 240.10b-10 - Confirmation of transactions.

11 17 CFR § 242.606 - Disclosure of order routing information.



obrigatórias acima mencionadas não colaboram nesse sentido.¹² Ademais, é bem provável que a maior parte dos clientes de varejo não leia todo o material disponibilizado por sua corretora. Ou, ainda que o faça, não compreenderia o seu alcance ou não tomaria essas informações em consideração no seu processo de escolha de um intermediário para promover a prestação dos serviços de execução de operações.

Como antecipado, o contexto da proliferação do PFOF permitiu o desenvolvimento de modelos de negócios de “comissão zero”, cujo exemplo mais proeminente é a Robinhood Financial, LLC. Seu sucesso é também devido às inovações incorporadas ao seu aplicativo de negociações (utilizado em dispositivos móveis), que incentiva a negociação mais frequente pelos clientes (com a chamada “gamificação” da negociação), ao mesmo tempo em que não exige saldos mínimos em conta.¹³

Algumas práticas da Robinhood não passaram ilesas pela fiscalização da SEC. Em dezembro de 2020 a agência reguladora americana anunciou a existência de uma investigação envolvendo a corretora, que posteriormente resultou em um acordo, com o pagamento de US\$ 65 milhões pela instituição. A acusação foi a de omitir certas informações dos clientes e prover outras enganosas sobre o recebimento de valores e o direcionamento dos fluxos de ordens, no período de 2015 a 2018. Segundo a SEC, ao mesmo tempo em que alardeava a prática da “comissão zero”, omitia-se que tal conduta resultava de altos valores recebidos a título de PFOF, sendo que nos casos estudados as ordens dos cliente foram executadas a preços piores que aqueles obtidos por outros intermediários.¹⁴

Nas declarações públicas sobre o caso, a SEC destacou a importância da necessidade de apresentação dos custos reais de execução por meio da Robinhood, em particular no que se refere à qualidade da execução das ordens. O uso mais

12 FERRELL, Allen. A Proposal for Solving the Payment for Order Flow Problem. *Southern California Law Review*, v. 74, n. 4, 2001, p. 1071-1072. No mesmo trecho, continua o autor: “The SEC’s approach has other serious shortcomings, which further undermine the disclosure requirements’ effectiveness. First, the disclosure requirements do not adequately deal with internalization of order flow and, therefore, address only a portion of the problem. This is a problem generic to a regulatory approach relying on disclosure of order-flow payments. It would be extremely difficult for a regulator to measure the implicit order-flow payment given in exchange for internalized order flow. Second, order-flow payments are defined by regulation as a monetary inducement exceeding a securities market’s service fee. An inducement is an inducement whether it takes the form of a service-fee reduction or a cash rebate”.

13 Outras instituições também passaram a adotar modelos semelhantes, como Webull, SoFi Securities e mesmo instituições mais tradicionais como Interactive Brokers, TD Ameritrade, E*Trade Financial, Ally Financial, Charles Schwab e Fidelity.

14 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Charges Robinhood Financial with Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution**. Press release n.º 2020-321. Washington: SEC, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>. Acesso em: 18 jul. 2022.



intensivo de tecnologia pela participante não a eximia da observância das regras relativas à melhor execução.¹⁵

Como reação às críticas à atual sistemática de PFOF nos EUA, a SEC anunciou sua intenção de promover mudanças no funcionamento do mercado de ações, ainda em 2022, com o foco declarado de proteção de investidores individuais e companhias e em especial no que refere à execução de ordens. No entendimento da agência reguladora americana, seria necessário privilegiar a execução ao melhor preço, evitando-se a prevalência do conflito de interesses e a limitada competição no caso das ordens de pequenos investidores.¹⁶ Em declaração a respeito, o presidente da SEC afirmou que *brokers profit when investors trade [...] For those brokers who have these arrangements — and not all do — higher trading volume generates more payment for order flow. What makes the current zero-commission brokerage environment different is that investors do not see their costs as they're executing trades, so they may perceive them as free.*¹⁷

Em discurso de junho de 2022, o *chairman* da agência antecipou que as novas regras poderiam incluir (i) um processo de leilão para aumentar a competição entre os serviços prestados a pequenos investidores, (ii) a harmonização dos incrementos em que as ações podem ser negociadas para menos de um centavo de dólar em diferentes locais de negociação e (iii) o aperfeiçoamento da regra de “melhor execução”.¹⁸

A iniciativa de criar alternativas à estrutura existente foi reforçada pelas conclusões da própria SEC após a investigação sobre o caso das *meme stocks*, no início do ano de 2021, que apontou diversos incentivos indevidos à negociação mais intensa pelos investidores menos sofisticados.¹⁹

15 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. SEC Charges Robinhood Financial with Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution. Press release n.º 2020-321. Washington: SEC, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>. Acesso em: 18 jul. 2022.

16 DOW JONES NEWSWIRES. SEC prepara mudança em regras para ações. **Valor Econômico**, 7 jun. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/07/sec-prepara-mudanca-em-regras-para-acoes.ghtml>. Acesso em: 19 jul. 2022.

17 STAFFORD, Philip. Gensler says SEC to review payment for order flow. **Financial Times**, 9 jun. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/83dff8fc-14ac-4e67-a969-20b358c349e8>. Acesso em: 18 jul. 2022.

18 MEGAW, Nicholas; DARBYSHIRE, Madison. Plano da SEC para ações atrai críticas. **Valor Econômico**, 9 jun. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/09/plano-da-sec-para-acoes-atrui-criticas.ghtml>. Acesso em: 19 jul. 2022.

19 Uma das conclusões do relatório foi: “Consideration should be given to whether game-like features and celebratory animations that are likely intended to create positive feedback from trading lead investors to trade more than they would otherwise. In addition, payment for order flow and the incentives it creates may cause broker-dealers to find novel ways to increase customer trading, including through the use of digital engagement practices”. Vide SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Staff report on equity and options market structure conditions in early 2021**. Washington, DC: SEC, 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf>. Acesso em: 19 out. 2021, p. 44.



A visão de outros reguladores internacionais sobre o PFOF

Fora dos EUA, o tratamento da questão varia em razão das diferentes estruturas de mercado e das posturas dos seus órgãos reguladores. No caso do Reino Unido, pelo menos desde 2012 - quando a FCA (Financial Conduct Authority) se manifestou inicialmente sobre o assunto - entende-se pela inadequação da prática às prescrições relativas ao dever de best execution. Outra publicação da FCA de 2014 reiterou as mesmas constatações, concluindo que PFOF *can damage the transparency of the price formation process, thus undermining best execution and limiting effective competition in the interests of consumers*.²⁰

A FCA considera o PFOF incompatível com as regras para prevenção de conflitos de interesses e tratamento de incentivos pelos intermediários. De fato, em nova publicação de 2019, quando atualizou as conclusões sobre a temática a partir da experiência com a supervisão direta dos participantes do mercado local, a FCA afirmou que os conflitos de interesse criados pelo PFOF decorrem de os intermediários terem incentivos para executar as ordens de seus clientes baseados na disposição de receber remuneração.²¹ Dessa forma, o intermediário poderia comprometer os resultados para os clientes na busca de maiores ganhos para si.

Ainda no contexto europeu, a mais recente proliferação do uso massificado de intermediários com o modelo de “comissões zero” deu novo impulso ao debate. Em comunicado de julho de 2021, a European Securities and Markets Authority (ESMA) tornou pública uma manifestação sobre os diversos riscos associados ao uso da sistemática do PFOF, exortando os diversos reguladores nacionais a incluir a matéria como prioridade de supervisão nos anos de 2021 e 2022. Na avaliação da ESMA, o PFOF causa um “claro conflito de interesses entre o intermediário e seus clientes porque o incentiva a escolher o terceiro [para quem será enviada a ordem] que oferece o maior pagamento, ao invés do melhor resultado possível para seus clientes”.²² O melhor resultado inclui a

20 FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **Best execution and payment for order flow**. TR14/13. London: FCA, 2014. (Thematic Review), p. 3.

21 FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **Payment for order flow (PFOF)**. Pub ref: 005980. London: FCA, 2019. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/multi-firm-reviews/payment-for-order-flow-pfof.pdf>. Acesso em: 18 jul. 2022.

22 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **ESMA warns firms and investors about**



conjugação de diversas variáveis, em particular o preço propriamente dito e os diversos custos relacionados à execução (*total consideration*).

Nesse sentido, no contexto do MiFID II, um arranjo de PFOF deve respeitar a observância dos deveres de melhor execução, de administração de conflitos de interesses e de adequado tratamento de incentivos.²³ Contudo, à luz do regramento europeu, de fato o uso do *payment for order flow* parece ser de difícil implementação sem a infração a alguns desses dispositivos. A ESMA esclarece em seu comunicado que a escolha de um sistema ou local de execução *should be solely driven by the aim of obtaining the best possible result for clients and should in no way be influenced by the amount of PFOF the third party is willing to provide* - o que, conforme visto, não parece ser o que efetivamente acontece. A questão é particularmente sensível para os clientes de varejo, que tendem a ter menor capacidade analítica para compreender os dados sobre a qualidade da execução de suas ordens.²⁴

Adicionalmente, em termos de transparência a ESMA interpreta que as informações relativas à existência, características e valores de PFOF devem ser informadas de maneira clara para o cliente. Cuidado equivalente deve ser tomado com o marketing em torno dos serviços com “comissão zero”, de forma a não criar incentivos indevidos para *gaming* or comportamento puramente especulativo.²⁵

No mesmo sentido, em abril de 2021, a CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), regulador italiano do mercado de ações, emitiu um comunicado reconhecendo que os principais intermediários que operam na Itália e prestam serviços com baixa ou nenhuma comissão (muitas vezes associados às práticas de PFOF), são geralmente autorizados em poucos países membros da União Europeia e prestam serviços fora desses países com base no denominado *passporting regime*.²⁶ Nesse comunicado, a CONSOB deixa clara a sua disposição de avaliar a compatibilidade do PFOF e a disciplina vigente na União Europeia quanto à melhor execução, com especial ênfase à qualidade

risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-commission brokers.” Public statement ESMA 35-43-2749, 13 jul. 2021. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/content/esma-warns-firms-and-investors-about-risks-arising-payment-order>. Acesso em: 18 jul. 2022.

23 Respectivamente, article 24(1) e 27(1); article 27(2); e article 24(8) e (9) da MiFID II.

24 No mesmo comunicado, a ESMA destacou a prática indevida de apresentação de uma lista de locais ou sistemas para execução das ordens, para que o cliente possa fazer sua escolha, na qual as entidades com arranjos de PFOF recebessem maior destaque, induzindo a escolha do cliente.

25 Ibid, p. 3-4.

26 Regime que permite que firmas registradas na European Economic Area - EEA (União Europeia, Noruega, Islândia e Lichtenstein) operem em qualquer país da EEA sem necessidade de autorização adicional.



dos serviços prestados aos investidores.²⁷

Adicionalmente, em 2022 os reguladores europeus publicaram estudos empíricos sobre a temática do PFOF. A AFM (Dutch Authority for the Financial Markets) desenvolveu uma metodologia denominada *Comparative Pricing Model*, a partir da qual é possível aferir a qualidade da execução num determinado ambiente, com base nos dados de pós-negociação - comparando-se os preços de execução em um ambiente com aqueles observados em outros onde os mesmos valores mobiliários são negociados.

A análise realizada mostrou resultados de execução estruturalmente piores nos ambientes de negociação que praticam o pagamento pelo fluxo de ordens, quando comparados a negócios reais que ocorreram em outros sistemas de negociação, no mesmo momento.²⁸ De fato, os dados mostram que em 68,8% dos casos, a execução do negócio não ocorreu no melhor interesse do cliente. O percentual sobe para 72% quando a comparação se dá entre o ambiente que pratica o PFOF e a Euronext Amsterdam, que apresenta a maior liquidez dentre os mercados supervisionados pela AFM.

Utilizando a mesma metodologia desenvolvida pela AFM, a CNVM (Comisión Nacional del Mercado de Valores) da Espanha também publicou, em março de 2022, uma análise sobre a qualidade da execução de um intermediário que não cobra corretagem dos seus clientes de varejo²⁹. A avaliação feita pelo regulador espanhol também enfoca a qualidade da execução. Para tanto, o estudo considerou os negócios executados em um ambiente de negociação que pratica o PFOF, com a intermediação de um determinado *broker* e somente com ações emitidas por companhias espanholas.

Em suma, o estudo consistiu na comparação entre os preços de execução no ambiente selecionado e os preços observados em outros sistemas que apresentavam alta liquidez para negociação das mesmas ações. Os resultados mostram que no período observado (primeiro semestre de 2021), a melhor execução foi raramente proporcionada pelo intermediário que roteou as ordens de seus

27 COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA. **Consob statement on cases of exceptional volatility in the trading of stocks and the use of social forums and web trading platforms.** [s.l.]: CONSOB, 2021. Disponível em: https://www.consob.it/documents/46180/46181/statement_20210413.pdf/8ca09912-9ce3-4964-b296-1d246f6e1b30. Acesso em: 18 jul. 2022.

28 DUTCH AUTHORITY FOR THE FINANCIAL MARKETS. **Assessing the quality of executions on trading venues: The "Comparative Pricing Model."** Amsterdam: AFM, 2022. Disponível em: <https://bit.ly/3bbDO4Q>. Acesso em: 29 jul. 2022.

29 COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. **Payment for order flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks.** Madrid: CNMV, 2022. Disponível em: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Analisis_PFOFen.pdf. Acesso em: 29 jul. 2022.



clientes para o ambiente que praticou o PFOF. Mais precisamente, a melhor execução foi proporcionada em apenas 3,3% dos casos, ao passo que, em 86% dos negócios, os preços obtidos pelos clientes foram inferiores àqueles disponíveis na pior alternativa de sistema de negociação existente.

Com o mesmo objetivo de examinar se o uso de PFOF é benéfico ou prejudicial a investidores de varejo, a autoridade alemã, Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), examinou a qualidade da execução de ordens em tais ambientes. Foi avaliada a execução de ordens relativas a negócios com ações de emissores alemães, em comparação com os mercados europeus mais líquidos.

O trabalho, denominado *Study into execution quality on selected German trading platforms*, foi conduzido pela Securities Supervision Data Analysis Unit da BaFin e foi publicado em abril de 2022³⁰. Em síntese, os resultados mostram que para as ordens menores (até EUR 2.000,00 para ativos que compõem o índice DAX e até EUR 500,00 para ativos que não integram o índice), a execução em ambientes que praticam o PFOF foi predominantemente benéfica para o cliente, considerando-se os custos de transação envolvidos. No entanto, para volumes maiores e com liquidez reduzida nos mercados de referência no momento da execução da ordem, os benefícios se perderam.

A despeito de ter utilizado metodologia semelhante àquela desenvolvida pela AFM, a autoridade alemã obteve resultados distintos dos observados nos estudos realizados nos Países Baixos e na Espanha. Tais resultados não impediram o regulador alemão de apoiar as preocupações externadas pela ESMA quanto aos conflitos de interesses suscitados pela prática de pagamento pelo fluxo de ordens. No entanto, é opinião da BaFin que eventual banimento da prática na Europa deve ser precedido de uma cuidadosa avaliação dos potenciais impactos da medida, bem como da análise de medidas regulatórias menos restritivas, mas que preservem o interesse do investidor.

A Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO) também se debruçou sobre o assunto, produzindo relatórios que, de forma direta ou indireta, tocam o tema do PFOF. Dentre eles, destaca-se o relatório *Order Routing Incentives*, de 2017.³¹ Ao contrário de outros estudos da própria IOSCO - que costumam resultar na edição de princípios, recomendações ou “melhores práticas”, o trabalho não chegou a ser mais assertivo a respeito das medidas regu-

30 BAFIN Federal Financial Supervisory Authority. *Study into execution quality on selected German trading platforms*. Frankfurt: BaFin, 2022. Disponível em: <https://bit.ly/3vpkEiO>. Acesso em: 29 jul. 2022.

31 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Order Routing Incentives*: final report. Report n.º FR08/2017. Madrid: IOSCO, 2017.



latórias que deveriam ser aplicadas.

Nesse estudo de 2017, a IOSCO sintetiza os fatores determinantes para a escolha do intermediário sobre a forma com que se dará a execução das operações para seus clientes: (i) os benefícios monetários recebidos de terceiros, (ii) a possível vinculação de outros serviços oferecidos ao cliente (além da própria execução de ordens) e (iii) possíveis ligações do intermediário com o local ou sistema onde se dará a execução.

Uma importante constatação da IOSCO diz respeito à grande variação de abordagens regulatórias para tratamento do assunto, o que não pode ser dissociado do tratamento regulamentar dos deveres de melhor execução, conflitos de interesses e da própria estrutura do mercado secundário local. Há casos em que o intermediário é obrigado a dar transparência sobre quaisquer arranjos contratuais destinados ao roteamento de ordens, o que inclui informações sobre os valores recebidos pela venda do fluxo de ordens (*e.g.*, SEC Rule 606). Em outras situações, a questão é referida no contexto de tratamento adequado de conflitos de interesses e do necessário privilégio do interesse do cliente. Este é o caso de Hong Kong, Japão e Suíça.

Já outros países inviabilizam (em termos práticos) a existência de pagamentos que envolvam as ordens de clientes de varejo (*e.g.*, Austrália), enquanto outros interpretam que tais arranjos de remuneração seriam incompatíveis com as regras gerais da União Europeia relativas a melhor execução e tratamento de incentivos (Reino Unido). Há ainda um outro conjunto de países que à época da publicação da IOSCO não possuíam regras específicas (são expressamente mencionados, além do Brasil, Turquia, Paquistão, México e Marrocos), sendo a ausência de normas parcialmente justificada, em alguns casos, pela inexistência de fragmentação da negociação no mercado secundário.³²

A Austrália tem uma abordagem particularmente interessante, na medida em que, embora não seja diretamente proibido, o PFOF mostra-se incompatível com a regulamentação em vigor desde 2018. As regras de integridade de mercado da ASIC (Australian Securities and Investments Commission) proíbem que um participante de mercado faça pagamentos para outra pessoa (física ou jurídica) em troca da oportunidade de executar ordens, quando o valor do pagamento superar o valor da comissão recebida pelo participante, o que impede a adoção de corretagem zero por intermediários que se beneficiem do PFOF.

32 Para uma síntese dessas abordagens, vide *Ibid.*, p. 8 e segs.



Na prática, o PFOF não existe na Austrália por não ser comercialmente lucrativo em razão de muitas ações serem negociadas com *spread* fechado (*tick-constrained*) e a regulação (Parte 6.1 das Regras de Integridade do Mercado) determinar que haja uma melhora de preço significativa para negócios fechados fora de bolsa. Esses dois fatores fazem com que os negócios sejam executados no chamado *midpoint* quando o *spread* é de dois ou menos *ticks sizes* (um *tick size* corresponde à variação mínima de apreçoação), o que reduz as possibilidades de lucro por quem deseja operar *spreads*, tornando a prática pouco atrativa.

No Canadá, o PFOF é proibido por uma regra do autorregulador. De fato, a IIROC (Investment Industry Regulatory Organization of Canada) veda que intermediários façam pagamentos a cliente (conceito que, nesse contexto, inclui outro intermediário) em retribuição ao recebimento de uma ordem para execução. A proibição consta da Regras de Integridade do Mercado (IIROC's *Universal Market Integrity Rules* – UMIR), segundo as quais (Rule 7.5) um intermediário está proibido de executar, seja como agente, seja como principal, uma transação em que haja comissões negativas. Por exemplo, ao executar uma ordem de compra de um cliente, o intermediário não pode pagar nenhum benefício com valor monetário que resulte em um preço líquido para o cliente que seja menor do que o preço do ativo no mercado em que é negociado.³³

O PFOF no Brasil sob o regime da Instrução CVM n.º 461/2007 e da Resolução CVM nº 35/2021

A despeito de ter um mercado de bolsa totalmente concentrado, com apenas uma entidade administradora autorizada a funcionar no país, e a proibição regulatória da internalização de ordens (que se depreende do disposto no artigo 59 da Instrução CVM nº 461/2007)³⁴, o Brasil passou a integrar em 2019 o rol dos países em que a prática de PFOF é admitida.

A entrada do Brasil nesse grupo é bastante *sui generis*, pois não se deu como decorrência da fragmentação do mercado e da disputa pelo privilégio de execu-

³³ Destaque-se que os negócios executados fora de bolsa no Canadá devem ser imediatamente reportados para um mercado regulamentado para fins de transparência pós-negociação.

³⁴ “Art. 59. É vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela CVM.”



tar as ordens dos clientes, mas como parte de uma estratégia que busca conciliar interesses distintos dos vários *stakeholders*: intermediários, administrador de mercado e investidores, com resultados ainda não totalmente mapeados.

O marco inicial do PFOF no Brasil se deu em 2019 com a introdução das chamadas ofertas RLP (*Retail Liquidity Provider*). Esse tipo de oferta somente pode ser emitido por um intermediário participante da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão e tem como contrapartes necessárias os clientes, próprios ou de outros intermediários cujo fluxo de ordens tenha sido adquirido.

A prática do pagamento pelo fluxo de ordens está permitida para que um intermediário ceda onerosamente a outro a possibilidade de que o cessionário também possa ser contraparte dos clientes do cedente desse fluxo, o que amplia as possibilidades de atuação de alguns intermediários, ao tempo em que proporciona ao cedente uma remuneração.

As ofertas RLP foram inicialmente permitidas no mercado brasileiro para um período experimental, que teve início em agosto de 2019, com uso limitado aos minicontratos futuros de dólar dos EUA e de IBOVESPA.³⁵ Em dezembro de 2020, o Colegiado da CVM ampliou seu escopo e o período dos testes em curso, expandindo a experiência para um grupo selecionado de ações.³⁶

Mesmo com a ampliação, não houve, no entanto, alteração das características básicas das ofertas RLP, quais sejam: funcionam apenas no sistema operacional da B3 e somente podem ser emitidas por intermediários, com validade para o dia da emissão. A contraparte necessária é um cliente de varejo do próprio intermediário ou um cliente do intermediário que lhe tenha cedido o fluxo de ordens. O uso da sistemática depende de expressa autorização dos clientes.

Ademais, a oferta RLP é do tipo *pegged*, ou seja, indica apenas a quantidade de compra ou venda e o ativo que deseja negociar, pois o preço é contínua e automaticamente ajustado pelo sistema de negociação para o melhor preço de compra ou o melhor preço de venda.

Uma característica importante dessas ofertas é a alteração da priorização para

35 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 21/05/2019**. Proposta de alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. Proc. SEI 19957.002097/2016-90. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em: 30 jul. 2022.

36 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata da Reunião do Colegiado n.º 47, de 15.12.2020**. Proposta de ampliação do programa experimental da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão relativo às ofertas RLP (*Retail Liquidity Provider*) - proc. SEI 19957.002097/2016-90. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1.html. Aceso em: 30 jul. 2022.



fechamento de negócios. O artigo 73, parágrafo único da Instrução CVM nº 461/2007 determina que a formação de preços em sistemas centralizados e multilaterais de negociação se dê com precedência à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada no sistema de negociação. É o que se chama de priorização preço-tempo.³⁷

As ofertas RLP foram classificadas como um procedimento especial de negociação previsto no regulamento da B3, razão pela qual foi possível utilizar a exceção contida no próprio parágrafo único do artigo 73 para acrescentar uma variável ao critério de priorização. Assim, o critério de priorização para fechamento de negócios contra uma oferta RLP é preço-intermediário-tempo, o que significa que a oferta do intermediário sempre terá prioridade para fechamento contra as ofertas de seus próprios clientes, uma vez que a oferta RLP assume o melhor preço constante do livro de ofertas.³⁸

Nota-se que no caso brasileiro o PFOF difere dos modelos existentes em outros países, mas mantém a característica principal da prática de pagamento pelo fluxo de ordens, que é a remuneração do intermediário pelo direcionamento das ordens de seus clientes para terceiros.

Sob o ponto de vista das obrigações dos intermediários, convém destacar algumas das disposições constantes da Resolução CVM nº 35/2021, que estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações, particularmente aquelas destinadas à prevenção e tratamento dos conflitos de interesses. O caput do artigo 31, por exemplo, estabelece que o intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes. O parágrafo único, por sua vez, veda que o intermediário privilegie seus próprios interesses ou os interesses de pessoas a ele vinculadas, em detrimento dos interesses de clientes.

Já no artigo 32, a norma determina que o intermediário tenha regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses

37 “Art. 73. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente: I – a regular, adequada e eficiente formação de preços; II - a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços. Parágrafo único. Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento.”

38 Para uma visão sobre o funcionamento do RLP, vide COSTA, Isac Silveira da. Oferta RLP, XP Facilitation e Internalização à Brasileira. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 92, p. 15-45, 2021.



dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos. Eles devem ser identificados e, uma vez materializados, as regras, procedimentos e controles internos devem permitir que o intermediário realize operações em nome do cliente, com independência e que a existência e a fonte do conflito sejam informadas, antes de realizar a operação.

No regime descrito não há, no entanto, um tratamento específico quanto aos benefícios que podem ser auferidos pelos intermediários, ao direcionarem ordens de clientes para determinado ambiente de negociação. A despeito disso, a vedação a que se privilegie interesse próprio em detrimento de clientes é um comando geral e suficientemente amplo para prevenir a materialização de conflitos, tais como os suscitados pelo PFOF.

Nesse sentido, a norma brasileira parece estar alinhada à europeia. Como se verá adiante, em conjunto com a alteração promovida pela Resolução CVM nº 134/2022 no regime da Resolução CVM nº 35/2021, é forçoso concluir que, num cenário de fragmentação do mercado secundário no Brasil, o recebimento de pagamento pelo fluxo de ordens não poderá determinar a escolha do intermediário pelo ambiente para a execução das ordens de seus clientes.

O novo tratamento do PFOF na Resolução CVM n.º 134/2022

A Resolução CVM nº 134/2022, em vigor a partir de 02 de janeiro de 2023, altera a mencionada Resolução CVM nº 35/2021. As alterações aperfeiçoam as obrigações do intermediário quanto à melhor execução de ordens, determinando que ele adote todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente. Para tanto, deverão ser observados o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem (nova redação do art. 20 da Resolução CVM n.º 35/2021).³⁹

³⁹ “Art. 20. O intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem. § 1º Ressalvado o disposto no § 2º, na aplicação dos critérios relacionados no caput para aferição da melhor execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, conforme regulamentação específica, deve ser considerado como fator preponderante o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor. § 2º Quando houver instrução específica, o intermediário deve executar a ordem na condição indicada pelo cliente.”



O novo regime também estabelece que, para a aferição da melhor execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, deve ser considerado como fator preponderante o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.

A nova redação do artigo 31 da Resolução CVM nº 35/2021 determina que o intermediário não considere, para fins da decisão que proporcione a melhor execução, eventuais benefícios de qualquer natureza que não sejam repassados ao cliente.⁴⁰ Ou seja, essa redação não impede a existência de arranjos de PFOF no mercado brasileiro. No entanto, deixa claro que sua existência não pode comprometer a melhor execução para o cliente, na medida em que esse é um dos principais instrumentos regulatórios para a prevenção dos conflitos de interesse.

Ao longo da audiência pública que resultou na Resolução CVM n.º 134/2022, o tópico chegou a ser objeto de críticas por alguns participantes. Mencionou-se que a redação proposta pela CVM no edital seria “vaga” e que a norma deveria “esclarecer quais seriam os benefícios auferidos que não poderiam ser considerados pelos intermediários” no processo decisório sobre melhor execução. Mas a sugestão não foi acatada pela autarquia, sob o argumento de que a norma dificilmente conseguiria antecipar todos os tipos de benefícios que o texto buscava contemplar. Em seus comentários, a CVM reforçou ainda que “quaisquer benefícios auferidos pelo intermediário que não sejam repassados ao cliente não podem nortear as decisões a respeito do mercado onde se dará execução de ordens dos seus clientes”.⁴¹

Ainda na audiência pública, outros comentários sobre o mesmo tema foram mais incisivos, sugerindo inclusive a proibição de quaisquer mecanismos que pudessem gerar conflitos, como “concessão de rebates, o pagamento pelo fluxo de ordens ou a participação no resultado ou no capital de entidade administradora em decorrência do direcionamento de ordens para sua plataforma”. Mas as sugestões nesse sentido também não foram acatadas, sob o argumento de que a proposta normativa já estabeleceria um regime adequado.⁴²

40 “Art. 31. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes. § 1º É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes. § 2º O intermediário não deve considerar, para fins da decisão de que trata o art. 20, eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente.”

41 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise - Audiência Pública SDM nº 9/19*. Rio de Janeiro: CVM, 2022, p. 245.

42 *Ibid*, p. 246.



Embora a vedação a que o intermediário privilegie seu interesse ou o interesse de pessoa a ele vinculada em detrimento do interesse de seu cliente esteja presente na redação original do artigo 31 da Resolução CVM nº 35/2021, o parágrafo 2º inserido no mesmo artigo pela Resolução CVM nº 134/2022, especifica qual deve ser a conduta do intermediário para garantir a melhor execução em situações em que receba benefícios não repassados ao cliente. Quanto a isso, a norma determina que o intermediário não considere tais benefícios e aja de forma a proporcionar a execução no melhor interesse de seus clientes.

Considerações finais

Como visto, no ano de 2022 o tema do PFOF tem recebido grande atenção, com diversos reguladores internacionais destinando recursos para estudar seus efeitos e elaborar alternativas regulatórias que mitiguem efeitos danosos, do ponto de vista da proteção dos investidores. Em especial a partir das iniciativas já anunciadas pela SEC e pelo esforço empreendido mais recentemente no ambiente europeu, é provável que haja mudanças no tratamento regulamentar a respeito no futuro próximo.

No Brasil a proposta trazida pela CVM no Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19 acabou por ser incorporada à Resolução CVM n.º 134/2022, paralelamente às mudanças em termos de funcionamento de mercado contidas na Resolução CVM n.º 135/2022. A alternativa escolhida pelo regulador local foi a de privilegiar a proteção do cliente, sem impor uma vedação absoluta ao uso da prática.

Apenas à medida que as práticas de mercado evoluírem e novos modelos de negócios forem colocados em funcionamento, os efeitos da opção regulatória brasileira poderão ser avaliados. Mas, conforme se demonstrou, o tema é merecedor de cuidadoso estudo por se situar em um campo de difícil enfrentamento, o dos conflitos de interesses na atividade de intermediação.



Referências

ANAND, Amber; SAMADI, Mehrdad; SOKOBIN, Jonathan; VENKATARAMAN, Kumar; GOLDSTEIN, Itay. Institutional Order Handling and Broker-Affiliated Trading Venues. **The Review of Financial Studies**, v. 34, n. 7, p. 3364–3402, 2021. DOI: 10.1093/rfs/hhab004.

BAFIN FEDERAL FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY. **Study into execution quality on selected German trading platforms**. Frankfurt: BaFin, 2022. Disponível em: <https://bit.ly/3vpkeio>. Acesso em: 29 JUL. 2022.

BAIR, Sheila. SEC needs to find a way to curb payment for order flow. **Financial Times**, 8 set. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/696a15e0-64f1-4800-af79-4d0a882df5b2>. Acesso em: 18 jul. 2022.

BATTALIO, Robert; CORWIN, Shane A.; JENNINGS, Robert. Can brokers have it all? On the relation between make-take fees and limit order execution quality. **The Journal of Finance**, v. 71, n. 5, 2016, p. 2193–2238.

CIMON, David A. Broker routing decisions in limit order markets. **Journal of Financial Markets**, v. 54, June 2021. DOI: 10.1016/j.finmar.2020.100602.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise - Audiência Pública SDM nº 9/19**. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <https://bit.ly/3vqBKNG>. Acesso em: 30 jul. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 21/05/2019**. Proposta de alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. Proc. SEI 19957.002097/2016-90. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em: 30 jul. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata da Reunião do Colegiado nº 47, de 15.12.2020**. Proposta de ampliação do programa experimental da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão relativo às ofertas RLP (Retail Liquidity Provider) – proc. SEI 19957.002097/2016-90. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1.html Acesos em: 30 jul. 2022.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. **Payment for order flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks**. Madrid: CNMV, 2022. Disponível em: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Analisis_PFOFen.pdf. Acesso em: 29 jul. 2022.



COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA. **Con-sob statement on cases of exceptional volatility in the trading of stocks and the use of social forums and web trading platforms.** [s.l.]: CONSOB, 2021. Disponível em: https://www.consob.it/documents/46180/46181/statement_20210413.pdf/8ca09912-9ce3-4964-b296-1d246f6e1b30. Acesso em: 18 jul. 2022.

COSTA, Isac Silveira da. Oferta RLP, XP Facilitation e Internalização à Brasileira. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, v. 92, p. 15-45, 2021.

DAVIES, Ryan J.; SIRRI, Erik K. The Economics of Trading Markets. In: FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; GREENE, Edward F.; PATEL, Menesh S. (org.). **Securities market issues for the 21st century**. New York: [s.n.], 2018, p. 145–221.

DOW JONES NEWSWIRES. SEC prepara mudança em regras para ações. **Valor Econômico**, 7 jun. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/07/sec-prepara-mudanca-em-regras-para-acoes.ghtml>. Acesso em: 19 jul. 2022.

DUTCH AUTHORITY FOR THE FINANCIAL MARKETS. **Assessing the quality of executions on trading venues: The “Comparative Pricing Model”**. Amsterdam: AFM, 2022. Disponível em: <https://bit.ly/3bbDO4Q>. Acesso em: 29 jul. 2022.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-commission brokers”**. Public Statement ESMA 35-43-2749, 13 jul. 2021. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/content/esma-warns-firms-and-investors-about-risks-arising-payment-order>. Acesso em: 18 jul. 2022.

FERRELL, Allen. A Proposal for Solving the Payment for Order Flow Problem. **Southern California Law Review**, v. 74, n. 4, p. 1027-1088, 2001.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **Payment for order flow (PFOF)**. Pub ref: 005980. London: FCA, 2019. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/multi-firm-reviews/payment-for-order-flow-pfof.pdf>. Acesso em: 18 jul. 2022.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **Best execution and payment for order flow**. TR14/13. London: FCA, 2014. (Thematic Review).



FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; GREENE, Edward F.; PATEL, Me-nesh S. (org.). **Securities market issues for the 21st century**. New York: [s.n.], 2018.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Order Routing Incentives**: final report. Report n.º FR08/2017. Madrid: IOS-CO, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS-COPD564.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2020.

MEGAW, Nicholas; DARBYSHIRE, Madison. Plano da SEC para ações atraindo críticas. **Valor Econômico**, 9 jun. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/09/plano-da-sec-para-acoes-atraindo-criticas.gh.html>. Acesso em: 19 jul. 2022.

MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer. (org.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015.

MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer; FLECKNER, Andreas Martin. Regulating Trading Practices. In: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer. (org.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 596–632.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Charges Robinhood Financial with Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution**. Press release n.º 2020-321. Washington: SEC, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>. Acesso em: 18 jul. 2022.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Staff report on equity and options market structure conditions in early 2021**. Washington, DC: SEC, 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021.pdf>. Acesso em: 19 out. 2021, p. 44.

STAFFORD, Philip. Gensler says SEC to review payment for order flow. **Financial Times**, 9 jun. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/83df-f8fc-14ac-4e67-a969-20b358c349e8>. Acesso em: 18 jul. 2022.

2

SHADOW TRADING - INSIDER TRADING NAS SOMBRAS DA REGULAÇÃO

Guilherme Tadiello

Guilherme Tadiello é inspetor na Superintendência de Riscos Estratégicos da CVM. É bacharel em Administração de Empresas e mestre pela Universidade de São Paulo. Possui especialização em regulação do mercado de capitais e atua como representante da CVM na Estratégia Nacional de Combate à Corrupção e à Lavagem de Dinheiro (Enccla).



Shadow trading – Insider trading nas sombras da regulação

Resumo: Este artigo discute a prática conhecida como shadow trading, que consiste no uso de informações privilegiadas sobre uma empresa para negociar as ações de uma outra empresa não diretamente relacionada à informação, mas ligada economicamente à primeira. A atividade é definida, conforme literatura sobre o tema, e é apresentado um caso de enforcement conduzido pela SEC. Nessa linha, analisamos os fundamentos para proibição do insider trading nos Estados Unidos e no Brasil, trazendo o arcabouço legal que trata do assunto. Ao final, discutimos a legalidade do shadow trading no nosso país e os elementos necessários para fundamentar um processo sobre a prática.

Introdução

Dentro de um mesmo setor é comum as empresas apresentarem forte correlação entre si. Notícias sobre o macroambiente econômico podem afetar de maneira semelhante empresas concorrentes, e mesmo uma informação específica sobre uma empresa pode influenciar a cotação de seus pares mais próximos.

Se um diretor tem conhecimento de uma oferta de aquisição pela companhia na qual trabalha, é bastante evidente que ele não pode negociar as ações da empresa antes dessa informação tornar-se pública, sendo essa conduta enquadrada como uso indevido de informação privilegiada no direito brasileiro. Mas se ele negociar ações de um concorrente não envolvido na oferta de aquisição, essa prática poderia ser enquadrada como um tipo de insider trading?

O objetivo desse artigo é debater uma nova teoria de insider trading denominada shadow trading e responder essa questão, tomando como base publicações acadêmicas, livros, reportagens, a legislação brasileira e um caso de enforcement conduzido pela Securities and Exchange Commission (SEC).

Mehta, Reeb e Zhao (2021) postulam que informações confidenciais de uma companhia podem também ser relevantes para outras companhias a ela ligadas economicamente. Nesse sentido, shadow trading consiste no uso de informações privilegiadas sobre uma empresa para negociar as ações de uma outra empresa não diretamente relacionada à informação, mas ligada economica-



mente à primeira, como, por exemplo, uma concorrente ou parceira comercial. A motivação para negociar ativos de uma companhia correlata é o risco substancialmente menor desse tipo de negociação ser alvo de investigação por parte de reguladores. Segundo os pesquisadores, acusações envolvendo shadow trading são praticamente inexistentes, citando apenas duas ocorrências.

O tema ganhou repercussão recentemente com um caso levado à justiça americana pela SEC. Com essa ação, o regulador norte-americano colocou em teste as fronteiras das leis e regras que proíbem o insider trading.

O combate ao insider trading é uma das prioridades dos reguladores de valores mobiliários em todo o mundo. Tal prática mina a confiança dos investidores no mercado de capitais, com uma consequente diminuição dos investimentos realizados. Shadow trading, entretanto, é um tema muito menos documentado e debatido, encontrando-se em uma zona cinzenta da regulação, sem jurisprudência clara. A prática pode ser utilizada para contornar leis que proíbem o uso indevido de informação privilegiada e evadir-se do escrutínio por parte dos reguladores (MEHTA, REEB e ZHAO, 2021).

Com um histórico de enforcement limitado, insiders que realizam shadow trading enfrentam baixas taxas de detecção, poucas penalidades e não são dissuadidos de negociar as ações de empresas correlatas. Esses insiders podem entender a prática como sendo lícita devido à falta de definições e restrições expressas por parte dos reguladores (MEHTA, REEB e ZHAO, 2015).

Revisão da literatura

Como a atividade é pouco estudada e documentada, é difícil estimar o quão comum ela pode ser no mercado. Mehta, Reeb e Zhao (2021), em estudo empírico avaliando negociações informadas, encontraram evidências de que funcionários de empresas negociam ações de empresas parceiras e competidoras para contornar restrições que limitam sua possibilidade de explorar as informações a que têm acesso.

O referido estudo utiliza divulgações públicas relacionadas a demonstrações financeiras, fusões, aquisições e lançamento de novos produtos para identificar e mensurar possível atividade de shadow trading. Conforme detectado na pesquisa, imediatamente antes dessas informações se tornarem públicas, as ações de empresas correlatas apresentam níveis maiores de negociação informada. Cada um desses eventos pode representar uma oportunidade significativa de



obter lucro com a negociação da empresa ligada economicamente, podendo o ganho chegar a centenas de milhares de dólares.

Para validar os resultados, os pesquisadores avaliam hipóteses alternativas que poderiam explicar os resultados – por exemplo, que o trading informado é fruto de investidores sofisticados que utilizam métodos legais para tomar suas decisões de investimento. Entretanto, em dois testes Mehta, Reeb e Zhao (2021) descartam essas hipóteses alternativas, reforçando a percepção de que os resultados refletem atividade de shadow trading.

Outro ponto examinado na pesquisa, é se as empresas podem influenciar a atividade de shadow trading por meio de suas políticas de negociação. Para essa análise, os pesquisadores coletaram a política de negociação de 267 companhias, sendo que aproximadamente 53% delas continham algum tipo de cláusula vedando a negociação ou compartilhamento de informações sobre parceiros comerciais e competidores. Os autores mostram que a atividade de shadow trading é relativamente menor quando a firma possui vedações explícitas à prática em suas políticas internas.

Caso SEC vs. Panuwat

Ao passo que anualmente a SEC leva às cortes norte-americanas dezenas de casos de insider trading para julgamento, as ações envolvendo shadow trading são raras. Não há precedentes que permitam chegar a uma conclusão sobre quais os limites da regulação e como o judiciário norte-americano encara o assunto. Porém, em meados de 2021, a SEC ajuizou uma ação cível no Tribunal Distrital do Norte da Califórnia contra Matthew Panuwat pela prática de shadow trading, trazendo à baila o tema nas discussões sobre ilícitos nos mercados de capitais (SEC, 2021a).

Panuwat foi diretor sênior da empresa biofarmacêutica Medivation entre 2014 e 2017, responsável pelo desenvolvimento de novos negócios. Sua função incluía prospectar e avaliar oportunidades estratégicas para expandir os negócios da companhia, principalmente por meio de aquisições e licenciamento. Para exercer seu trabalho, o executivo acompanhava de perto o preço das ações, os negócios e o desenvolvimento de novos produtos de outras biofarmacêuticas, incluindo a Incyte, assim como as fusões e aquisições ocorridas no setor.

Em abril de 2016 a Medivation contratou bancos de investimento para assessorá-la na avaliação de suas opções estratégicas à luz dos esforços recentes de



uma farmacêutica francesa para adquirir a empresa. Panuwat, que possuía anos de experiência como um banqueiro de investimento e havia se especializado na indústria farmacêutica, trabalhou em conjunto com os banqueiros e outros altos executivos da Medivation para explorar as alternativas, incluindo uma fusão com outra companhia.

No curso de seus trabalhos, Panuwat revisou apresentações de autoria dos banqueiros que discutiam as empresas pares da Medivation na indústria biofarmacêutica. Em particular, os banqueiros identificaram muitas semelhanças entre a Medivation e a Incyte – ambas eram empresas biofarmacêuticas focadas em oncologia, de médio porte e com remédios aprovados para comercialização no mercado norte-americano.

Segundo a denúncia, Panuwat sabia que na época farmacêuticas de maior porte estavam interessadas em adquirir empresas de médio porte focadas em oncologia e que havia poucas empresas com essas características disponíveis no mercado. Assim, cada aquisição era materialmente relevante para as companhias remanescentes pois as tornava alvos potencialmente mais valiosos para aquisição, podendo afetar positivamente o preço das ações de tais companhias.

Panuwat também sabia que uma outra aquisição ocorrida em 2015 de empresa com porte semelhante à Medivation e Incyte havia resultado em uma valorização material de ambas as companhias após a divulgação.

Em meados de 2016, a Medivation buscou identificar se outras farmacêuticas de grande porte teriam interesse em adquiri-la por um preço maior que o oferecido inicialmente pela farmacêutica francesa.

Em agosto de 2016, Panuwat obteve informações confidenciais que a Medivation seria adquirida em breve com um prêmio significativo sobre o preço negociado das ações no mercado. Em 12 de agosto de 2016, os banqueiros enviaram a Panuwat um resumo das ofertas de potenciais compradores, indicando que ao menos cinco empresas estavam oferecendo uma aquisição em dinheiro com prêmio por ação em relação à cotação da empresa e que todos os potenciais adquirentes estavam preparados para avançar rapidamente.

Em 14 de agosto de 2016, Panuwat participou de uma reunião do conselho de diretores da Medivation que autorizou os bancos de investimento a enviarem cartas aos interessados, incluindo a Pfizer, solicitando comentários sobre o acordo de fusão e as ofertas finais. Nos dias seguintes, Panuwat recebeu diversos e-mails indicando que certos potenciais compradores tinham a intenção de avançar com a aquisição rapidamente e que segunda-feira, 22 de agosto, era a



data alvo para um anúncio público da transação.

Na quinta-feira, 18 de agosto, o CEO da Medivation enviou a um grupo de executivos, incluindo Panuwat, um e-mail informando que o chefe de desenvolvimento de negócios da Pfizer havia ligado expressando grande interesse na aquisição, e que posteriormente o CEO da Pfizer ligaria para o CEO da Medivation para reiterar a mensagem e acertar os detalhes finais a respeito da aquisição iminente da Medivation pela Pfizer.

Minutos após receber esse e-mail, Panuwat adquiriu opções de compra da Incyte em sua conta pessoal na corretora. O preço de exercício das opções era superior ao preço à vista da ação no mercado e a data de vencimento era a mais próxima disponível, 16 de setembro. Segundo a denúncia, Panuwat previu que a ação da Incyte teria um salto quando a aquisição da Medivation fosse divulgada publicamente. O executivo nunca havia negociado ações da Incyte ou qualquer tipo de opção anteriormente.

No sábado, 20 de agosto, dois dias após Panuwat ter comprado as opções, a Medivation assinou o acordo de fusão com a Pfizer. O preço por ação oferecido pela Pfizer, 81,50 dólares, foi significativamente superior ao oferecido em abril de 2016 pela farmacêutica francesa, 52,50 dólares.

Na segunda-feira, 22 de agosto, a Medivation divulgou publicamente que seria adquirida pela Pfizer com um prêmio significativo em relação ao preço que suas ações estavam sendo negociadas. As ações da empresa subiram aproximadamente 20% ao longo do dia. As ações da Incyte, por sua vez, subiram cerca de 8% em relação ao fechamento do último pregão e o valor das opções adquiridas por Panuwat praticamente dobrou. Com isso, Panuwat obteve ganhos de 107.066 dólares.

Cabe destacar que Panuwat concordou, no início de seu emprego na Medivation, manter confidencial quaisquer informações obtidas no exercício de suas funções e que não as utilizaria salvo em benefício da própria companhia. O executivo assinou a política de insider trading corporativa, que proibia os funcionários de obterem vantagens pessoais utilizando informações relevantes não públicas para negociar as ações da Medivation ou de outra empresa de capital aberto. Lê-se na transcrição da referida política (SEC, 2021a, p. 5):

During the course of your employment...with the Company, you may receive important information that is not yet publicly disseminated...about the Company. ... Because of your access to this information, you may



be in a position to profit financially by buying or selling or in some other way dealing in the Company's securities...or the securities of another publicly traded company, including all significant collaborators, customers, partners, suppliers, or competitors of the Company. ... For anyone to use such information to gain personal benefit...is illegal [...]

A SEC busca na ação uma ordem do tribunal proibindo o réu de futuras violações à Seção 10(b) do Securities Exchange Act of 1934 e Regra 10b-5 da Exchange Act, obrigando-o a pagar uma multa civil monetária e impedindo-o de atuar como diretor em empresas com capital aberto.

Segundo a acusação, a conduta de Panuwat viola a Seção 10(b) do Securities Exchange Act of 1934 e Regra 10b-5 da Exchange Act. Tais regras buscam coibir a prática de fraudes e outras formas de manipulação de mercado. Transcrevemos a seguir as normas em sua redação oririginal:

10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to



omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

Vale pontuar que o insider trading não é expressamente proibido na legislação norte-americana, sendo enquadrado na proibição contra práticas de negociação fraudulentas e enganosas transcrita acima. A acusação da SEC baseia-se na “misappropriation theory”⁴³ de insider trading, segundo a qual uma pessoa ao usar informações privilegiadas em negociações de valores mobiliários comete fraude contra a fonte da informação, podendo alcançar pessoas não ligadas à companhia negociada⁴⁴.

O regulador norte-americano alega que o acusado violou seu dever fiduciário ao explorar a informação material não pública sabendo que o anúncio do negócio poderia afetar o valor de outras empresas semelhantes, mesmo não sendo diretamente ligado à empresa negociada, tampouco possuindo informação privilegiada específica sobre os negócios da concorrente.

Os advogados de Panuwat entraram com pedido para que a corte rejeitasse a denúncia da SEC, alegando que a acusação falhou em demonstrar que (i) a informação em questão era material e não pública, (ii) que Panuwat violou seu dever fiduciário com a Medivation e (iii) que Panuwat agiu com intenção de fraudar. Para Panuwat, a ação da SEC expande as regras de securities de forma sem precedentes, argumentando que antes de seu caso ninguém entendia que a lei proibia o tipo de conduta alegado na acusação (UNITED STATES DISTRICT COURT, 2022).

O juiz responsável pelo caso, William Orrick, do Tribunal Distrital do Norte

43 Teoria da apropriação indébita.

44 Em decisão interlocutória sobre o caso após pedido de rejeição por parte dos advogados de Panuwat, o juiz William Orrick apresenta as duas teorias de *insider trading* utilizadas para enquadrar a conduta como uma violação a Seção 10(b) e regra 10b-5: “United States v. O’Hagan, 521 U.S. 642, 651-52 (1997). The “traditional” or “classical theory” arises “when a corporate insider trades in the securities of his corporation on the basis of material, nonpublic information.” Id. Under the “misappropriation theory,” a person violates the law “when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information.” Id. at 652. “In lieu of premising liability on a fiduciary relationship between company insider and purchaser or seller of the company’s stock, the misappropriation theory premises liability on a fiduciary-turned-trader’s deception of those who entrusted him with access to confidential information.” Id. In other words, the misappropriation theory “reaches trading by corporate outsiders, not insiders.” SEC v. Talbot, 530 F.3d 1085, 1091 (9th Cir. 2008). (UNITED STATES DISTRICT COURT, 2022)



da Califórnia, rejeitou o pedido e determinou o prosseguimento do processo⁴⁵. Para Orrick, a alegação da SEC foi suficiente em evidenciar que: (i) a informação era confidencial e material também para a Incyte; (ii) que Panuwat violou seu dever fiduciário com a Medivation ao negociar as opções da Incyte; e (iii) que Panuwat utilizou a informação privilegiada em sua decisão de compra das opções. Segundo o juiz, é senso comum avaliar que uma informação pode ser material para mais de uma companhia.

Em comunicado à imprensa sobre o caso, Gurbir Grewal, diretor da divisão de enforcement da SEC, explica que administradores da indústria biofarmacêutica frequentemente têm acesso a informações não públicas relevantes sobre fusões, testes de medicamentos ou aprovações regulatórias que afetam o preço das ações não apenas de sua empresa, mas também de outras do setor. Grewal complementa que a SEC está comprometida em detectar e investigar negociações ilegais em todas as suas formas (SEC, 2021b).

Ao propor a ação cível, a SEC firmou seu entendimento de ser tal uso de informação uma forma de insider trading. Ainda, mostrou possuir ferramentas e recursos para apurar esse possível tipo de ilícito.

Destaca-se na denúncia que a política da Medivation proibia expressamente o uso de informação material não pública obtida no exercício das funções para negociar ações de outras empresas ou obter benefícios pessoais. Ou seja, houve uma inequívoca quebra do dever fiduciário de Panuwat ao negociar as opções. Ele “roubou” uma informação que era de propriedade da Medivation e só poderia ser utilizada em benefício da empresa para utilizá-la em benefício próprio. Esse foi um elemento importante utilizado pela SEC para fundamentar a acusação e para o juiz negar o pedido de rejeição de Panuwat.

Restam assim duas questões a serem debatidas e respondidas conforme mais casos sejam investigados e julgados nos Estados Unidos. Caso a política da empresa não vedasse tal tipo de negociação, existiria uma violação do dever fiduciário do executivo? A SEC conseguiria enquadrar a conduta nas violações às leis de securities citadas anteriormente?

O Insider Trading na Legislação Brasileira

Exploramos nesta seção o arcabouço legal e regulatório que trata do insider trading no Brasil. O termo é definido pelo professor Newton de Lucca da se-

45 O mérito da ação, entretanto, ainda não foi julgado.



guinte forma:

Esta expressão (insider trading), originária do direito norte-americano, é hoje internacionalmente conhecida e consagrada para designar as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste no aproveitamento de informações relevantes ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores ignorantes dessas mesmas informações. Se estes últimos tivessem tido ciência, em tempo oportuno, daquelas informações privilegiadas, ou não teriam realizado aquelas operações, ou as teriam celebrado em condições diversas... (LUCCA, 2005, p.20)

Da Silva e Lage (2017, p. 44) enfatizam que, além de violar diversas leis e regulações, o insider trading “fere frontalmente princípios basilares do sistema jurídico, como o princípio da isonomia, da equidade, do não-enriquecimento sem causa e da boa-fé objetiva”.

A repressão à prática busca evitar a assimetria informacional no mercado e o prejuízo aos investidores que não tenham acesso completo às informações⁴⁶, prezando pela estabilidade e eficiência no mercado de capitais. Conforme Wellich (2017, p. 281):

O bem jurídico tutelado pelo crime de insider trading é o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e, portanto, a estabilidade e a confiança nos mercados, mais precisamente o processo de disclosure, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações, como elemento essencial para a proteção aos investidores do mercado de capitais e a própria eficiência de tal

46 Pinto (2000, p. 399) resume os objetivos e fundamentos da proibição do insider trading no direito português, focando na paridade de informação, da seguinte forma: “Em minha opinião, a incriminação visa tutelar alguns pressupostos de funcionamento de um sector da economia nacional, o mercado de valores mobiliários, que tem relevância constitucional à luz do art. 101º da CRP e que é, por isso, merecedor de tutela penal. Concretamente, visa-se proteger a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários. Trata-se de um bem jurídico económico que é pressuposto essencial da organização e funcionamentos dos mercados de valores mobiliários. Está em causa, na verdade, a igualdade perante um bem económico (a informação) necessário para a tomada de decisões económicas racionais⁴⁹. Quem usa negocialmente informação privilegiada subverte as condições de regular funcionamento do mercado e coloca em perigo os seus níveis de eficiência. A norma sanciona uma situação de distorção da livre concorrência por assimetria quanto à posse e uso de informações relevantes. O agente que comete o ilícito em causa antecipa-se aos demais intervenientes do mercado com base na informação que dispõe e, dessa forma, não corre os mesmos riscos inerentes ao funcionamento do mercado a que os demais investidores se sujeitam⁵⁰. Deste modo, as assimetrias informativas criadas com o uso de informação privilegiada subvertem as condições de distribuição do risco negocial da intervenção neste mercado”.

mercado, assim como a atuação regulatória e fiscalizatória da CVM.

Carneiro e Bezerra (2017, p. 584 e 585) complementam que “O combate ao ilícito de insider trading decorre do princípio do full disclosure e visa à proteção do mercado, prezando a que todos os que atuem no mercado de valores mobiliários possuam as mesmas informações à sua disposição”. Sendo assim, a prevenção ao ilícito tutela a simetria informacional no mercado.

Definido o conceito de insider trading e os fundamentos para sua tutela legal, apresentamos a seguir os conceitos de informação relevante e privilegiada. Eizirik (2011, p. 372 e 373) traz a definição de informação relevante como aquela que:

[...] possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando, uma vez divulgada, sua alta ou queda. Trata-se daquela informação que seria levada em consideração por um investidor médio ao negociar com os valores mobiliários. Assim, a noção de fato relevante abrange qualquer evento que potencialmente acarrete efeitos significativos sobre as negociações de títulos de emissão da companhia.

Segundo o mesmo autor, “para se configurar o insider trading, a informação além de relevante deve ser sigilosa, ainda não divulgada ao mercado” (EIZIRIK, 2011, p. 373). Após a divulgação, o administrador pode negociar os valores mobiliários pois não terá vantagem sobre os demais investidores. Eizirik conclui que se entende como informação privilegiada aquela que:

[...] (i) tem um caráter razoavelmente preciso, ou seja, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tida como price sensitive, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou seus emissores. (EIZIRIK, 2011, p. 373)

O ilícito de insider trading é definido e tipificado pelo art. 155 da Lei 6.404/76, que trata do dever de lealdade do administrador à companhia. Os parágrafos 1º e 4º do referido artigo trazem o dever de guarda e a vedação ao uso indevido de informações privilegiadas nos seguintes termos:

§ 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.

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

Observa-se que o parágrafo 4º estende a vedação a qualquer pessoa que tenha acesso à informação, não se limitando apenas aos administradores, foco inicial do Art. 155.

A Resolução CVM nº 44/2021 dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários.

Em seu art. 2º, a Resolução estabelece que se considera relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

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

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

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

O parágrafo único do artigo 2º traz um rol exemplificativo de atos ou fatos potencialmente relevante, dos quais destacamos os seguintes: “I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; [...] VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas”.



Lê-se no art. 13 da mesma Resolução que:

Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.

§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que:

I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação;

[...]

V – são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão;

[...]

A prática de insider trading, além de ilícito administrativo, pode também constituir crime contra o mercado de capitais, conforme tipificado no art. 27-D⁴⁷ da Lei 6.385/76:

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: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

47



§ 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. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 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. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

Vê-se que todas as normas citadas vedam o uso de informação privilegiada para obtenção de vantagem mediante negociação de valores mobiliários, sejam os acusados administradores da companhia ou não, sem entrar no mérito de como a informação foi obtida. Não há exigência de que a informação tenha sido obtida de forma fraudulenta ou com quebra do dever fiduciário para uma condenação administrativa e penal.

É notório o caso da aquisição de controle da Perdigão, quando administradores ligados à Sadia negociaram papéis da Perdigão antes do anúncio de uma oferta de aquisição hostil por parte da Sadia. Os envolvidos usaram informações confidenciais em benefício próprio e foram condenados tanto na esfera administrativa quanto criminal. Essas condenações deixam claro que o insider não precisa ser administrador ou funcionário da companhia negociada para que a atividade seja considerada ilícita. Cabe pontuar que não entendemos essa conduta como shadow trading pois, apesar de os envolvidos terem negociado papéis de uma empresa a qual não estavam ligados, a informação privilegiada dizia respeito diretamente à companhia negociada, que era o alvo da possível oferta de aquisição hostil.

Uma Análise sobre os Fundamentos de uma Acusação de Shadow Trading no Brasil

A leitura dos dispositivos citados anteriormente nos permite prenunciar que o shadow trading pode ser objeto de investigação no cenário brasileiro. Porém, até onde conseguimos apurar, não há registro de casos investigados ou condenados na CVM ou na justiça.

Cumpramos observar que, apesar de a ação contra Panuwat ter trazido a discussão para o mercado nacional, possíveis apurações e condenações no Brasil, seja no



âmbito administrativo ou penal, independentemente do resultado do caso analisado.

A condução de um caso de shadow trading traz uma série de desafios para reguladores, autorreguladores e agentes públicos. Não há, por exemplo, ferramentas padronizadas para identificar automaticamente operações suspeitas desse tipo.

Para fundamentar um caso de shadow trading, os primeiros elementos a serem considerados são a relevância e materialidade da informação em relação às companhias diretamente envolvidas⁴⁸. Avalia-se se, caso a negociação tivesse ocorrido em papéis da companhia sobre a qual o insider teve a informação⁴⁹, haveria elementos para uma acusação de insider trading.

Transcrevemos abaixo parte do voto proferido no Recurso 13264 pelo conselheiro-relator Marcos Davidovich, do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, em que se discutem os dois elementos utilizados para avaliar a relevância de uma informação – probabilidade e magnitude:

"25 Para mim, a materialidade de determinado fato deve ser equacionada sob esse binômio. Primeiramente deve-se realizar o teste da probabilidade, quando então colhem-se indícios para graduar o nível de interesse e concretização da operação pretendida. Havendo alto grau de probabilidade, estaremos diante de fato relevante, desde que, por óbvio, haja ao menos um mínimo grau de magnitude, ou seja, desde que o evento tenha algum impacto nas atividades desempenhadas pela companhia ou em suas ações. Por outro lado, ainda que seja baixo o grau de probabilidade da ocorrência do fato pretendido, típico das fases iniciais de negociação, deve-se, necessariamente, passar ao exame da antecipação da magnitude do evento. Tratando-se de evento de grande impacto nas atividades sociais da companhia, forçoso reconhecer que eventual divulgação dessa etapa, ainda que preliminar, resultará em indissociável alteração no quadro geral de informações disponíveis, com o consequente potencial aumento na cotação das ações de emissão das companhias envolvidas.

"26 Importante ressaltar que somente haverá materialidade se presente o binômio e desde que um de seus termos tenha relevância. Ou seja, se tanto a probabilidade mostrar-se baixa quanto o evento for de reduzi-

48 No caso Panuwat essas empresas são a Pfizer, como adquirente, e a Medivation, alvo da oferta de aquisição.

49 No caso de uma aquisição, a própria Resolução CVM nº 44/2021 trata o evento como um ato ou fato potencialmente relevante, conforme artigos 2º e 13.



do impacto (baixa magnitude) não estaremos diante de um fato material. Por outro lado, em se tratando de evento meramente especulativo, quando então inexistente a probabilidade, ou de impacto irrelevante, como no caso de atividades rotineiras e cotidianas da companhia, quando inexistente a magnitude, ausente estará um dos termos que formam o próprio binômio. Tanto em um caso como em outro faltará ao evento a materialidade exigida. (CRSFN, 2013, sem página)

Após a constatação da relevância para as companhias diretamente envolvidas diretamente, avalia-se a relevância da informação para a companhia negociada e a ponderabilidade do impacto. No caso Panuwat, a acusação buscou demonstrar que a informação sobre a aquisição da Medivation era capaz de influir de modo ponderável também no valor da Incyte apontando as semelhanças entre as companhias e a dinâmica e histórico do setor – uma aquisição no ano anterior havia afetado o preço de concorrentes não envolvidas na transação.

Em resumo, uma acusação de shadow trading deve demonstrar a existência de informação relevante e sigilosa, que tal informação seria capaz de influir de modo ponderável na cotação da companhia negociada e que o negócio foi realizado entre a data em que o insider teve acesso à informação não-pública e a sua divulgação ao público.

Cabe apontar que, conforme Carneiro e Bezerra (2017), a prova de acesso à informação privilegiada não é mais exigida pela CVM para condenar um caso de insider trading, podendo esse acesso ser presumido em razão de indícios. Ainda segundo as autoras, “Os indícios mais utilizados para avaliar a existência de insider trading são os seguintes: (i) intensidade das operações em período suspeito; (ii) existência ou não de habitualidade na negociação do papel; (iii) existência de fundamento para as operações” (p. 587).

Apresentada a legislação brasileira e os elementos a serem considerados numa apuração, é importante frisar que os fundamentos que proíbem o insider trading no mercado norte-americano são diferentes dos brasileiros. Em nosso país, a lei foca nos princípios da paridade e simetria informacional e da isonomia entre os investidores. Já na lei norte-americana os objetivos são coibir e punir fraudes e operações enganosas. Na ação contra Panuwat, a SEC precisou demonstrar que a informação estava sendo usada de forma fraudulenta, contra a vontade de sua proprietária de direito, para que o processo pudesse prosseguir.

Conforme discutido anteriormente, não há exigência nos dispositivos legais brasileiros de se demonstrar que a informação privilegiada foi obtida mediante



fraude, ardil ou quebra de um dever fiduciário. Assim, basta à acusação evidenciar a relevância da informação, seu sigilo e utilização na negociação para obter vantagem indevida. Uma negociação nessas condições carrega uma assimetria informacional entre o insider e o resto do mercado, bem jurídico esse tutelado pelo legislador.

Considerações Finais

Este artigo explorou uma nova teoria de insider trading denominada shadow trading à luz de recente caso levado à corte norte-americana e das normas aplicáveis na legislação brasileira.

A raridade de casos de enforcement contra shadow trading é um grande incentivo para que esse tipo de transação ocorra – ao negociar papéis de uma empresa correlata o insider pode garantir uma parte dos lucros, ainda que menores que negociando as ações de sua própria companhia, e minimizar significativamente o risco de ser processado.

Levando em consideração esse trade-off atrativo, conjecturamos que esse tipo de operação pode ser mais comum do que a escassez de investigações e condenações sugere e que essa escassez se dá pela dificuldade de os reguladores identificarem esse tipo de operação, do pouco interesse em atuar na questão e das incertezas quanto à legalidade da prática. Um julgamento emblemático, com repercussão na mídia, como no caso levado ao Tribunal Distrital pela SEC, pode mudar essa situação.

No momento em que finalizamos este artigo, meados de 2022, não há uma decisão sobre o mérito do caso Panuwat. A decisão interlocutória do juiz William Orrick determinou o prosseguimento da ação, porém o judiciário, em suas diversas instâncias, pode chegar a uma conclusão diversa ao entendimento manifestado pela SEC.

No Brasil não foram identificados casos concretos que nos permitam chegar a uma conclusão sobre o assunto, e qual seria o resultado de uma acusação na CVM ou justiça. Porém, a análise do caso Panuwat é um convite à revisão de conceitos e leis que tratam de insider trading e dos fundamentos para sua proibição.

Entendemos que levar ao colegiado da CVM um caso de shadow trading pode dar um recado importante ao mercado, mostrando que a autarquia está aten-



ta às ações de seus pares internacionais e possui capacidade para identificar condutas ilícitas pouco usuais e para instruir tal tipo de investigação sem precedentes. Enfatizamos o efeito educativo como um fator a ser levado em consideração na decisão de se investigar um caso de shadow trading.

Posto isso, nota-se que o caso proposto pela SEC reúne uma série de elementos bastante particulares que permitiram uma fundamentação robusta. Entre esses elementos estão:

- (i) conexão bastante estreita entre as duas empresas;
- (ii) Panuwat teve acesso a um relatório no qual assessores dos bancos contratados citavam a Incyte como uma empresa com características bastante semelhantes à Medivation;
- (iii) dinâmica e histórico no setor - uma aquisição realizada um ano antes afetou o preço das concorrentes não envolvidas na transação;
- (iv) a política de insider trading da Medivation proibia expressamente o uso de informação obtida no exercício das funções para negociar outras empresas no mercado; e
- (v) a atipicidade da negociação em relação ao padrão de Panuwat.

Difícilmente um caso no mercado brasileiro reunirá tal rol de características para instruir uma acusação. Em contraponto, o ineditismo do combate ao shadow trading tende a fazer com que os insiders sejam menos diligentes em utilizar artifícios para esconder as operações.

Destacamos, por fim, a preocupação com a previsibilidade do direito, haja vista que novas interpretações podem surpreender o mercado e criar uma sensação de insegurança jurídica. Esse ponto é ainda mais sensível quando se trata de direito penal.

Uma iniciativa de combate ao shadow trading pode originar críticas à atuação da CVM. Em uma primeira leitura, condenar alguém por insider trading sem que exista uma informação privilegiada diretamente relacionada à companhia negociada pode parecer pouco intuitivo. Advogados e colunistas de publicações sobre o mercado de capitais podem argumentar que a autarquia estaria expandindo as fronteiras da lei e da regulação de forma inadequada. Entretanto, a existência de um caso com bastante repercussão na mídia, como o de Panuwat, mesmo que em outro país, mitiga essa preocupação.



Bibliografia

CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. REGIME INFORMACIONAL. In: COMITÊ CONSULTIVO DE EDUCAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (org.). Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 550–592.

CRSFN. Recurso 13264, 357ª Sessão, Conselheiro-Relator Marcos Davidovich. . 2013.

DA SILVA, Cristian Kiefer; LAGE, Telder Andrade. INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO E A RESPONSABILIDADE CIVIL E CRIMINAL DO INSIDER. Revista Brasileira de Direito Empresarial, [S. l.], p. 40–59, 2017.

EIZIRIK, Nelson Laks. Lei das S/A Comentada V.2. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2011.

LUCCA, Newton De. Prefácio. In: PROENÇA, José Marcelo Martins (org.). Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005.

MEHTA, Mihir N.; REEB, David M.; ZHAO, Wanli. Shadow Trading: Do Insiders Exploit Private Information About Stakeholders? SSRN Electronic Journal, [S. l.], 2015. DOI: 10.2139/ssrn.2575221.

MEHTA, Mihir N.; REEB, David M.; ZHAO, Wanli. Shadow trading. Accounting Review, [S. l.], v. 96, n. 4, p. 367–404, 2021. DOI: 10.2308/TAR-2017-0068.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Crimes e contra-ordenações no novo Código dos Valores Mobiliários. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 376–413, 2000. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07FredericoCostaPinto2.pdf>. Acesso em: 8 jul. 2022.

SEC. COMPLAINT - Securities and Exchange Commission, Plaintiff, vs. Matthew Panuwat, Defendant 2021a. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2021/comp-pr2021-155.pdf>.

SEC. SEC Charges Biopharmaceutical Company Employee with Insider Trading. 2021b. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-155>.

UNITED STATES DISTRICT COURT. SEC v. Panuwat, No. 3:21-cv-06322-WHO. . 2022.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS E



CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. In: COMITÊ CONSULTIVO DE EDUCAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (org.). Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 241–298.

3

ESG: O CAMINHO SEM VOLTA

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral e ex-Procurador-Chefe da CVM. Professor de Direito Empresarial e do Mercado de Capitais, com MBA em Gestão Estratégica de Pessoas na Fundação Getúlio Vargas.

Andréa Araujo Alves de Souza

Andréa Araujo Alves de Souza é Superintendente de Gestão de Pessoas. Economista e advogada, com MBA em Direito Empresarial na Fundação Getúlio Vargas, Pós-Graduação em Direito Público na Universidade Cândido Mendes, Pós-Graduação em Regulação de Mercado de Capitais no Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais e Executive Program in Management na Columbia Business School. Cursou MBA em Engenharia Econômica Financeira na Universidade Federal Fluminense.



ESG: O Caminho sem volta

Resumo: Neste artigo os autores, cientes da existência de universo de pessoas que ainda desconhece o que significa a sigla ESG, discorrem sobre o surgimento da temática no contexto global, relatam brevemente alguns passos importantes na evolução dessa sensível pauta, apresentam alguns conceitos indispensáveis à compreensão do assunto e apontam tendências no âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro.

SUMÁRIO:

INTRODUÇÃO.

I - O QUE SIGNIFICA ESG?

II - BREVE HISTÓRICO.

III - A ADOÇÃO DA PAUTA ESG NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.

IV - TENDÊNCIAS E BENEFÍCIOS PARA O MERCADO DE CAPITALIS.

V - O QUE A CVM TEM FEITO SOBRE O TEMA? VI - CONCLUSÃO.

PALAVRAS-CHAVE: ESG. Sustentabilidade. Ambiental. Social. Governança Corporativa. Desenvolvimento sustentável. Balanço Social. Demonstração de Valor Adicionado. Acionista. Investimento Responsável. Organização das Nações Unidas. ONU. Agenda 2030. Mercado de Capitais. Comissão de Valores Mobiliários. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Introdução

O debate em torno do tema ESG anda em voga. Prova disso é a recente publicação veiculada, em 22 de fevereiro de 2022, no jornal Valor Econômico⁵⁰,

⁵⁰ Valor Econômico. Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas. Disponível em <<https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/02/21/entenda-o-que-e-esg-e-por-que-a-sigla-esta-em-alta-nas-empresas.ghtml>>. Acesso em: 21/02/2022.



intitulada “Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas”, na qual consta a informação de que, conforme levantamento realizado no Google Trends, a busca pelo tema teria crescido 150% (cento e cinquenta por cento) em comparação aos 12 (doze) meses anteriores. Além disso, o Brasil teria sido o “país latino-americano” que mais pesquisou o assunto no período.

O objetivo central da autora do artigo em tela coincide, no essencial, com o dos autores do presente artigo: trazer luz a tema que, diga-se de passagem, não é propriamente novidade, e já vem sendo discutido ao menos desde a década de 70, quando emergiram as primeiras preocupações com o tema da sustentabilidade, em decorrência da busca por alternativas para refrear o aquecimento global, mitigar questões relacionadas à corrupção nas corporações e reduzir as irregularidades sociais existentes, objetivando-se, em especial, maior e melhor distribuição de riquezas.

O foco da pauta ESG (Environmental, Social & Governance) em si é a criação de valor para os donos do capital e sociedade em geral, com atuação voltada aos objetivos específicos de cada empreendimento e, ao mesmo tempo, observância das melhores práticas sob as perspectivas ambiental, social e de governança, assunto que é de interesse do mercado de capitais e, por conseguinte, da regulação e da autorregulação correspondentes.

Embora já existam, inclusive, especialistas na matéria, fato é que a grande maioria da população não entende do que se trata, razão pela qual o objetivo essencial do presente artigo é apenas situar, de forma simples e amigável, leitores em geral, de modo que possam entender o que significa ESG e, a partir de então, tirar as suas próprias conclusões a respeito.

Diante dessa premissa, no artigo serão abordados os seguintes tópicos: I - O QUE SIGNIFICA ESG?; II - BREVE HISTÓRICO; III - A ADOÇÃO DA PAUTA ESG NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO; IV - TENDÊNCIAS E BENEFÍCIOS PARA O MERCADO DE CAPITAIS; e V - O QUE A CVM TEM FEITO SOBRE O TEMA?

O que significa ESG?

O conceito de ESG surgiu na esteira da pauta transnacional da sustentabilidade, e em razão da crescente necessidade de se encontrar, em todos os níveis, um equilíbrio entre consumo, satisfação das necessidades humanas e preser-



vação do meio ambiente.

E, afinal, o que significa ESG? O acrônimo, que vem do inglês, decorre das iniciais de Environmental, Social and Governance, que, em tradução livre, significa “Ambiental, Social e Governança”. A sigla está diretamente relacionada ao universo dos investimentos e vem sendo utilizada, em larga escala, para mensurar e avaliar o equilíbrio entre as práticas ambientais (E), sociais (S) e de governança (G) na gestão dos negócios. O conceito tem escopo de aplicação tanto interna, na gestão dos negócios das sociedades, quanto externa, quando a sociedade ou investimentos passam a ser avaliados e comparados aos demais existentes no mercado.

O conceito ESG pode ser entendido como um subconjunto da pauta geral da sustentabilidade, notadamente no que concerne às expectativas sobre o papel das sociedades e dos investidores, no Brasil e ao redor do mundo, no correspondente processo evolutivo de migração para uma sociedade com foco em três pilares: ser economicamente próspera; ser socialmente justa; e ser ambientalmente viável. A causa ESG tem premissas, objetivos e resultados que estão contidos na pauta da sustentabilidade, mas as perspectivas da primeira são particulares, de modo que não se confundem com (ou exaurem) aquela pauta. De acordo com BELINKY⁵¹, reduzir a causa da sustentabilidade à bandeira ESG resultaria em dois problemas graves: (i) geraria falsa impressão de que apenas seguindo essa trilha os problemas relacionados à falta de sustentabilidade do atual modelo de consumo estariam resolvidos, o que não é verdade; e (ii) poderia resultar em redução às pautas relacionadas à necessidade de maior distribuição de renda visando à redução das desigualdades e, por conseguinte, maior inclusão social, que, apesar de abraçadas pelo ideal da sustentabilidade, fogem ao escopo específico da pauta ESG.

Apesar de a pauta ESG adotar o tripé da sustentabilidade sob a ótica das dimensões econômica, social e ambiental, a sua finalidade essencial é garantir a perpetuidade da sociedade, de modo a permitir a geração de valor aos acionistas e aos investidores⁵². Nessa esteira, princípios como transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa deixam cada vez mais o campo da generalidade e abstração para ganhar mais concretude nos mecanismos externos e internos de governança.

Nesse passo, cabe ressaltar que é possível afirmar com segurança, nos dias atuais, que negócios com melhor desempenho ESG tem perspectiva mais fa-

51 BELINKY, Aron. Seu ESG é sustentável. FGV Executivo, v. 20, n. 4, out-dez/2021, p. 41.

52 BELINKY, p. 43.



vorável no que diz respeito ao aumento do valor para acionistas, (i) gerenciando-se riscos relacionados a questões ESG; (ii) antecipando-se mudanças regulatórias ou mesmo tendências de consumo; e (iii) tendo acesso a novos mercados, com redução de custos.

Adicionalmente, questões ESG podem impactar de forma relevante aspectos intangíveis, como reputação e a marca da sociedade (riscos de imagem), ativos que podem representar mais de dois terços do valor total de mercado de uma companhia listada.

Considerando o potencial impacto das questões ESG na competitividade e no desempenho financeiro dos empreendedores, os capítulos 5 e 6 do presente artigo conterão, respectivamente, as tendências e os benefícios para o mercado de capitais, bem como o que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem feito em relação ao assunto.

Cumpra pontuar, desde logo, que a adoção de práticas ESG não deve ser confundida com o que ficou amplamente conhecido como Greenwashing. E o que seria o Greenwashing? A definição do termo aparece na Enciclopédia de Responsabilidade Social Corporativa da Editora Springer da seguinte forma⁵³:

Greenwashing refere-se à prática de promover falsamente os esforços ambientais de uma organização ou gastar mais recursos para promover a organização como verde do que é gasto para realmente se envolver em práticas ambientalmente corretas. Assim, greenwashing é a disseminação de informações falsas ou enganosas sobre as estratégias, objetivos, motivações e ações ambientais de uma organização. (Grifado)

De acordo com o que consta na acima referida Enciclopédia, a expressão teria ficado conhecida a partir de 1986, quando o ambientalista Jay Westerveld expôs em um ensaio que a prática hoteleira sobre reuso de toalhas não configura uma estratégia ambiental e sim procedimento para redução dos custos de lavanderia, e que o marketing ambiental relacionado a tal prática estaria, em realidade, dissociado de qualquer prática de sustentabilidade.

53 SPRINGER, Berlin, Heidelberg. Encyclopedia of Corporate Social Responsibility. 2013. Online ISBN 978-3-642-28036-8. Informação disponível em <https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-642-28036-8_104>. Acesso em: 2/03/2022.



Nesse sentido, o Greenwashing nada mais é do que a adoção de informações falsas ou incompletas, com objetivo de ganho de imagem empresarial verde, sem que haja efetivamente uma respectiva melhora para o meio ambiente ou sem que o ganho obtido seja genuinamente correspondente à finalidade e a entregas no âmbito da prática adotada. Conforme MARCHESIN e PEREIRA⁵⁴, a partir de então, outras expressões com a mesma finalidade começaram a surgir, como “ESGwashing, o rainbonwashing, compliancewashing, o socialwashing e tantas outras expressões que têm por objetivo definir uma prática de marketing vazia de suporte fático ou verificável”.

E para finalizar essa breve contextualização, cabe transcrever o que TORINELLI⁵⁵ bem sustentou sobre as externalidades que devem ser buscadas por meio da implementação de práticas ESG pelas organizações:

Os fatores ESG podem afetar o risco, a volatilidade e a rentabilidade das empresas e dos investimentos. É importante entender que as empresas podem ter papel positivo e negativo sobre a sociedade. Sendo assim, é indispensável que tanto as empresas quanto os investidores reconheçam a relevância de se incorporar os fatores ESG na tomada de decisão dentro das organizações, buscando externalidades socioambientais positivas de longo prazo.

Breve histórico

A agenda ESG originou-se nos anos 70, quando surgiram as primeiras preocupações com o tema da sustentabilidade, que foram intensificadas a partir dos anos 2000, como produto das iniciativas da Organização das Nações Unidas

54 MARCHESIN, André; e PEREIRA, Luciana Vianna. Greenwashing e Ativismo ESG: dois lados de uma mesma moeda. In SION, Alexandre Oheb (Coord.). Ensaio sobre ESG. 1. ed. Rio de Janeiro: Synergia, 2022, p. 51. Disponível em <<https://books.google.com.br/books?hl=pt-R&lr=&id=IjpbEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR22&dq=esg+e+o+risco+do+greenwashing&ots=7vNXsapt2s&sig=eP51cxpGv89yG3qstClr9SnF4Pc#v=onepage&q=esg%20e%20o%20risco%20do%20greenwashing&f=false>>. Acesso em: 28/02/2022.

55 TORINELLI, Viviane. Introdução aos fatores ESG e o seu valor agregado à empresa. Disponível em <<https://blog.waycarbon.com/2021/09/introducao-aos-fatores-esg-e-o-seu-valor-agregado-a-empresa/>>. Acesso em: 2/03/2022.



(ONU)⁵⁶, com especial destaque para os Princípios do Equador⁵⁷, que estabeleceram diretrizes para instituições financeiras sobre determinação, avaliação e gerenciamento de riscos ambiental e social em financiamento de projetos⁵⁸, e para o Principles for Responsible Investments (PRI)⁵⁹, que se traduzem em seis Princípios⁶⁰ para o Investimento Responsável e oferecem um “menu de possíveis ações para incorporar questões ESG na prática de investimento”, com foco nos critérios a serem adotados por bancos e investidores de forma geral.

A esse respeito, tem-se que, no início de 2004, o então Secretário-Geral das Nações Unidas, Kofi Annan, convidou um grupo dos maiores investidores institucionais do mundo para participar de processo para desenvolver os Princípios para o Investimento Responsável. Esse grupo era composto por 20 (vinte) investidores provenientes de instituições em 12 (doze) países e teve o apoio de um grupo de 70 (setenta) especialistas da indústria de investimento, organizações intergovernamentais e sociedade civil. Conforme se depreende da página na Internet do PRI, os seus “Princípios foram desenvolvidos por investidores, para investidores”, e, ao implementá-los, os signatários estariam contribuindo para o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável. Além disso, consta da referida página na Internet a afirmação de que a base global de signatários do PRI já representa a maioria dos investimentos geren-

56 A ONU é uma organização intergovernamental criada para promover a cooperação internacional. Foi criada no final da Segunda Guerra Mundial, em 24 de outubro de 1945, “para trabalhar pela paz e desenvolvimento com a ratificação da Carta das Nações Unidas pela China, Estados Unidos, França, Reino Unido e a ex-União Soviética, bem como pela maioria dos signatários”. O Brasil também figura entre os seus membros fundadores. Informação disponível em <<https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2019/09/onu-surgiu-para-garantir-a-paz-e-seguranca-do-mundo>>. Acesso em: 28.02.2022. TORINELLI, Viviane. Introdução aos fatores ESG e o seu valor agregado à empresa. Disponível em <<https://blog.waycarbon.com/2021/09/introducao-aos-fatores-esg-e-o-seu-valor-agregado-a-empresa/>>. Acesso em: 2/03/2022.

57 De acordo com Edson Fernandes Júnior e Cláudia Maria Barbosa, em Instituições Financeiras e Proteção Socioambiental: Os Princípios do Equador, “os Princípios do Equador são o resultado de uma iniciativa de vários bancos mundiais junto ao International Finance Corporation (IFC), com fortes diretrizes comuns no apoio à discussão de questões socioambientais e no financiamento de projetos relacionados”. Disponível em <http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/anais/bh/claudia_maria_barbosa.pdf>. Acesso em: 15/01/2022.

58 São dez princípios ao todo: (i) revisão e classificação; (ii) avaliação socioambiental; (iii) padrões socioambientais aplicáveis; (iv) plano de ação e sistema de gestão; (v) consulta pública; (vi) mecanismo de reclamação; (vii) revisão independente; (viii) compromissos; (ix) monitoramento independente e relatórios; e (x) relatórios das instituições financeiras.

59 Principles for Responsible Investment. What are the Principles for Responsible Investment? Disponível em <<https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>>. Acesso em: 15/01/2022.

60 O PRI é um órgão independente e o principal proponente mundial de investimento responsável. Incentiva os investidores a usar o investimento responsável para aumento de retorno e melhor gerenciar os riscos. Tem o apoio das Nações Unidas e não está ligado a nenhum governo. Emitiu seis Princípios que devem ser adotados por cada um dos seus signatários: 1) incorporar questões ESG na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão; 2) ser um proprietário ativo na busca pela incorporação das questões ESG nas políticas e práticas da propriedade; 3) buscar a divulgação apropriada sobre questões ESG pelas entidades a serem investidas; 4) promover a aceitação e implementação dos Princípios no setor de investimentos; 5) trabalhar em conjunto para ampliar a eficácia na implementação dos Princípios; e 6) cada um dos signatários deverá relatar suas atividades e progresso na implementação dos Princípios.



ciados profissionalmente no mundo⁶¹.

Nessa esteira, FERNANDES JÚNIOR e BARBOSA⁶², ao fazerem referência ao Relatório do Banktrack⁶³ (2004), no ano de 2002, relatam que Organizações Não-Governamentais (ONGs) comprometidas com questões de financiamentos de projetos que causavam prejuízos socioambientais também teriam enunciado uma série de Princípios (denominados The Collevocchio Declaration on Financial Institutions and Sustainability), relativos a aspectos que deveriam ser considerados por instituições ao examinarem pedidos de financiamento, e que seriam uma ponte sustentável entre a Economia e a Ecologia, em uma demonstração clara de que, por todos os prismas que se observasse, a pauta ESG estava se fazendo cada vez mais presente.

Noticia-se que a sigla ESG teria surgido em 2005, em publicação intitulada *Who Cares Wins*, que, em tradução livre, significa “Quem se importa vence”. O subtítulo do texto já evidenciava a intenção de se lançar as bases para “conectar os mercados financeiros ao mundo em mudança”.

A publicação em comento foi, em realidade, um Relatório capitaneado pela ONU e pelo Departamento Federal Suíço de Relações Exteriores como resultado de um trabalho conjunto das vinte instituições financeiras acima referidas, as quais teriam sido convidadas pelo Secretário-Geral das Nações Unidas para desenvolver diretrizes e recomendações sobre como melhor integrar questões Ambientais (E), Sociais (S) e de Governança (G) em gestão de ativos, serviços de corretagem e distribuição de valores mobiliários e outros serviços/funções associados⁶⁴.

O referido Relatório trouxe em seu bojo declaração de que parte importante da filosofia dos negócios seria a criação a longo prazo de valor para os acionistas, garantindo-se, simultaneamente, a viabilidade duradoura dos recursos humanos e naturais, tendo ainda sido conferido destaque, de forma exemplificativa, a uma seleção de questões/problemas ESG que poderiam afetar o valor da empresa e do investimento relacionados:

61 Principles for Responsible Investment. About us. About the PRI. Disponível em <<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>>. Acesso em: 15/01/2022.

62 FERNANDES JUNIOR, Édison; e BARBOSA, Claudia Maria. Instituições Financeiras e Proteção Socioambiental: Os Princípios do Equador. p. 4223. Disponível em http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/anais/bh/claudia_maria_barbosa.pdf. Acesso em: 15/01/2022.

63 BANKTRACK. No U-turn allowed; recommendations to the Equator Banks. Davos, Suíça, 2004. p. 10.

64 United Nations Department of Public Information. Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. Disponível em <https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf>. Acesso em: 15/01/2022.

**A) ao meio ambiente (E)**

- i) à necessidade de reduzir as emissões e resíduos tóxicos;
- ii) a nova regulamentação ampliando os limites da responsabilidade ambiental em relação a produtos e serviços;
- iii) ao aumento da pressão da sociedade civil para melhorar o desempenho, transparência e responsabilidade, levando a riscos de reputação se não gerenciado corretamente;
- iv) a mercados emergentes para serviços ambientais; e
- v) a produtos amigos do ambiente.

B) à sociedade (S)

- i) à saúde e segurança no local de trabalho;
- ii) a relações comunitárias;
- iii) a questões de direitos humanos na empresa e fornecedores/instalações dos empreiteiros;
- iv) a relações governamentais e comunitárias no contexto de operações em países em desenvolvimento; e
- v) ao aumento da pressão da sociedade civil para melhorar o desempenho, transparência e responsabilidade, levando a riscos de reputação se não gerenciado corretamente.

C) à Governança Corporativa (G)

- i) à estrutura e à responsabilidade do Conselho de Administração;
- ii) a práticas contábeis e de divulgação;



- iii) à estrutura do Comitê de Auditoria e à Independência dos Auditores;
- iv) à remuneração dos executivos; e
- v) à gestão de questões de corrupção e suborno.

No documento também foi consignado que uma série de barreiras teria impedido, no passado, maior integração dos fatores ESG, e que, em recente entrevista realizada pelo Fórum Econômico Mundial⁶⁵, os Chief Executive Officers (CEOs) e Chief Financial Officers (CFOs) dos empreendedores entrevistados teriam destacado que aspectos intangíveis relacionados a questões ESG estariam desempenhando papel cada vez maior e mais importante na criação de valor, mas que o foco de curto prazo dos analistas os estaria impedindo de reconhecer tal tendência, e, por exemplo, os problemas relacionados (i) à definição de questões ESG; (ii) a fazer e medir o business case; (iii) à qualidade e à quantidade de informações; (iv) às habilidades e à competência; (v) a diferentes horizontes de tempo; e (vi) à regulação.

Decorridos dez anos, em 2015, duas iniciativas colocaram novamente em evidência a pauta da sustentabilidade e, por conseguinte, deram ao tema ESG novo fôlego no que se refere ao sistema financeiro. A primeira iniciativa foi a Agenda 2030 da ONU⁶⁶, a qual estabeleceu 17 (dezessete) Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) e 169 (cento e sessenta e nove) metas, que estão consignadas no documento “Transformando Nosso Mundo: a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável”. O documento foi adotado pelos 193 (cento e noventa e três) Estados membros da ONU em setembro de 2015. Além dos objetivos acima citados, o documento também trouxe uma seção sobre meios de implementação e de parcerias globais, bem como um roteiro para acompanhamento e revisão.

Os 17 (dezessete) ODS são o núcleo da Agenda, e tem como prazo limite para serem alcançados o ano de 2030. Eles podem ser assim sumarizados⁶⁷: 1) erradicar a pobreza; 2) acabar com a fome e promover agricultura sustentável; 3)

65 World Economic Forum: Why Global Corporation Citizenship Matters for Shareholders: A Survey of Leading CEOs. 2004. Geneva, Switzerland. Disponível em <http://web.worldbank.org/archive/website00818/WEB/OTHER/WHY_GLOB.HTM>. Acesso em: 15/01/2022.

66 Grupo de Trabalho da Sociedade Civil para a Agenda 2030 do Desenvolvimento Sustentável. O que é a Agenda 2030. Disponível em <<https://gtagenda2030.org.br/agenda-pos-2015/>>. Acesso em: 1/03/2022.

67 _____. ODS. Disponível em <<https://gtagenda2030.org.br/ods/>>. Acesso em: 1/03/2022.



saúde e bem-estar; 4) educação de qualidade; 5) igualdade de gênero e empoderar todas as mulheres e meninas; 6) água potável e saneamento; 7) energia limpa e acessível; 8) trabalho decente e crescimento econômico; 9) indústria, inovação e infraestrutura; 10) redução das desigualdades; 11) cidades e comunidades sustentáveis; 12) consumo e produção responsáveis; 13) ação contra a mudança global do clima; 14) conservação e uso sustentável dos oceanos, dos mares e dos recursos marinhos para o desenvolvimento sustentável; 15) proteção, recuperação e promoção do uso sustentável dos ecossistemas terrestres, gerir de forma sustentável as florestas, combater a desertificação, deter e reverter a degradação da terra e deter a perda de biodiversidade; 16) paz, acesso à Justiça para todos e instituições eficazes; e 17) parcerias e meios de implementação.

A segunda iniciativa é o Acordo de Paris⁶⁸. Trata-se de acordo climático aprovado por 195 (cento e noventa e cinco) países participantes da 21ª (vigésima primeira) Conferência do Clima (COP21), realizada em Paris, na França, mais a União Europeia. Na COP21 foram discutidas ações mundiais de combate às mudanças climáticas a partir de 2020, em substituição ao Protocolo de Quioto, tendo sido definidos passos comuns a serem seguidos rumo a uma economia de baixo carbono, dentre eles, na oportunidade, (i) reforço à meta de aumento máximo na temperatura entre 1,5° C e 2° C; e (ii) previsão de criação, pelos países considerados ricos, de um fundo de garantia de US\$ 100 bilhões anuais, voltado para o financiamento de medidas de redução das emissões.

Recentemente, em 2020, Larry Fink, fundador e CEO da BlackRock, em sua carta anual⁶⁹ aos CEOs, anunciou que a sustentabilidade se tornaria critério para as decisões de investimento da gestora, e disse que os empreendedores não comprometidos com o tema estariam fadadas a ficar sem capital, o que só reforça a importância da pauta ESG para a manutenção e desenvolvimento das organizações e os investimentos como um todo. Eis um trecho da fala do conhecido CEO:

(...) uma empresa não pode alcançar lucros a longo prazo sem ter um objetivo e sem considerar as necessidades de uma ampla gama de partes interessadas. Uma empresa farmacêutica que aumenta impiedosamente os preços, uma

68 Politize! Acordo de Paris: o que é? Disponível em <<https://www.politize.com.br/acordo-de-paris/>>. Acesso em: 5/03/2022.

69 BlackRock. Carta aos CEOs. 2020. Disponível em <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 1/03/2022.



empresa de mineração que reduz a segurança, um banco que não respeita seus clientes – essas empresas podem maximizar os retornos a curto prazo. Mas, como temos visto repetidas vezes, essas ações que prejudicam a sociedade irão prejudicar a empresa e destruir o valor para os acionistas. Em contraste, um forte senso de propósito e um compromisso com as partes interessadas ajuda uma empresa a se conectar mais profundamente com seus clientes e a se ajustar às mudanças nas demandas da sociedade. Em última análise, o propósito é o motor da rentabilidade a longo prazo. (Grifos constam do original)

A adoção da pauta ESG no ordenamento jurídico brasileiro

A normatização no Brasil contém diversos dispositivos alinhados com o que tem sido objeto de consenso em debates nacionais ou internacionais sobre o tema de fundo do presente artigo, e em uma gama de regramentos que já incorporaram determinados aspectos consonantes com o que está abrangido pela pauta ESG, de forma direta ou indireta.

A esse respeito, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (lei societária brasileira), reconhece a função social das sociedades por ações e estabelece pontos de governança que devem nortear o exercício dos correspondentes deveres dos seus acionistas, ao prever, por exemplo, no caput do artigo 154 respectivo, que o administrador deve exercer suas atribuições para buscar os “fins e no interesse da companhia” e satisfazer “as exigências do bem público e da função social da empresa”. O § 4º do citado artigo prevê ainda a possibilidade de autorização, pelo Conselho de Administração ou pela Diretoria, da prática de atos gratuitos razoáveis “em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa”.

E no que concerne aos investimentos públicos, a Lei nº 6.938, de 31 de agosto de 1981, que dispõe sobre a Política Nacional de Meio Ambiente, deixou claro em seu artigo 12 que os financiamentos e incentivos governamentais estariam condicionados ao atendimento de critérios e padrões ambientais.

Na esteira da preocupação com a então pauta da sustentabilidade, e mesmo



que de forma ainda discreta, a Assembleia Constituinte de 1988 também se preocupou com a questão social, o que foi refletido na Carta Constitucional promulgada naquele ano, a qual fixa, no rol das cláusulas pétreas elencadas no artigo 5º respectivo, mais especificamente no seu inciso XXIII, o dever de a propriedade atender à sua função social. Essa preocupação foi reforçada no artigo 170, inciso III, onde a função social da propriedade foi elencada como um dos nove princípios da ordem econômica pátria. Nesse diapasão, o citado artigo 170 da Carta Maior reforçou a sua aproximação com o tema da sustentabilidade, pois também enumerou como princípios da ordem econômica (i) a defesa do meio ambiente; (ii) a redução de desigualdades sociais e regionais; e (iii) a busca do pleno emprego, respectivamente, nos seus incisos VI, VII e VIII.

Voltando à sequência cronológica dos fatos e focando no impacto sobre o mercado de capitais, destaca-se que, em 1992, por meio do recentemente cancelado Parecer de Orientação nº 24⁷⁰, publicado em 17 de janeiro de 1992, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sugeriu a evidenciação da Demonstração do Valor Adicionado (“DVA”) nas demonstrações financeiras das companhias sob a sua jurisdição. A esse respeito, e conforme ZANLUCA⁷¹, a DVA seria “o informe contábil” que evidenciaria, “de forma sintética, os valores correspondentes à formação da riqueza gerada pela empresa em determinado período e sua respectiva distribuição”, e, quando integrasse o Balanço Social, constituiria fonte importante de informações, “à medida que” apresentasse “conjunto de elementos que” permitiriam “a análise do desempenho econômico da empresa, evidenciando a geração de riqueza, assim como dos efeitos sociais produzidos pela distribuição dessa riqueza”.

Seguindo essa tendência, a Autarquia publicou, em 6 de dezembro de 1993, a já revogada Instrução CVM nº 202⁷², com previsão no respectivo art. 9º, inciso II, parágrafo único, alínea “b”, de apresentação, entre os documentos não obrigatórios à obtenção do registro de companhia aberta, de informações entendidas como recomendáveis, relativas à análise gerencial, contendo apreciação pelos administradores dos principais fatos ocorridos no período, “com reflexos na vida social”, de forma a permitir que o investidor pudesse avaliar a formação do resultado com base em fatos do conhecimento da administração

70 Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM nº 24, de 15 de janeiro de 1992. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare024.html>>. Acesso em: 2/03/2022.

71 ZANLUCA, Júlio César. Demonstração do Valor Adicionado – DVA. Informação disponível em <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/demonstracaodovalor.htm>>. Acesso em: 2/03/2022.

72 Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst202.html>>. Acesso em: 2/03/2022.



e que não estivessem refletidos, necessariamente, nas demonstrações financeiras. Constata-se, claramente, a preocupação da Autarquia, à época, com a adequada informação relativa à geração de valor e ao impacto das externalidades causadas (positivas ou negativas) para a sociedade.

Em 2000, com a publicação do Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/00, a Autarquia incentivou que as companhias abertas elaborassem a DVA e que a apresentação seguisse o modelo proposto pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas Contábeis Atuariais e Financeiras (“Fipecafi”) da Universidade de São Paulo.

Em 21 de janeiro de 2005, o Conselho Federal de Contabilidade aprovou, por meio da Resolução nº 1.010⁷³, a Norma Brasileira de Contabilidade (NBC) T 3.7 – Demonstração do Valor Adicionado.

Em 2007, quando da divulgação do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007, publicado em 4 de fevereiro de 2007, a CVM, que já vinha incentivando e apoiando a divulgação voluntária de informações de natureza social, criou, na sua página na Internet, caminho, no Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais – IPE, para categoria específica referente à divulgação do Balanço Social⁷⁴ das companhias abertas.

E, afinal, qual seria a finalidade do Balanço Social? A resposta é simples, o Balanço Social seria um demonstrativo formal evidenciador das informações relacionadas à atuação do empreendedor nas esferas social, humana e ambiental, bem como do seu comprometimento e a da sua responsabilidade social. As informações elencadas nesse relatório, quando corretamente analisadas, poderiam contribuir no planejamento e na execução de ações produtoras de benfeitorias para os empregados, o meio ambiente e a sociedade, de modo que a elaboração e a apresentação do Balanço Social demonstrariam a intenção e o comprometimento do empreendedor com a responsabilidade social.

Em 28 de dezembro de 2007, foi publicada a Lei nº 11.638, que alterou e revogou dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e introduziu alterações na matéria contábil constante da lei societária, tornando obrigatória a elaboração e a divulgação da DVA pelas companhias abertas (art. 188, inciso II). E, em 2008, o Comitê de Pronunciamentos Contá-

73 LegisWeb. Resolução CFC nº 1.010, de 21 de janeiro de 2005. Disponível em <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=101969>>. Acesso em: 2/03/2022.

74 Comissão de Valores Mobiliários. Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais – IPE. Disponível em <<https://sistemas.cvm.gov.br/port/CiasAbertas/manualipe.asp>>. Acesso em: 3/03/2022.



beis do Conselho Federal de Contabilidade divulgou o Pronunciamento Técnico nº 9 sobre a DVA, o qual foi referendado pela Deliberação da CVM nº 557, de 12 de novembro de 2008.

Vale aqui comentar que, no âmbito do mercado de capitais, o artigo 20 da Lei nº 6.385⁷⁵, de 1976, já previa que a divulgação de informações falsas, além de autorizar a suspensão de eventual oferta pública de valores mobiliários baseada em tais informações, previa que caberia responsabilização administrativa tanto para a sociedade envolvida quanto para os possíveis administradores responsáveis pela conduta. No mesmo sentido, por exemplo, o art. 10 combinado com o parágrafo único da Instrução CVM nº 476⁷⁶, de 16 de janeiro de 2009.

De outro turno, o Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução nº 4.237⁷⁷, de 25 de abril de 2014, regulou as diretrizes que deveriam ser observadas no estabelecimento e na implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pela Autarquia, e, por intermédio da Resolução nº 4661⁷⁸, de 25 de maio de 2018, regulou a aplicação de critérios ESG relativamente aos fundos de pensão.

Existem outros normativos específicos regulando os mais diversos aspectos ambientais e sociais abrangidos pelos fatores ESG no cenário nacional, podendo ser citados, a título de exemplo:

(i) o marco da Política Nacional de Biocombustíveis, qual seja a Lei nº 13.576⁷⁹, de 26 de dezembro de 2017, que criou os Créditos de Descarbonização (CBIO) a serem emitidos pelo produtor ou importador de biocombustíveis e adquiridos pelos distribuidores de combustíveis, de acordo com metas estipuladas pelo governo, visando reduzir as emissões de carbono na matriz de transportes no Brasil;

(ii) a revolucionária Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD), qual seja a Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018, que trouxe critérios aplicáveis à segurança

75 Presidência da República. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 3/03/2022.

76 Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em: 3/03/2022.

77 Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.327, de 25 de abril de 2014. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf>. Acesso em: 3/03/2022.

78 _____. Resolução nº 4.661, de 25 de maio de 2018. Disponível em <https://www.in.gov.br/web/guest/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/16299167/do1-2018-05-29-resolucao-n-4-661-de-25-de-maio-de-2018-16299163>. Acesso em: 3/03/2022.

79 Presidência da República. Lei nº 13.576, de 26 de dezembro de 2017. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13576.htm>. Acesso em: 3/03/2022.



e à proteção de dados relativos a clientes e terceiros no exercício de atividades empresariais;

(iii) a Lei do Agro, qual seja a Lei nº 13.986⁸⁰, de 7 de abril de 2020, que resultou na emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) com lastro em títulos verdes (green bonds), logo após a sua edição, bem como ampliou o escopo das Cédulas de Produtos Rurais Financeiras (CPR-F), de modo a permitir a sua emissão com base em atividades sustentáveis elegíveis, como a conservação e o manejo de áreas; e

(iv) a recente e relevante Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021⁸¹, que alterou a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e incluiu, no item 1.9 do Formulário de Referência, obrigação específica de indicar informações ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) voltada aos emissores de valores mobiliários e já a partir de 2 de janeiro de 2023.

Enfim, diversos normativos têm emergido com foco na pauta ESG, e muito tem se falado a respeito do assunto. Nesse contexto, os reguladores vêm tendo cada vez mais prudência e vêm sendo cada vez mais transparentes em relação à natureza e ao momento de edição de novos regulamentos relativos a aspectos ESG relevantes sob a perspectiva, em especial, de investidores no Brasil ou ao redor do mundo, de modo a viabilizar ambiente adequado para adoção de eventuais novas mudanças regulatórias ainda mais previsíveis, parametrizáveis e quantificáveis nos mercados financeiro ou de capitais e integração da análise financeira de tais informações.

Tendências e benefícios para o mercado de capitais

Em relação às tendências no campo dos aspectos ESG e do mercado de capitais em si, vale destacar a perspectiva de superação, ao menos no universo daqueles que se informam e capacitam permanentemente em relação ao assunto, da fase de incompreensão e ceticismo que, até o presente momento, ainda é vivenciada, em relevante medida, no seio do domínio econômico regulado.

Com efeito, e em especial diante da consciência cada vez maior da inevitabi-

80 _____. Lei nº 13.986, de 07 de abril de 2020. Disponível <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L13986.htm>. Acesso em: 03 de março de 2022.

81 Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>>. Acesso em: 03 de março de 2022.



lidade do engajamento dos participantes do mercado nas pautas de sustentabilidade e, especificamente, ESG (não apenas em decorrência da atual clareza da concepção de que capitalismo e ESG estão visceralmente ligados⁸², mas também, no caso por exemplo da realidade brasileira, em razão do novo marco regulamentar central da CVM no particular), não se vislumbra, em futuro próximo, cenário no qual ainda seja possível ignorar o assunto ou trilhar o reprovável caminho do greenwashing ou do socialwashing com mínima condição de sobrevivência organizacional⁸³.

Outro ponto relevante que evidencia a tendência acima é o relativo ao trabalho já em andamento do International Sustainability Standards Board⁸⁴, órgão recentemente criado no âmbito da IFRS Foundation, em cujo Monitoring Board a CVM atua. O novo órgão de que se trata tem, como missão central, atuar no campo da taxonomia e da parametrização, no contexto global, no que diz respeito à divulgação de informações (disclosure) referentes a práticas ESG junto a investidores.

Some-se ao até aqui aduzido, igualmente, o trabalho realizado pelo Laboratório de Inovação Financeira (LAB), que inclusive publicou, por exemplo e recentemente, oportuno trabalho sob o título “Taxonomia em Finanças Sustentáveis: Panorama e Realidade Nacional”⁸⁵.

E as já programadas novas regulamentações da CVM decorrentes, inclusive, da Audiência Pública SDM 08/20⁸⁶, por meio da qual foi proposta reformulação nas regras aplicáveis aos fundos de investimento, à luz, em especial, das inovações atinentes aos fundos que foram trazidas pela Lei da Liberdade Econômica, e da Audiência Pública SDM 02/21,⁸⁷ por meio da qual foi proposta reformulação das regras referentes a ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, acenam para um perímetro de atuação de todos os que têm

82 BlackRock. Carta aos CEOs. 2022. Disponível em <<https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 7/03/2022.

83 SOUZA, Luciane Moessa de. Why do we need Green and Social Taxonomies in the Financial System and how to do it right?. Disponível em <<https://www.dv8worldnews.com/taxonomie-verte-et-sociale/article/2022/02/12/pourquoi-la-necessite-de-taxonomies-vertes-et-sociales-et-comment-le-faire-correctement>>. Acesso em: 7/03/2022.

84 Informações a respeito disponíveis em <<https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board>>. Acesso em: 7/03/2022.

85 FINANÇAS BRASILEIRAS SUSTENTÁVEIS; e LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. Taxonomia em Finanças Sustentáveis: panorama e realidade nacional. Alemanha/Brasil: Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) e Laboratório de Inovação Financeira (LAB), 2021.

86 Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>. Acesso em: 7/03/2022.

87 Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>. Acesso em: 7/03/2022.



interesses e deveres em relação aos aspectos ESG no âmbito do mercado de capitais brasileiro cada vez melhor identificado.

Acenam também para o desenvolvimento de parâmetros de entendimento e mensuração de práticas ESG melhor desenvolvidos, algo que certamente contribuirá, sobremaneira, para novo salto de qualidade nessa área.

E para concluir o enfoque das tendências, muito além do que diz respeito ao mercado de capitais em si e à luz da interpretação dinâmica de preceitos constitucionais e legais como os que constam do já citado art. 170, inciso III, da Constituição Federal, e do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976, que dispõe sobre o poder/função de acionista controlador de companhia, resta claro nos dias atuais que não se sustentará, em futuro próximo, nenhuma postura de descompromisso com temas notórios da pauta ESG como preservação ambiental e diversidade nas organizações, ainda que sob sopesamentos variáveis em relação às dimensões do tratamento de riscos ou oportunidades decorrentes do universo em tela de maneira necessariamente customizada.

No que diz respeito aos benefícios para o mercado de capitais da implementação cada vez mais consciente e efetiva das pautas ESG, vale destacar os seguintes:

- (i) elevação da credibilidade do mercado de que se trata nos níveis transnacional e doméstico, em especial no que diz respeito aos aspectos ligados à função social da propriedade e dos meios de produção constitucionalmente prevista;
- (ii) maior atratividade do Brasil para investidores, no país ou no exterior, potencialmente interessados no mercado de capitais doméstico;
- (iii) melhor desempenho de controladores (no caso de controle concentrado) e administradores de companhias abertas no Brasil relativamente ao cumprimento dos respectivos deveres legais;
- (iv) maior efetividade na abordagem organizacional de riscos e oportunidades; e
- (v) melhor resultado, inclusive no campo econômico ou financeiro, ao menos em médio ou longo prazo, para os empreendedores aqui ou ao redor do mundo.

Com efeito, a genuína adoção da pauta ESG por empreendedores nos planos doméstico e transnacional tem todas as condições para viabilizar um cenário



ganha-ganha-ganha.

O que a cvm tem feito sobre o tema?

Passar-se-á, neste ponto, e em maior nível de detalhes, ao enfoque de medidas adotadas pela CVM no que diz respeito aos aspectos ESG.

Um ponto central na regulação dos mercados de capitais ao redor do mundo relativamente aos fatores ESG é o referente à concretização do princípio regulatório do full and fair disclosure.

A divulgação de informações fidedignas, completas e precisas para a plena avaliação dos riscos e oportunidades associados a impactos socioambientais ou de governança (sustentabilidade/ESG) e decorrentes decisões conscientes de investimento no âmbito do mercado de capitais é assunto dinâmico sob constante atenção da CVM.⁸⁸

Nesse sentido, no presente momento estão em vigor, por exemplo, os seguintes dispositivos e subitens da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (que dispõe sobre o registro de emissor de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado regulado), sendo que o que diz respeito a informações sobre políticas socioambientais no formulário de referência é facultativo para emissores registrados na categoria B (que não autoriza a negociação de determinados valores mobiliários no mercado):

Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24.

§ 1º O emissor deve entregar o formulário de referência atualizado anualmente, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

(...)

Art. 29-A. O informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas é o documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 29-A.

88 WELLISCH, Júlya Sotto Mayor; e SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Investimento Responsável no Século XXI: Gestão de Recursos de Terceiros, Questões ESG (Environmental, Social & Governance) e Aspectos Regulatórios. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; e CANTIDIANO, Isabel (Coord.). Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 706-707.



§ 1º O emissor registrado na categoria A autorizado por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores deve entregar o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, em até 7 (sete) meses contados da data de encerramento do exercício social.

(...)

ANEXO 24

(...)

5.4. Em relação aos mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pelo emissor para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, informar:

a. se o emissor possui regras, políticas, procedimentos ou práticas voltadas para a prevenção, detecção e remediação de fraudes e ilícitos praticados contra a administração pública, identificando, em caso positivo:

i. os principais mecanismos e procedimentos de integridade adotados e sua adequação ao perfil e riscos identificados pelo emissor, informando com que frequência os riscos são reavaliados e as políticas, procedimentos e as práticas são adaptadas

ii. as estruturas organizacionais envolvidas no monitoramento do funcionamento e da eficiência dos mecanismos e procedimentos internos de integridade, indicando suas atribuições, se sua criação foi formalmente aprovada, órgãos do emissor a que se reportam, e os mecanismos de garantia da independência de seus dirigentes, se existentes

b. se o emissor possui código de ética ou de conduta formalmente aprovado (...)

c. se o emissor adota procedimentos em processos de fusão, aquisição e reestruturações societárias visando à identificação de vulnerabilidades e de risco de práticas irregulares nas pes-



soas jurídicas envolvidas

d. caso o emissor não possua regras, políticas, procedimentos ou práticas voltadas para a prevenção, detecção e remediação de fraudes e ilícitos praticados contra a administração pública, identificar as razões pelas quais o emissor não adotou controles nesse sentido

(...)

7.8. Em relação a políticas socioambientais, indicar:

a. se o emissor divulga informações sociais e ambientais

b. a metodologia seguida na elaboração dessas informações

c. se essas informações são auditadas ou revisadas por entidade independente

d. a página na rede mundial de computadores onde podem ser encontradas essas informações

(...)

ANEXO 29-A

(...)

18. Em relação ao princípio 3.1: “A diretoria deve gerir os negócios da companhia, com observância aos limites de risco e às diretrizes aprovados pelo conselho de administração”

a. informar se o emissor segue as seguintes práticas recomendadas:

i. “a diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (...) (ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente”

(...)

b. no caso da não adoção das práticas recomendadas ou da sua adoção de forma parcial, apresentar, em linha com as orientações do Código, a justificativa do emissor sobre o assunto (...)



20. Em relação ao princípio 3.3: “O diretor-presidente e a diretoria devem ser avaliados com base em metas de desempenho, financeiras e não financeiras (incluindo aspectos ambientais, sociais e de governança), alinhadas com os valores e os princípios éticos da companhia”

a. informar se o emissor segue as seguintes práticas recomendadas:

i. “o diretor-presidente deve ser avaliado, anualmente, em processo formal conduzido pelo conselho de administração, com base na verificação do atingimento das metas de desempenho financeiro e não financeiro estabelecidas pelo conselho de administração para a companhia”

(...)

b. no caso da não adoção das práticas recomendadas ou da sua adoção de forma parcial, apresentar, em linha com as orientações do Código, a justificativa do emissor sobre o assunto.

Em apoio à leitura do acima transcrito, vale consultar o que ora consta do Ofício Circular Anual 2022 SEP, que contém orientações gerais sobre procedimentos a serem adotados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas e enfoca, inclusive, os aspectos ESG.⁸⁹

E cabe, adicionalmente, ressaltar a experiência relativa ao antes recordado LAB.

Criado em agosto de 2017, o LAB é resultado de parceria da CVM com a Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e vem contando, por exemplo, com a colaboração de instituições públicas, de reguladores, da B3 e de instituições acadêmicas. Ele atua basicamente na promoção e na viabilização do engajamento de atores públicos e privados para a criação e o desenvolvimento de soluções inovadoras e replicáveis de financiamento e de garantias para projetos com impacto ou benefício socioambiental.

Existem atualmente quatro grupos de trabalho no LAB, com os seguintes objetivos centrais: (i) promover eficiência energética e geração solar distribuída; (ii) fortalecer os instrumentos de finanças sociais; (iii) fortalecer as emissões

⁸⁹ Disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-oficio-circular-anual-2022-para-companhias>>. Acesso em 7/03/2022.



de green bonds; e (iv) estimular o desenvolvimento de novas tecnologias financeiras e o fomento do ecossistema de fintechs.⁹⁰

A CVM vem atuando ativamente também na Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO) e à luz do seu regime de atuação coordenada com o Ministério Público Federal (MPF), sob o Termo de Cooperação Técnica mantido com tal instituição desde maio de 2008⁹¹.

Com efeito, a CVM atualmente integra, por exemplo, o Steering Group da Sustainable Finance Network (SFN) da IOSCO e, recentemente, teve os titulares das suas Superintendência Geral e Gerência de Desenvolvimento de Normas colaborando, na condição de articulistas, na obra “Finanças Sustentáveis: ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS”, cujos coordenadores atuam no âmbito do Projeto Conexão Água (MPF)⁹².

A Autarquia também foi admitida, no ano de 2020, no Pacto Global da ONU.

E, por fim, e em termos de destaques do que vem fazendo a CVM em relação a aspectos ESG nesta oportunidade, cabe enfatizar, com um pouco mais de especificidade, a recente regulamentação geral da Autarquia sobre informações atinentes a aspectos ESG.

Por meio da antes citada Resolução CVM n° 59, de 2021⁹³, a CVM se propôs a “aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa”. O normativo mantém a estrutura regulatória vigente e amplia o uso do conceito do comply or explain, abordando, por exemplo, o seguinte:

- (i) fatores de risco “socioambientais”, com questões sociais, ambientais e climáticas melhor delineadas;
- (ii) posicionamento da companhia sobre matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho;

exigência de informações da companhia sobre os 17 (dezesete) Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações

90 Informações adicionais disponíveis em <<http://www.labinovacaofinanceira.com/>>. Acesso em: 7/03/2022.

91 Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Ministerio_-_Publico_Federal.pdf>. Acesso em: 7/03/2022.

92 Informações adicionais disponíveis em <<https://www.abrampa.org.br/abrampa/site/index.php?ct=conteudoEsq&id=1007>>. Acesso em: 7/03/2022.

93 Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>>. Acesso em: 7/03/2022.



Unidas e relevância para o negócio específico;
dados agregados sobre diversidade em órgãos de administração e variações na remuneração; e
esclarecimento sobre a relação entre remuneração de executivos e indicadores ambientais e sociais.

À luz do que consta deste tópico e de parte dos tópicos anteriores, nota-se como a CVM vem atuando ativamente em relação aos aspectos ESG, sendo certo, não obstante, que ainda existe relevante espaço para novas melhorias no arcabouço regulatório brasileiro, inclusive por meio dos normativos que decorrerão, inclusive, das audiências públicas mencionadas no tópico IV.

Conclusão

No decorrer da leitura do presente artigo foi possível encontrar pontos de ordem conceitual e notar a busca dos autores por contextualização, em linguagem simples e amigável, dos temas da sustentabilidade e, especificamente, dos aspectos ESG.

Percebe-se, nas linhas precedentes, e a partir inclusive do histórico e das muitas nuances do assunto em tela, das tendências respectivas e de medidas que já vem sendo adotadas pela CVM no particular, que há cada vez maior nível de demanda, no Brasil e no exterior, por informações oriundas de emissores de valores mobiliários referentes aos fatores ESG como um todo. Nota-se também que existem repercussões de tais fatores no âmbito, por exemplo, da indústria de fundos de investimento e das ofertas públicas de valores mobiliários.

Considerando o contexto de que se trata, terá sido atingido o objetivo central do presente escrito caso tenha sido possível, ao menos, despertar a curiosidade das pessoas em geral no que diz respeito ao tema específico abordado e, com isso, contribuir, em alguma medida, para o conhecimento e a compreensão dos seus elementos essenciais e da atual situação do Brasil no que diz respeito ao tratamento de aspectos ESG no âmbito do mercado de capitais.



Bibliografia

BANKTRACK. No U-turn allowed; recommendations to the Equator Banks. Davos, Suíça, 2004.

BELINKY, Aron. Seu ESG é sustentável. FGV Executivo. v 20. n 4. out-dez/2021. p.41.

BlackRock. Carta aos CEOs. 2020. Disponível em <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 1/03/2022.

BlackRock. Carta aos CEOs. 2022. Disponível em <<https://www.blackrock.com/br/2022-larry-fink-ceo-letter>>. Acesso em: 7/03/2022.

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

Comissão de Valores Mobiliários. Audiência Pública SDM 02/21. Minutas de resoluções que estabelecem o novo arcabouço regulatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>. Acesso em: 7/03/2022.

_____. Audiência Pública SDM 08/20. Minuta de resolução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>. Acesso em: 7/03/2022.

_____. Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst202.html>>. Acesso em: 2/03/2022.

_____. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>.



[tps://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html](https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html)>. Acesso em: 8/03/2022.

_____. Parecer de Orientação CVM nº 24, de 15 de janeiro de 1992. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare024.html>>. Acesso em: 2/03/2022.

_____. Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais – IPE. Disponível em <<https://sistemas.cvm.gov.br/port/CiasAbertas/manualipe.asp>>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Superintendência de Relações com Empresas. Ofício Circular Anual 2022 SEP. Disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-oficio-circular-anual-2022-para-companhias>>. Acesso em 7/03/2022.

_____. Termo de Cooperação Técnica entre CVM e MPF. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Ministerio_-_Publico_Federal.pdf>. Acesso em 7/03/2022.

Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.327, de 25 de abril de 2014. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Resolução nº 4.661, de 25 de maio de 2018. Disponível em <https://www.in.gov.br/web/guest/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/16299167/do1-2018-05-29-resolucao-n-4-661-de-25-de-maio-de-2018-16299163>. Acesso em: 3/03/2022.

FERNANDES JUNIOR, Édison; e BARBOSA, Claudia Maria. Instituições Financeiras e Proteção Socioambiental: Os Princípios do Equador. Disponível em http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/anais/bh/claudia_maria_barbosa.pdf. Acesso em: 15/01/2022.

FINANÇAS BRASILEIRAS SUSTENTÁVEIS; e LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. Taxonomia em Finanças Sustentáveis: panorama e realidade nacional. Alemanha/Brasil: Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) e Laboratório de Inovação Financeira (LAB), 2021.



FINANÇAS SUSTENTÁVEIS (livro eletrônico): ESG, Compliance, Gestão de Riscos e ODS. Epílogo Consuelo Yatsuda Moromizato Yoshida; Marcelo Drugg Barreto Vianna; e Sandra Akemy Shimada Kishi. Vários autores. Belo Horizonte: Abrampa, 2021. Disponível em <<https://www.abrampa.org.br/abrampa/site/index.php?ct=conteudoEsq&id=1007>>. Acesso em: 7/03/2022.

Grupo de Trabalho da Sociedade Civil para a Agenda 2030 do Desenvolvimento Sustentável. O que é a Agenda 2030. Disponível em <<https://gtagenda2030.org.br/agenda-pos-2015/>>. Acesso em: 1/03/2022.

_____. ODS. Disponível em <<https://gtagenda2030.org.br/ods/>>. Acesso em: 1/03/2022.

International Sustainability Standards Board. Informações disponíveis em <<https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board>>. Acesso em: 7/03/2022.

Laboratório de Inovação Financeira. Informações disponíveis em <<http://www.labinovacaofinanceira.com/>>. Acesso em: 7/03/2022.

LegisWeb. Resolução CFC nº 1.010, de 21 de janeiro de 2005. Disponível em <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=101969>>. Acesso em: 2/03/2022.

MARCHESIN, André, PEREIRA, Luciana Vianna. Greenwashing e Ativismo ESG: dois lados de uma mesma moeda. p. 51. in SION, Alexandre Oheb (Coord.). Ensaios sobre ESG. 1. ed. Rio de Janeiro: Synergia, 2022. Disponível em <https://books.google.com.br/books?hl=pt=-R&lr=&id=IjpbEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=P22R&dq=esg+e+o+risc+do+greenwashing&ots=7vNXsapt2s&sig=eP-51cxpGv89yG3qstClr9SnF4Pc#v=onepage&q=esg%20e%20o%20risco%20do%20greenwashing&f=false>. Acesso em: 28/02/2022.

Politize. Acordo de Paris: o que é? Disponível em <<https://www.politize.com.br/acordo-de-paris/>>. Acesso em: 5/03/2022.

Presidência da República. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Lei nº 6.404, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 3/03/2022.



_____. Lei nº 13.576, de 26 de dezembro de 2017. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13576.htm>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/l13709.htm>. Acesso em: 3/03/2022.

_____. Lei nº 13.986, de 07 de abril de 2020. Disponível <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L13986.htm>. Acesso em: 3/03/2022.

Principles for Responsible Investment. What are the Principles for Responsible Investment? Disponível em <<https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>>. Acesso em: 15/01/2022.

_____. About us. About the PRI. Disponível em <<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>>. Acesso em: 15/01/2022.

SOUZA, Luciane Moessa de. Why do we need Green and Social Taxonomies in the Financial System and how to do it right?. Disponível em <<https://www.dv8worldnews.com/taxonomie-verte-et-sociale/article/2022/02/12/pour-quoi-la-necessite-de-taxonomies-vertes-et-sociales-et-comment-le-faire-correctement>>. Acesso em: 7/03/2022.

SPRINGER, Berlin, Heidelberg. Encyclopedia of Corporate Social Responsibility. 2013. Online ISBN 978-3-642-28036-8. Informação disponível em <https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-642-28036-8_104>. Acesso em: 2/03/2022.

TORINELLI, Viviane. Introdução aos fatores ESG e o seu valor agregado à empresa. Disponível em <<https://blog.waycarbon.com/2021/09/introducao-aos-fatores-esg-e-o-seu-valor-agregado-a-empresa/>>. Acesso em: 2/03/2022.

Valor Econômico. Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas. Disponível em <<https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/02/21/entenda-o-que-e-esg-e-por-que-a-sigla-esta-em-alta-nas-empresas.ghtml>>. Acesso em: 21/02/2022.

United Nations Department of Public Information. Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. Disponível em <<https://d306pr>>



3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf>. Acesso em: 15/01/2022.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; e SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Investimento Responsável no Século XXI: Gestão de Recursos de Terceiros, Questões ESG (Environmental, Social & Governance) e Aspectos Regulatórios. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; e CANTIDIANO, Isabel (Coord.). Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

World Economic Forum: Why Global Corporation Citizenship Matters for Shareholders: A Survey of Leading CEOs. 2004. Geneva, Switzerland. Disponível em <http://web.worldbank.org/archive/website00818/WEB/OTHER/WHY_GLOB.HTM>. Acesso em: 15/01/2022.

ZANLUCA, Júlio César. Demonstração do Valor Adicionado – DVA. Informação disponível em <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/demonstracaodovalor.htm>>. Acesso em: 2/03/2022.



4

O DESCUMPRIMENTO DA FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA REFLETIDO EM FRAUDE: SOCIALWASHING E GOVERNANCEWASHING

Erica Bahiense

Erica Bahiense atuou na Superintendência Geral da CVM como analista movimentada do BNDES. É mestre em Administração de Empresas pela PUC- Rio; graduada em Ciências Contábeis e em Administração, e com MBA Executivo pela COPPEAD.

Marcus Vinicius de Carvalho

Marcus Vinicius de Carvalho é inspetor e o responsável pelo Núcleo de PLD/FTP da Superintendência Geral da CVM. Graduado em Ciências Contábeis e Direito, com MBA em Finanças e Especialização em Direito Societário.



O Descumprimento da Função Social da Empresa refletido em Fraude: socialwashing e governancewashing⁹⁴

Introdução

A despeito da importância da obtenção do lucro no universo do capitalismo, onde as instituições em diversas oportunidades são cobradas para maximizar o lucro dos acionistas, muitas vezes, inclusive, por meio do atingimento de metas que tangenciam a imoralidade, nota-se uma postura, cada vez mais atenta, por parte dos consumidores dos produtos e serviços, assim como dos potenciais investidores, no sentido de somente alocar seus recursos em entidades que, minimamente, adotam um padrão de comportamento coerente com os desafios da sociedade.

Nesse contexto, os conceitos de ASG (ambiental, social e governança), que permitem uma avaliação mais ampla e crítica da empresa, juntamente com o processo de mudança cultural dos consumidores e investidores, tem atraído a atenção das empresas, pois como será aqui explorado, a maximização do lucro passou também a estar vinculada a percepção pela sociedade do cumprimento da função social das empresas.

AMEL-ZADEH e SERAFEIM (2018 apud MOREIRA, 2020) observam que “um fato inegável é o exponencial crescimento do interesse de investidores em informações relativas a questões ASG, bem como o aumento expressivo de companhias que medem e reportam dados socioambientais ao mercado”.

Desta forma, mais do que nunca a conquista e manutenção sustentabilidade está inserida no rol dos deveres dos controladores e da administração das empresas, não sendo, portanto, factível a crença de que tais objetivos possam ser alcançados sem a busca pelo cumprimento da função social da empresa, em linha com o arcabouço jurídico brasileiro, bem como da adoção de práticas adequadas de governança.

Contudo, é nessa mesma esteira que surge o conceito de greenwashing, que pode ser classificado como uma modalidade de fraude. Isto porque, uma empresa apresenta diversos indicadores de que a sua oferta de ativos atende rigorosamente uma conduta plenamente responsável sob a ótica ambiental adequada, todavia, suas práticas estão efetivamente na contramão do que é

94 As opiniões acadêmicas e de cunho pessoal expressadas pelos autores neste artigo não vinculam e não guardam nenhuma relação com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).



formalmente sinalizado para todos os seus stakeholders, em especial aos seus potenciais investidores.

Neste diapasão, e sem prejuízo do greenwashing, podemos apontar outros tipos pontuais de fraude que podem ocorrer dentro do ambiente da responsabilidade social e da boa governança corporativa, como por exemplo, o socialwashing e governancewashing respectivamente. Tais tipos são ainda pouco explorados na literatura, tornando relevante a sua evidenciação para uma melhor compreensão pela sociedade, e assim minimizar os efeitos nocivos causados por empresas, controladores e administradores que não zelam pelo seu dever de objetivar o cumprimento da função social da empresa.

Esse ensaio está estruturado da seguinte forma: (i) uma breve retrospectiva da evolução do conceito de função social, bem como sua contextualização no ordenamento jurídico brasileiro; (ii) abordagem dos conceitos de ASG e sua intrínseca relação com o conceito de função social; (iii) conceituação de fraude, versando sobre alguns dos principais casos de fraudes ocorridas nos últimos anos no mundo, em especial, aquelas que podem ser caracterizadas como socialwashing e governancewashing.

A função social da empresa e os conceitos de ASG

Histórico do Conceito de Função Social

O modelo de Estado Liberal foi concebido na modernidade como o garantidor da legalidade e da liberdade (Teles, G.F.S., 2008). Nesse contexto, segundo a autora, os indivíduos seriam: livres para agir e iguais diante da norma, assumindo, assim, uma condição de entes abstratos diante do sistema jurídico. As empresas, por sua vez, foram concebidas como um ente jurídico dotado de potencialidade para a produção e transformação de bens, desempenhando, portanto, uma atividade eminentemente econômica no modelo de exploração capitalista (visando o lucro), sem qualquer entendimento e comprometimento com a realidade social (Teles, G.F.S., 2008).

Ainda, destaca-se que devido a vinculação entre liberdade e propriedade, esta última ocupou posição central nas primeiras discussões sobre a função social dos direitos subjetivos (FRAZÃO, A., 2018). Segundo Aron (2002 apud FRAZÃO, A., 2018), o pensamento de Auguste Comte (1798 - 1857), tido como um dos primeiros delineamentos sobre a função social da propriedade, pode



ser resumido por:

“[a] propriedade privada é necessária, inevitável, indispensável; mas só é tolerável quando assumida, não com o direito de usar e abusar, mas como o exercício de uma função coletiva por aqueles que a sorte ou o mérito pessoal designou para isso. Comte assume, portanto, uma posição intermediária entre o liberalismo e o socialismo. Não é um doutrinário da propriedade privada, concebida à maneira do direito romano. Não é um reformador que se inclina à socialização dos meios de produção. É um organizador que deseja manter a propriedade privada e transformar seu sentido, para que, embora exercida por alguns indivíduos, tenha também uma função social. Essa concepção não se afasta muito de certas doutrinas do catolicismo social”.

Cabe aqui ressaltar também a contribuição do pensamento de Max Weber (1864 – 1920). Conforme Lamy Filho e Pedreira (2017), Weber destaca que, na época da Revolução Industrial, o grupo de pessoas que comandava o processo social era dominado por um espírito comum de racionalidade na obtenção de lucros, e tinham, como norma de conduta, um ascetismo universal que direcionava sua ação para a busca de um ideal religioso dominante na Reforma Protestante. Ademais, os autores complementam que, na visão de Weber, esse ascetismo tendia a identificar a salvação espiritual com o sucesso nos negócios e com a riqueza (prêmio divino aos que trabalham); tendo sido esse espírito dominante do capitalismo nascente, e que por força da inércia das instituições, manteve sua vitalidade mesmo depois que se evaporaram as fontes e razões religiosas (LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J.L.B., 2017).

Com o passar do tempo, a ideia de função social projetou-se sobre outros direitos, e foi ganhando relevância, na medida em que aumentava o reconhecimento da empresa como instituição fundamental, não apenas no âmbito econômico, mas também nos âmbitos político e social (FRAZÃO, A., 2011 apud FRAZÃO, A., 2018).

Nesse contexto, o surgimento do Estado Social veio para reforçar a necessidade de convivência e integração do capitalismo com o conceito de bem-estar social geral. Como consequência, a função social da propriedade passou a ter influência direta sobre os bens de produção, os quais tiveram a estrutura alterada para assumir compromissos e obrigações com empregados, consumidores e com a comunidade como um todo (VAZ, I. 1993, apud FRAZÃO, A. 2018).



Adicionalmente, considerando a existência do poder de controle e a sua possível dissociação da propriedade, a função social da empresa expandiu o seu âmbito de incidência, passando a abranger o controle e a administração (BERLE, A. A.; MEANS, G. C., 2005 apud FRAZÃO, A. 2018).

Assim, Teles, G.F.S. (2008) argumenta que :

“ao invés de ser entendida como meio de acúmulo de valores para o capitalista, a empresa deve ser observada como um sistema pelo qual se expressa a atividade humana no campo econômico, com objetivos múltiplos de realização pessoal do empresário e de todos que com ela colabora, assim, e notadamente, a sociedade civil na qual está inserida. Nesse contexto, a empresa – concebida antes de tudo como um poder – deve ampliar suas responsabilidades sociais, redefinir seu papel e missão na sociedade, ou seja, deve o empreendimento possuir uma função social. A empresa, para sua própria subsistência, precisa realizar atividades distintas daquelas que até pouco tempo eram consideradas suficientes para sua manutenção, ou seja, as diretamente ligadas à produção de riquezas e obtenção do lucro”.

A Função Social no arcabouço Jurídico Brasileiro

Com o objetivo de contextualizar melhor esse conceito no Brasil, esse tópico aborda a evolução da inclusão do conceito de função social no ordenamento jurídico brasileiro. Cabe, contudo, o destaque de que este é um conceito global com reflexos, por exemplo, também nas leis europeias e norte-americanas.

No Brasil, um dos precursores na formalização do tema foi o anteprojeto da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro 1976 (“Lei das Sociedades Anônimas - S.A.”), o qual foi desenvolvido enquanto o País se encontrava “sob grave crise inflacionária, que se refletiu no mercado de ações com o chamado “boom” da Bolsa, de 1971, seguido de queda e consequente afastamento de investidores” (LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J.L.B., 2017). De uma forma geral, os autores do anteprojeto estavam “interessados, como todo o mundo jurídico e econômico do País, em criar as bases para o desenvolvimento das empresas nacionais, e instituir práticas que habilitassem seus dirigentes a negociar, quando interessados em parcerias com estrangeiros, com o perfeito conhecimento das práticas e



instituições por elas propostas” (LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J.L.B., 2017).

Nesse contexto, a Lei das S.A.⁹⁵, no que tange à função social da empresa, trouxe para o ordenamento jurídico brasileiro os conceitos presentes nos seus artigos 116 e 154, abaixo dispostos:

“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 assembléia-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” (grifo nosso).

[...]

“Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

[...]

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais” (grifo nosso).

95 Lei 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acessado em: fevereiro/2022.



Avalia-se, portanto, que a Lei das S.A. estipula que, no exercício da atividade empresarial, devem ser respeitados interesses internos e externos, de forma que não só os interesses das pessoas que contribuem diretamente para o funcionamento da empresa, como os capitalistas e trabalhadores, mas também devem ser respeitados os interesses da comunidade em que ela atua (COMPARATO, F. K., 1996 apud PALERMO, C.E.C., 2003).

Na Exposição de Motivos nº 19696 de 24 de junho de 1976, do então Ministério da Fazenda, relativa ao anteprojeto da Lei das S.A., temos que:

“O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua” (grifo nosso).

Na sequência, a importância da função social passou a constar expressamente da Constituição Federal de 1988⁹⁶, aparecendo com destaque nos artigos 5º e 170. O artigo 5º dispõe que: “Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes”; e, em seu inciso XXIII destaca “a propriedade atenderá a sua função social”. O artigo 170, por sua vez, dispõe que:

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

- I - soberania nacional;
- II - propriedade privada;
- III - função social da propriedade;
- IV - livre concorrência;

96 Constituição Federal do Brasil de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acessado em: fevereiro/2022.



V - defesa do consumidor;

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

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

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

Seguindo a interpretação de Frazão (2018), o art. 170 juntamente com os arts. 1º e 3º da Constituição permitem compreender a base sobre a qual se estrutura a ordem econômica brasileira, evidenciando a ausência de oposição entre a liberdade de iniciativa e as responsabilidades inerentes à autonomia. No mais, de acordo com a autora, o referido art. 170 contempla princípios que orientam e direcionam o exercício da livre iniciativa empresarial, estando todos relacionados à função social da empresa, apesar de não esgotarem o sentido da função social da empresa.

No contexto do aprimoramento legislativo, observamos ainda que o novo Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002⁹⁷), conforme defendido por Teles (2008), abandonou o caráter individualista e eminentemente patrimonial que se verificava no Código Civil anterior (Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916⁹⁸), passando, então, a adotar a socialidade e a coletividade como normas informadoras da nova legislação. A autora conclui que “a antiga preferência ao individualismo e liberalismo foi substituída pela supremacia da sociedade, do bem comum”.

Os Conceitos de ASG e a Função Social

97 Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>. Acessado em: fevereiro/2022.

98 Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3071.htm>. Acessado em: fevereiro/2022.



A sigla ASG deriva do acrônimo em inglês ESG – Environmental, Social and Governance, sendo traduzida como Ambiental, Social e Governança - ASG, e representa o conjunto de práticas empresariais voltadas a um maior cuidado aos fatores ambientais, sociais e de governança na consecução de seus objetivos sociais, sem abandonar a ideia de atividade lucrativa (GOMIERO, 2021).

O uso da sigla ESG (em inglês Environment, Social and Governance) ocorreu pela primeira vez ao final de 2004, em uma iniciativa chamada “Who Cares Wins”, liderada pela Organização das Nações Unidas – ONU em parceria com as instituições financeiras de vários países. A proposta consistia em discutir e identificar formas criativas e inovadoras de envolver o tema no mercado financeiro (MÜLLER, I.P., VADAS, R.G., TORRES, E., 2022).

Registra-se que a discussão individual dos temas de ASG remontam a década de 1970, período no qual, entre outros, foi realizada a primeira Conferência sobre Meio Ambiente da ONU; ocorreu a instituição do PNUMA - Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (YOSHIDA, 2022); foi fundado o Fórum Econômico Mundial, e na qual houve a publicação de Milton Friedman (1970) sobre responsabilidade social das empresas para o *The New York Times Magazine*.

Desde então, observamos a evolução dos temas de ASG tanto no meio acadêmico, quanto na sociedade de uma forma geral, que resultaram em uma pressão cada vez maior no sentido da geração de valor para a sociedade pelas empresas (KUZMINA; LINDEMANE, 2017 apud MOREIRA, 2020). Nesse contexto, os aspectos de ASG adquirem relevância global não apenas na agenda das companhias, mas também pela ótica do mercado financeiro (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018 apud MOREIRA, 2020), uma vez que gerar valor para os acionistas já não é o único propósito de companhias e investidores (MOREIRA, 2020).

Destaca-se a criação, em 2006, dos Princípios para o Investimento Responsável – PRI, iniciativa da ONU, que iniciou com 63 signatários e US\$ 6,5 trilhões sob gestão. O crescimento de adesão de signatários aos referidos princípios tem sido exponencial, e, ao final de 2021, o PRI contava com 3.826 signatários e o montante de US\$ 121,3 trilhões sob gestão. Ao todo são seis princípios, sendo o princípio número um: “Incorporaremos temas ESG às análises de investimento e aos processos de tomada de decisão”.

O então secretário-geral da ONU no ano de 2019, BAn Ki-moon, em sua mensagem na abertura do PRI 2019, expõe que:

“Um número cada vez maior de investidores institu-



cionais - de todas as regiões no mundo - está incorporando fatores ESG em suas tomadas de decisão de investimento e práticas de propriedade de ativos a fim de reduzir riscos, ampliar o retorno financeiro e atender às expectativas de seus beneficiários e clientes. Também estão diretamente influenciando companhias, órgãos reguladores e outros participantes do mercado para que melhorem seu desempenho nestas áreas. Com isso, o meio-ambiente e a sociedade como um todo estão recebendo benefícios tangíveis.

Os Princípios complementam o Pacto Global da ONU, que exige que as companhias introduzam em suas estratégias e operações um conjunto de princípios universais nas áreas de direitos humanos e trabalhistas, meio-ambiente e combate à corrupção. São, ainda, uma extensão natural do trabalho da Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio-Ambiente, que vem ajudando a sensibilizar os mercados de capitais para a importância das questões ambientais e sociais”.

De acordo com Moreira (2020), o aumento da relevância dos aspectos ASG no mercado financeiro tem sido corroborado pelo fato de que as empresas que apresentam as melhores práticas de sustentabilidade têm menor volatilidade no mercado de ações (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014 apud MOREIRA, 2020), estão associadas a riscos mais baixos (DE JESUS LAMEIRA; NESS JR; QUELHAS; PEREIRA, 2013 apud MOREIRA, 2020), e apresentam maior vantagem competitiva no longo prazo (ECCLES et al., 2014 apud MOREIRA, 2020).

Diante do acima exposto, pode se inferir que os mercados financeiro e de capitais têm cada vez mais quantificado os aspectos de ASG na precificação e classificação de risco das empresas, e, portanto, atualmente tais aspectos influenciam diretamente na capacidade de geração de lucro. Nessa linha, há a convergência das linhas teóricas que defendem que a empresa deve focar apenas na geração de lucro para seus acionistas, com as linhas teóricas que defendem que as empresas devem ter uma função social, uma vez que o não exercício da função social, resulta na redução da capacidade de geração de lucro pela empresa.

Adicionalmente, cabe destaque aqui que, conforme trazido por Gomiero (2021) tão relevante quanto o reconhecimento da crescente influência dos fa-



tores de ASG nas discussões do mercado financeiro ao longo das últimas décadas, é o reconhecimento do “verdadeiro desafio dessa pauta: não ser um discurso simbólico” (grifo nosso). O autor complementa que, em sua visão, este simbolismo deliberado possui ao menos três ângulos de análise: (i) práticas enganosas de governança corporativa; (ii) continuidade de danos, ainda que potenciais, ao contexto socioambiental, e (iii) enfraquecimento da consciência coletiva sobre a importância dos temas de ASG. Assim, Gomiero (2021) conclui que as “três perspectivas, ainda que em espectros diferentes, convergem para um fundamento único: o descumprimento da função social da empresa”.

Da fraude no cumprimento da função social

Se faz então necessário, para efeitos deste artigo, conceituarmos o que vem a ser uma fraude. Nuci (2021) a caracteriza :

“Fraude é uma manobra enganosa destinada a iludir alguém, configurando, também, uma forma de ludibriar a confiança que se estabelece naturalmente nas relações humanas. Assim, o agente que criar uma situação especial, voltada a gerar na vítima um engano, tendo por objetivo praticar uma subtração de coisa alheia móvel, incide da figura qualificada. Ex.: o funcionário de uma companhia aérea que, no aeroporto, a pretexto de prestar auxílio a um turista desorientado, prometendo tomar conta da bagagem da vítima, enquanto esta é enviada a outro balcão de informações, subtrai bens contidos nas malas, incide na figura qualificada.

A fraude está caracterizada pelo desapego que o proprietário teve diante de seus bens, uma vez que acreditou na estratégia criada pelo referido funcionário. Crendo ter os seus pertences guardados por pessoa credenciada por companhia aérea, deixou-os sem proteção e viu-se vítima de um furto. Foi enganado, logrado, ludibriado. Nota-se, pois, como a fraude implica num modo particularizado de abuso de confiança. Este, por si só, exige uma relação específica de segurança concretizada entre autor e vítima, enquanto a fraude requer, apenas, um plano ardiloso que supere a vigilância da vítima, fazendo com que deixe seus bens desprotegidos, facilitando a ação criminosa. A fraude é uma “relação de confiança instan-



tânea”, formada a partir de um ardil” (grifo nosso).

No âmbito do sistema financeiro nacional, podemos citar a definição utilizada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, constante do inciso III, do art. 2º, da Resolução CVM 62⁹⁹, de 19 de janeiro de 2022, (ato normativo que revogou a Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979), a qual dispõe que operação fraudulenta é “aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.”

A Commonwealth Fraud Prevention Centre, órgão vinculado ao Departamento do Procurador-Geral da Austrália, e que atua para fortalecer a capacidade de combate à fraude das entidades governamentais australianas, publicou em 2020 o Fraud Risk Assessment - Leading Practice Guide, que por sua vez definiu fraude como o ato ou efeito de “obter desonestamente um benefício, ou causar uma perda, por engano ou outros meios” (tradução livre)¹⁰⁰.

O documento National Money Laundering Risk Assessment, publicação do U.S. Treasury Department, datado de fevereiro de 2022, salienta que a “fraude, tanto no setor privado quanto em benefícios e pagamentos governamentais, continua a ser o maior impulsionador de lavagem de dinheiro em termos de escopo de atividade e magnitude de receitas ilícitas, gerando bilhões de dólares anualmente” (tradução livre)¹⁰¹. Ademais, registrado que a “fraude é também considerada como uma das 8 prioridades nacionais na prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa - PLD/FTP” (tradução livre)¹⁰².

Na medida em que o núcleo desse artigo tem por foco a fraude corporativa, cabe a utilização da definição apresentada pela Association of Certified Fraud

99 Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Resolução CVM 62/22. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol062.pdf>. Acessado em: fevereiro/2022.

100 “(...) dishonestly obtaining a benefit, or causing a loss, by deception or other means” Australia Commonwealth Fraud Prevention Centre. Fraud Risk Assessment - Leading Practice Guide. Disponível em <<https://www.counterfraud.gov.au/sites/default/files/2020-11/fraud-risk-assessment-leading-practice-guidance.PDF>> p. 2, item 1.2. Acessado em: março/2022.

101 “Fraud, both in the private sector and in government benefits and payments, continues to be the largest driver of money laundering activity in terms of the scope of activity and magnitude of illicit proceeds, generating billions of dollars annually.” U.S. Treasury Department. National Money Laundering Risk Assessment. Disponível em <<https://home.treasury.gov/system/files/136/2022-National-Money-Laundering-Risk-Assessment.pdf>> p.6. Acessado em: março/2022.

102 “Fraud is also considered one of the eight national AML/CFT priorities.” U.S. Treasury Department. National Money Laundering Risk Assessment. Disponível em <<https://home.treasury.gov/system/files/136/2022-National-Money-Laundering-Risk-Assessment.pdf>> p.6, nota de rodapé 4. Acessado: março/2022.



Examiners – ACFE em sua página na rede mundial de computadores: “fraudes ocupacionais são aquelas em que um funcionário, gerente, diretor ou proprietário de uma organização comete fraude em detrimento dessa organização. Os três principais tipos de fraude ocupacional são: corrupção, apropriação indébita de ativos e declarações fraudulentas” (tradução livre)¹⁰³.

Evidentemente que tal dano não necessita estar vinculado a um ato de subtração de ativos, financeiros ou não, dessa instituição. Inclui-se aí, por exemplo, o recebimento de vantagem de qualquer natureza de algum fornecedor ou prestador de serviços, tendo como contrapartida a manutenção de um contrato não tão vantajoso para a empresa, considerando a disponibilidade de outras ofertas que não foram selecionadas.

Nessa linha, inclui-se também, algum dano socioambiental, decorrente da não observância das melhores práticas de segurança, algumas inclusive inseridas na política institucional, visando, em tese, a redução de custos ou de prazos de entrega. Fato que além de gerar possíveis passivos relacionados ao ressarcimento das vítimas (derivados de acordos ou definidos pela justiça), certamente ainda denota falhas na matriz de risco de imagem da corporação.

Não se pode afirmar aqui que existiu uma fraude propriamente dita em casos notórios de tragédias socioambientais como, por exemplo: (i) o vazamento de gás da Union Carbide ocorrida em 1984 em Bhopal¹⁰⁴, na Índia (evento considerado até hoje como um dos mais graves acidentes industriais da história); (ii) a explosão da plataforma petrolífera da British Petroleum BP¹⁰⁵ em 2010, no Golfo do México, ou mesmo (iii) o rompimento das barragens da Samarco¹⁰⁶ em 2015, em Mariana-MG, e (iv) da Vale do Rio Doce¹⁰⁷ em 2019, em Brumadinho-MG.

No entanto é certo que em todos esses eventos existem indícios de omissão, bem como de que não teriam sido seguidas as melhores práticas de segurança

103 “Occupational frauds are those in which an employee, manager, officer, or owner of an organization commits fraud to the detriment of that organization. The three major types of occupational fraud are: Corruption, Asset Misappropriation, and Fraudulent Statements.” Association of Certified Fraud Examiners – ACFE. Fraud Tree. Disponível em <Fraud Tree (acfe.com)>. Acessado em: março/2022.

104 Disponível em <https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2014/12/141203_gas_india_20anos_rp>. Acessado em: março/2022.

105 Disponível em <<https://economia.uol.com.br/noticias/afp/2020/04/17/dez-anos-apos-o-derramamento-de-petroleo-no-golfo-do-mexico-o-perigo-persiste.htm>>. Acessado em: março/2022.

106 Disponível em <<https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2021/11/03/danos-com-desastre-de-mariana-podem-chegar-a-r60-bi-aponta-estudo.htm>>. Acessado em: março/2022.

107 Disponível em <<https://oglobo.globo.com/brasil/tres-anos-apos-brumadinho-minas-tem-39-barragens-em-nivel-de-perigo-1-25338856>>. Acessado em: março/2022.



relacionadas a cada um desses ambientes. Práticas essas que de uma forma ou de outra, ou estavam presentes nas regras, procedimentos e controles internos dessas empresas, mas que foram, ao que tudo indica, ignoradas ou não implementadas adequadamente pelos respectivos responsáveis, ou simplesmente não foram incluídas nas diretrizes de segurança. Em qualquer uma das presentes hipóteses, evidenciando falhas nas respectivas funções de compliance.

Na mesma estrada, atos relacionados à corrupção, ou ao suborno transnacional, sob o pretexto da defesa dos interesses corporativos indiscutivelmente ocasionam danos imensuráveis para a sociedade. Não resta dúvida que quando praticado um ato de corrupção, menor será a injeção de recursos públicos em diversas áreas relacionadas ao bem-estar, saúde, transporte, educação, segurança etc.

Em se tratando do suborno transnacional, é quase certo que a metodologia a ser utilizada pela empresa transgressora para “recompensar” de fato o agente público estrangeiro envolverá alguns “prestadores de serviços”, atuando fora da lei, que também atenderão necessidades similares de atores de outros delitos. Numa analogia, imaginemos que todos os recursos a serem remetidos para outras jurisdições estejam dentro de um ônibus. Assim, fica claro que o dinheiro relacionado ao crime do suborno transnacional estará em “não tão boa companhia”, posto que terá que dividir os assentos com recursos advindos, por exemplo, da corrupção, do narcotráfico, do tráfico de pessoas etc.

Outro ponto aqui, é que não se imagina que a área contábil das entidades que praticam tais atos de corrupção e suborno transnacional, criará uma rubrica pontual para registrar esse fluxo de pagamentos criminoso. Logo, a “fraude fim” terá que se apoiar em uma “fraude meio”, visando manipular a veracidade das demonstrações financeiras, o que além infringir normas legais e regulamentares da atividade contábil e de outras autoridades competentes, também induzirão os acionistas e stakeholders a erro, haja vista não ser possível da parte deles dimensionar o problema vis a vis a análise do das demonstrações financeiras.

Destarte, vale mencionar que a temática do suborno transnacional é de tamanha sensibilidade que integra a pauta um dos Grupos de Trabalho da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE¹⁰⁸. Além de todos os problemas relatados anteriormente, existe uma grande preocupação

108 The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). OECD Working Group on Bribery in International Business Transactions. Disponível em <https://www.oecd.org/corruption/anti-bribery/anti-briberyconvention/oecdworkinggrouponbriberyininternationalbusinesstransactions.htm>. Acessado em: março/2022.



por parte desse organismo no sentido de reprimir esse crime, posto que ele também prejudica o equilíbrio, a equidade e a transparência das relações comerciais, impactando negativamente a integridade da economia global.

Os Estados Unidos são os precursores da legislação voltada para a repressão do suborno transnacional por meio da edição da Foreign Corrupt Practices Act – FCPA, tendo assim o objetivo de tornar ilegal que certas classes de pessoas e entidades façam pagamentos a funcionários de governos estrangeiros para auxiliar na obtenção ou manutenção de negócios.

Desde 1977, as disposições antissuborno da FCPA se aplicam a todos os cidadãos norte-americanos e a determinados emissores estrangeiros de valores mobiliários. Com a promulgação de algumas emendas em 1998, tais disposições antissuborno passaram também a se aplicar a empresas e pessoas estrangeiras que causam, diretamente ou por meio de agentes, um ato em prol de tal pagamento corrupto a ocorrer dentro do território do Estados Unidos. Por fim, esse marco legal também exige que as empresas cujos valores mobiliários estejam listados nos Estados Unidos cumpram suas disposições contábeis de maneira harmonizada com as disposições antissuborno da FCPA.

Ao analisarmos as dez maiores sanções financeiras, divulgadas pela FCPA¹⁰⁹ já efetivadas no âmbito dessa regra, é possível constatar multas ou acordos com cifras astronômicas relacionadas a grandes corporações que sempre se pautaram a difundir as melhores práticas de boa governança. Na sequência, a figura 1 - Maiores Sanções FCPA - retrata estas dez maiores sanções por valor na data-base de fevereiro/2022:

#	Empresas / Grupos Econômicos	Valor Sanção (US\$)
1	Odebrecht S.A.	3.557.626.137
2	The Goldman Sachs Goup, Inc.	2.617.088.000
3	Airbus SE	2.091978.881
4	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	1.786.673.797
5	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	1.060.570.832
6	Telia Company AB	965.604.372
7	Mobile Telesystems Public Joint Stock Company	850.000.400
8	Siemens Aktiengesellschaft	800.002.000
9	VimpelCom Ltd	795.326.798
10	Alstom S.A.	772.291.200

Figura 1 - Maiores Sanções FCPA

Fonte: elaboração própria.

109

Disponível em <<https://fcpa.stanford.edu/statistics-top-ten.html>> . Acessado em: março/2022.



Nesse rol de empresas, vale mencionar algumas peculiaridades do caso envolvendo a Siemens AG, uma das maiores corporações da Europa (conglomerado multinacional alemão fundado em 1847) com ações listadas em bolsas norte-americanas. Em dezembro de 2008, essa instituição, assim como algumas de suas subsidiárias (Argentina, Venezuela, Bangladesh etc.), acordaram em pagar multas ao Department of Justice - DOJ, a Securities and Exchange Commission - SEC e a autoridades europeias, multas estas que juntas foram superiores a US\$ 1 bilhão. Tais pagamentos foram uma contrapartida à realização de inúmeras operações vinculadas a propinas pagas para agentes públicos estrangeiros ao redor do mundo, visando assim garantir a concretização de negócios nessas jurisdições.

Em resumo, na esfera criminal (DOJ¹¹⁰) a Siemens se declarou culpada por infringir disposições contábeis contidas no FCPA, o que incorreu em multas de US\$ 450 milhões. Já na esfera civil (SEC¹¹¹) a Siemens se declarou culpada por ter violado regras contábeis e de antissuborno no FCPA, o que incorreu em multas de US\$ 350 milhões. A Siemens ainda pagou multas de aproximadamente US\$ 800 milhões no âmbito das investigações que foram conduzidas pelo Ministério Público da Alemanha¹¹².

Além da vultuosa quantia, merece a atenção o fato do DOJ ter registrado no âmbito dos seus trabalhos que a área de compliance da Siemens utilizou um “programa de papel¹¹³”, conforme:

“Durante o período de fevereiro de 1999 até/ou por volta de julho de 2004, alguns membros da SIEMENS ZV tomaram conhecimento das mudanças no ambiente regulatório. Enquanto circulares e políticas anticorrupção estrangeiras foram promulgadas, esse “programa de papel” foi amplamente

110 “Siemens AG and Three Subsidiaries Plead Guilty to Foreign Corrupt Practices Act Violations and Agree to Pay \$450 Million in Combined Criminal Fines.” Disponível em <https://www.justice.gov/archive/opa/pr/2008/December/08-crm-1105.html>. Acessado em: março/2022.

111 “Siemens has agreed to pay \$350 million in disgorgement to settle the SEC’s charges, and a \$450 million fine to the U.S. Department of Justice to settle criminal charges. Siemens also will pay a fine of approximately \$569 million to the Office of the Prosecutor General in Munich, to whom the company previously paid an approximately \$285 million fine in October 2007.” Disponível em <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-294.htm>. Acessado em: março/2022.

112 “In connection with the cases brought by the Department, the SEC and the Munich Public Prosecutor’s Office, Siemens AG will pay a combined total of more than \$1.6 billion in fines, penalties and disgorgement of profits, including \$800 million to U.S. authorities, making the combined U.S. penalties the largest monetary sanction ever imposed in an FCPA case since the act was passed by Congress in 1977. Disponível em <https://www.justice.gov/archive/opa/pr/2008/December/08-crm-1105.html>. Acessado em: março/2022.

113 “Over the period from in or about February 1999 to in or about July 2004, certain SIEMENS ZV members became aware of changes in the regulatory environment. While foreign 9 anti-corruption circulars and policies were promulgated, that “paper program” was largely ineffective at changing SIEMENS’ historical, pervasive corrupt business practices.” Disponível em <https://www.justice.gov/sites/default/files/criminal-fraud/legacy/2013/05/02/12-108siemensakt-info.pdf> p. 9, item 39. Acessado em: março/2022.



ineficaz em mudar as práticas comerciais corruptas históricas e generalizadas da SIEMENS” (tradução livre).

Este caso mostra que os eventos aqui narrados não aconteceram por falta de oficiais de compliance na Siemens, ou mesmo por conta de uma ausência deliberada de regras, procedimentos e controles internos voltados para a minimização do risco de práticas dessa natureza. Ainda que em outras palavras, o DOJ apontou que o programa de compliance da Siemens somente existia no papel, não tendo sido assim implementado de maneira adequada.

Certamente aqui estamos diante de um escândalo corporativo fruto de uma fraude, em face da não observância premeditada das diretrizes previamente estabelecidas. Não se pode dizer que os colaboradores da Siemens enriqueceram por meio de desvios dos ativos dessa empresa, eles em princípio agiam pensando na obtenção ou manutenção de bons negócios ou operações para a instituição.

No caso em tela, foi possível mensurar o valor das multas que foram pagas para as autoridades norte-americanas e alemãs, contudo, por conta da quebra dos paradigmas das melhores práticas de governança, bem como dos possíveis danos sociais indiretamente causados nos países em que os respectivos agentes públicos foram corrompidos, é quase impossível auferir a dimensão do dano de imagem e do dano reputacional da Siemens.

O grande fato aqui a ser observado é a nítida colisão entre aquilo que se pregava com aquilo que era efetivamente feito, o que pode se caracterizar como discurso simbólico trazido por Gomiero (2021). Ao mesmo tempo em que stakeholders e acionistas partiam de premissa de que as melhores práticas de governança eram seguidas, o suborno transnacional foi um alicerce para a realização de negócios, e conforme já explorado, com geração de danos para a sociedade, ainda indiretos e difusos.

Diante de tal contexto, pode-se inferir que na medida em que aqueles stakeholders e acionistas foram induzidos a erro, haja vista uma atuação deliberada de contrariar as diretrizes contidas no próprio programa de compliance, a assimetria entre teoria e prática se materializou por meio de uma fraude, gerando paralelamente a figura do socialwashing e do governancewashing, termos ainda pouco explorados e não usuais na doutrina especializada.

Os exemplos não se limitam àquelas empresas sancionadas no âmbito do FCPA. Impossível imaginarmos um rol taxativo de grandes escândalos corporativos. Em uma breve tentativa de melhor contextualizar essa questão, vale lembrar os notórios escândalos envolvendo a Eron e a WorldCom, que dentre outras coisas, corroeram a poupança e a previdência de diversas famílias,



assim como a credibilidade dos respectivos auditores independentes (Arthur Andersen), nos quais foi observado, inclusive, que alguns dos interlocutores dessas fraudes chegaram a destruir documentos¹¹⁴ que provariam com maior robustez a extensão das fraudes praticadas.

Nesse cenário, fica evidente a constatação de que o escândalo das pirâmides¹¹⁵ capitaneado pelo Sr. Bernard Madoff somente foi possível levando em conta a indução de terceiros a erro, sempre se pautando por meios fraudulentos¹¹⁶.

A despeito disso, alguns dias antes da materialização do caso do Lehman Brothers e da respectiva crise do subprime em 2008, a agência de classificação de risco Standard&Poors concedeu uma boa nota para aquela instituição financeira: “O Lehman Brothers recebeu nota A da Standard&Poors pouco tempo antes de quebrar. Isso prova que só essa nota não deve ser uma referência para o investidor¹¹⁷”.

Se por um lado não se pode afirmar que nesse episódio não existe uma fraude propriamente dita, se reforçou o aviso de que nenhuma instituição é grande o bastante para não quebrar. Grandes retornos envolvem como regra a assunção de grandes riscos, e as grandes corporações precisavam mais do que nunca deixá-los transparentes para os stakeholders e investidores. Mais ainda, sem prejuízo dos escândalos anteriores que colocaram em xeque a credibilidade das auditorias independentes, esse caso também reforçou o alerta acerca da confiança excessiva em outros paradigmas, no caso, as notas dadas para os emissores por parte das agências de classificação de risco.

A promulgação das leis norte-americanas Sarbanes-Oxley (SOX)¹¹⁸ em 2002 e Dodd-Frank¹¹⁹ em 2010 foram necessárias para buscar recuperar a confiança nos mercados. Todavia, isso não impediu que novos escândalos de grande magnitude ocorressem.

114 Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1701200225.htm>>. Acessado em: março/2022.

115 A Lei 1.521/51, de 26 de dezembro de 1951, dispõe sobre crimes contra a economia popular, e em seu artigo 2º, inciso IX, prevê o chamado crime de “pirâmide” ou “esquema ponzi”, que consiste em tentar ou obter ganhos ilícitos, por meio de especulações ou meios fraudulentos, causando prejuízo a diversas pessoas. Lei disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/11521.htm>. Acessado em: fevereiro/2022.

116 Disponível em <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-56752040>> Acessado em: março/2022.

117 Disponível em <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/lehman-brothers-falencia-do-banco-ensinou-tres-liceos-que-podem-salvar-seus-investimentos/>> . Acessado em: março/2022.

118 Articulou uma série de comandos visando uma maior proteção aos minoritários.

119 Fortaleceu a importância da transparência corporativa, da integridade financeira e contábil, bem como da figura do *Whistleblower*.



Podemos aqui citar, por exemplo, a infração do Goldman Sachs¹²⁰ à FCPA em 2020: “O Goldman Sachs pagará mais de US\$ 2,9 bilhões como parte de uma resolução coordenada com autoridades criminais e civis nos Estados Unidos, Reino Unido, Cingapura e outros lugares” (tradução livre).

Ou mesmo, os escândalos decorrentes do Panama Papers¹²¹ em 2016, o Pandora Papers¹²² em 2021, e mais recentemente o Swiss Leaks¹²³. Ainda, o Credit Suisse¹²⁴, um dos protagonistas do Swiss Leaks, se viu envolvido em outra situação constrangedora quando das sanções econômicas aplicadas pela Suíça¹²⁵ à Rússia, em decorrência da invasão da Ucrânia em fevereiro de 2022.

Todos os exemplos aqui tratados foram, de uma forma ou de outra, oriundos de falhas robustas das funções de compliance nessas corporações. Ainda, tais eventos ganharam corpo porque estavam na explícita contramão das respectivas diretrizes de risco, regras, procedimentos e controles internos, o que também induziu a erro seus respectivos stakeholders e investidores, bem como gerou, direta ou indiretamente, danos sociais e nas boas práticas de governança.

Conclusão

Fato inquestionável é que a transformação cultural ocorrida ao longo dos anos, desde a criação do capitalismo, tornou o conceito de função social da empresa mais amplo que a simples geração de lucro. Este, atualmente, muito interligado com o respeito e a adoção dos conceitos de ASG, uma vez que é certo que o controle e a administração das empresas, a atividade empresarial em si, deve “contemplar, além dos interesses dos sócios, os interesses dos diversos sujeitos envolvidos e afetados pelas empresas, como é o caso dos trabalhadores, dos consumidores, dos concorrentes, do poder público e da comunidade como um todo” (FRAZÃO, 2018).

Desta forma, um dos deveres impostos aos controladores e administradores

120 “Goldman Sachs will pay more than \$2.9 billion as part of a coordinated resolution with criminal and civil authorities in the United States, the United Kingdom, Singapore, and elsewhere” Disponível em < <https://www.justice.gov/opa/pr/goldman-sachs-charged-foreign-bribery-case-and-agrees-pay-over-29-billion>>. Acessado em: março/2022.

121 Disponível em <https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2016/04/160402_documentos_panama_rb>. Acessado em: março/2022.

122 Disponível em <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-58786545>>. Acessado em: março/2022.

123 Disponível em <<https://www.theguardian.com/news/2022/feb/20/credit-suisse-secrets-leak-unmasks-criminals-fraudsters-corrupt-politicians>>. Acessado em: março/2022.

124 Disponível em < https://www.swissinfo.ch/eng/credit-suisse-asks-investors-to-destroy-documents-linked-to-oligarch-yacht-loans/47393822?utm_campaign=teaser-in-channel&utm_source=swissinfoch&utm_medium=display&utm_content=0>. Acessado em: março/2022.

125 Disponível em < <https://noticias.uol.com.br/ultimas-noticias/afp/2022/02/28/suica-adota-todas-as-sancoes-da-ue-contra-russia.htm>> Ac. Acessado em: março/2022.



das empresas, em total consonância com o ordenamento jurídico brasileiro, é a conquista e a manutenção da sustentabilidade empresarial e socioambiental, o que pressupõe a adoção de práticas adequadas de governança.

Nessa linha, cabe novamente aqui o destaque para o reconhecimento do risco de as empresas adotarem “um discurso simbólico”, no qual buscam demonstrar a existência de evidências do cumprimento da sua função social, respeitando os conceitos de ASG, mas que na prática não existem. Ato deliberado, seja ou não por ausência de diligência adequada, que ao ser adotado por controladores e administradores, os levam a incorrer no descumprimento da função social, no desrespeito aos conceitos de ASG e, principalmente, os sujeitam a incorrer em fraude. Nesse cenário, stakeholders e acionistas são induzidos a erro, e danos à sociedade, ainda que indiretos e difusos, são materializados.

Foram inúmeros os casos de fraude ocorridos nos últimos anos, conforme pode ser observado nesse ensaio, todos eles lesivos a sociedade. Assim, pode-se inferir que existe farto material para que eventos dessa natureza sejam, na linha da definição de greenwashing, caracterizados como socialwashing e governancewashing.

Por fim, ressalta-se a importância da ampla difusão desse tipo de fraude, com o objetivo de tornar a sociedade mais consciente da sua existência e, consequentemente, possibilitar que se exija uma postura mais autêntica, dos controladores e administradores de empresas, na busca do cumprimento da função social, possibilitando, consequentemente, maior confiabilidade por parte da sociedade e investidores nos mercados financeiro e de capitais.

Referências Bibliográficas

AMEL-ZADEH, A.; SERAFEIM, G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, v. 74, n. 3, p. 87–103, 2018, apud MOREIRA, Amanda Burlamaqui. Incorporação de aspectos ASG na análise de investimentos: um estudo de casos múltiplos, 2020. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br>>. Acessado em fevereiro: 2022.

ARON, Raymon. As etapas do pensamento sociológico. Trad. por Sérgio Bath. 6. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002, apud FRAZÃO, Ana. Função Social da Empresa. *Enciclopédia Jurídica da PUC- SP; Tomo 4 -Direito Comercial*; 2018.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. The modern corporation & private property. Newsbruck; Londres: Transaction Publishers, 2005, apud FRAZÃO,



Ana. Função Social da Empresa. Enciclopédia Jurídica da PUC- SP; Tomo 4 -Direito Comercial; 2018.

COMPARATO, F. K. Estado, empresa e função social. Revista dos Tribunais, São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 85, n. 732, out. 1996. p. 43-44 apud PALERMO, Carlos Eduardo de Castro. A função social da empresa e o novo Código na Civil, Jus Navigandi, Teresina, ano 7, n. 62, fev. 2003. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=3763>>. Acessado em fevereiro/2022.

DE JESUS LAMEIRA, Valdir; NESS JR, Walter Lee; QUELHAS, Osvaldo Luis Gonçalves; PEREIRA, Roberto Guimarães. Sustainability, Value, Performance and Risk in the Brazilian Capital Markets. Revista Brasileira de Gestão de Negócios, v. 15, n. 46, p. 76-90, 2013 apud MOREIRA, Amanda Burlamaqui. Incorporação de aspectos ASG na análise de investimentos: um estudo de casos múltiplos, 2020.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. Management Science, v. 60, n. 11, p. 2835-2857, 2014, apud MOREIRA, Amanda Burlamaqui. Incorporação de aspectos ASG na análise de investimentos: um estudo de casos múltiplos, 2020.

FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As, p. 9, Rio de Janeiro: Renovar 2011, apud FRAZÃO, Ana. Função Social da Empresa. Enciclopédia Jurídica da PUC- SP; Tomo 4 -Direito Comercial; 2018. FRAZÃO, Ana. Função Social da Empresa. Enciclopédia Jurídica da PUC- SP; Tomo 4 -Direito Comercial; 2018. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br>>. Acessado em: fevereiro/2022. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>>. Acessado em: fevereiro/2022.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine, 1970. Disponível em: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf?mod=article_inline>. Acessado em: fevereiro/2022.

GOMIERO, Paulo Henrique. Os Fatores ASG e a Prevenção ao Greenwashing – A Necessidade de Regramento Estatal quanto aos Deveres e Responsabilidades dos Administradores de Empresas. Thomson Reuters. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 93/2021, p.91–111, Jul-Set/2021.



Disponível em: <<https://www.thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/paulo-henrique-gomiero.pdf>>. Acessado em: fevereiro/2022.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, Direito das Sociedades, 2ª ed., atual. e ref. - Rio de Janeiro: Forense, 2017.

KUZMINA, J.; LINDEMANE, M. ESG Investing: New Challenges and New Opportunities. *Journal of Business Management*, n. 14, p. 85-98, 2017 apud MOREIRA, Amanda Burlamaqui. Incorporação de aspectos ASG na análise de investimentos: um estudo de casos múltiplos, 2020.

MOREIRA, Amanda Burlamaqui. Incorporação de aspectos ASG na análise de investimentos: um estudo de casos múltiplos, 2020. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br>>. Acessado em fevereiro: 2022.

MÜLLER, Ives Pereira.; VADAS, Rolando Gaal; TORRES, Érico. Responsabilidade Social Corporativa ODS, ESG, GRI, LGPD, CVM, SASB, Governança e Reguladores: a necessidade de buscar maior sinergia e convergência das forças reguladoras, p. 115-139, 2022, *Finanças Sustentáveis: ESG, Compliance e Gestão de Riscos e ODS. Projeto Conexão Água do MPF*. Disponível em: <<https://conexaoagua.mpf.mp.br/>>. Acessado em: fevereiro/2022.

NUCCI, Guilherme de Souza. Curso de Direito Penal - Parte Especial Arts. 121 a 212 do Código Penal - Vol. 2, 5ª edição. Forense, 2021.

PRI. Princípios para o Investimento Responsável (PRI): Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU, 2019.

TELES, Giovanna Filomena Silveira. A função social da empresa. *Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva*. 14 ed. nov. 2008.

VAZ, Isabel. Direito econômico das propriedades. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1993 apud FRAZÃO, Ana. *Função Social da Empresa*. Enciclopédia Jurídica da PUC- SP; Tomo 4 -Direito Comercial; 2018.

YOSHIDA, Consuelo Yatsuda Moromizato. Construção da cultura da sustentabilidade à luz dos ODS e dos Princípios ESG, p. 42-69, 2022. *Finanças Sustentáveis: ESG, Compliance e Gestão de Riscos e ODS. Projeto Conexão Água do MPF*. Disponível em: <<https://conexaoagua.mpf.mp.br/>>. Acessado em: fevereiro/2022.

5

FINANÇAS DESCENTRALIZADAS E O PAPEL DO REGULADOR

Jorge Alexandre Casara

Jorge Alexandre Casara é Gerente de Inteligência em Supervisão de Riscos Estratégicos da CVM. Engenheiro Químico pela Poli-USP, com Mestrado em Administração de Empresas na USC - Marshall School of Business em Los Angeles, CA. Sua formação acadêmica inclui: BI Master pela PUC-RJ, MBA em Marketing pela ESPM e Pós-Graduação em Regulação do Mercado de Capitais pelo IBMEC.



Finanças descentralizadas e o papel do regulador

DeFi é um termo geral que abrange uma variedade de atividades e relações comerciais. Definimos quatro requisitos: serviços financeiros; operação e liquidação em blockchain com minimização de confiança; ausência de custódia de ativos; e sistemas que são abertos, programáveis e combináveis. (<https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/opportunities-dangers-decentralizing-finance/>)

Abreviaturas utilizadas no texto

CFTC - The Commodity Futures Trading Commission

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DAO - Organização Autônoma Distribuída

DEFI - Finanças Descentralizadas

DLT - Distributed Ledger Technology

ETF - Exchange Traded Fund

ICVM 400 - Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, sobre ofertas públicas de valores mobiliários

Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, sobre a constituição, funcionamento e dissolução de ações bolsas e outros mercados organizados

IOSCO - International Organization of Securities Commissions

IPO - Initial Public Offering

SEC - Securities and Exchange Commission

Este artigo discute os papéis que a CVM deve desempenhar e recomenda as ações que deve empreender no novo mundo das finanças descentralizadas. Requer certa compreensão da regulamentação do mercado de valores mobiliários e conhecimentos básicos sobre DLTs e criptoativos.

Os proponentes de DeFi dizem que as arquiteturas descentralizadas podem enfrentar os desafios do sistema financeiro tradicional. Tecnologias de código aberto, alinhamento de interesses e recompensas, contratos inteligentes e governança descentralizada podem oferecer maior eficiência e inclusão, maior



inovação e uma configuração totalmente nova de serviços financeiros. Essas promessas, desde a concepção dos primeiros modelos descentralizados, chamaram a atenção dos reguladores de valores mobiliários e agora nos estimulam a escrever este artigo. Dito isso, as arquiteturas descentralizadas - DeFi - também abrem uma variedade de novos riscos, como falhas de contratos inteligentes, extração de valor por mineradores e falhas de sistemas de governança descentralizados, sendo este último discutido brevemente neste artigo.

Os defensores de DeFi também dizem que os intermediários desempenham um papel excessivamente importante nos mercados financeiros, pois as principais funções que desempenham ao facilitar a confiança, a liquidez e a segurança causam não apenas custos excessivos, mas também ciclos de liquidação lentos, descoberta de preços ineficiente e limitações no acesso ao mercado. Os mercados de serviços financeiros tendem a ser altamente concentrados, com alguns poderosos intermediários exercendo controle significativo e extraindo rendas em excesso. Acadêmicos e formuladores de políticas públicas em todo o mundo reconhecem essas alegações e há muito tempo acreditam que o remédio para (pelo menos parte) essas ineficiências é o empoderamento dos reguladores, que deveriam ter assegurada sua autonomia política e financeira e ser protegidos de captura. Tais respostas devem vir da pressão da sociedade e, portanto, estão fora do escopo deste artigo.

A ideia básica de DeFi é: os investidores transferem criptomoedas para o endereço do contrato inteligente de um negócio descentralizado. O contrato inteligente é um código autoexecutável que explora uma oportunidade de lucro, por exemplo, empréstimos de criptomoeda para pessoas ou provisão de capital para formação automatizada de mercado. Os lucros, se houver, serão compartilhados pelos investidores (uma empresa comum).¹²⁶

Se você substituir as palavras “contrato inteligente” nessa descrição pela palavra “pessoas”, você terá uma descrição clássica de um “contrato de investimento”. E se por “investidores” você quer dizer que empresários ou empresas estão tentando levantar fundos por meio de ofertas públicas, você entra no domínio reconhecidamente oneroso da regulamentação de valores mobiliários. É compreensível, portanto, que os empreendedores argumentem que o funcionamento dos contratos inteligentes difere dos “esforços dos outros” do Howey Test: os contratos inteligentes são indiscutivelmente escritos por programadores, mas sua operação é determinística e de código aberto e os investidores não

¹²⁶ Este, e os próximos dois parágrafos, são baseados em Matt Levine's Money Stuff, Bloomberg Opinion Aug 09, 2021.



investem seu dinheiro porque eles confiam nos programadores, mas porque o código produzirá resultados previsíveis para qualquer um que possa lê-lo.

Após descartar o “esforço dos outros” do teste de Howey, os cripto-entusiastas vão além e afirmam ter desenvolvido um processo de governança equitativo, transparente e verificável que acabará com a dicotomia Agente-Principal. O “Conflito Agente-Principal” é uma falha de mercado basilar na regulamentação do mercado de valores mobiliários, e surge quando um “Principal” (titular de um ativo ou um direito) delega uma ação a outro indivíduo (Agente), mas o “Principal” não tem informações completas sobre como o Agente irá se comportar. Os interesses divergem, o que significa que o resultado é menos desejável do que o “Principal” esperaria. Eis como um DAO é explicado no site da Ethereum:

Iniciar uma organização com alguém que envolve financiamento e dinheiro requer muita confiança nas pessoas com quem você está trabalhando. Mas é difícil confiar em alguém com quem você só interagiu na Internet. Com DAOs você não precisa confiar em mais ninguém do grupo, apenas no código do DAO, que é 100% transparente e verificável por qualquer pessoa.

Já sabemos que a realidade se mostrou muito mais complicada do que isso...

...Onde a borracha encontra a estrada¹²⁷

“É fisicamente impossível que cada decisão que um DAO toma submeta-se a uma votação pública”, Jeff Dorman, diretor de investimentos da criptoinvestimentos da empresa Arca, disse em entrevista sobre as propostas para reestruturar a organização supostamente autônoma SushiSwap. “Estamos usando a Sushi como um microcosmo de como todos os DAOs devem ser no futuro”.¹²⁸

A SushiSwap deveria ser “um ecossistema de código aberto construído pela comunidade”, no qual os usuários poderiam negociar diretamente uns com os outros, sem intermediários, e tomar decisões operacionais. As coisas se desenvolveram de maneira diferente e acabou sendo controlada por alguns desenvol-

127
(informal-US).

“Where the rubber meets the road”: quando uma ideia ou teoria é posta à prova prática

128

Este e os parágrafos seguintes são trechos reorganizados de Money Stuff, Bloomberg Opinion Dec 09, 2021.



vedores anônimos, que ignoraram os votos da comunidade e se envolveram em muitas mudanças estratégicas destinadas a aumentar sua remuneração. A discórdia levou a acusações de gastos extravagantes e autoenriquecimento sem aprovação ou supervisão da comunidade, e à renúncia do diretor de tecnologia da empresa. Dois grandes proprietários de Sushitokens, que confere aos titulares direitos de governança sobre como o protocolo funciona, apresentaram um plano para reestruturar o projeto, recomendando uma entidade mais formalizada para gerenciar o esforço, com freios e contrapesos para garantir o gasto adequado dos fundos.

Uma rápida pesquisa na Internet revela vários casos em que os defensores de DeFi recorrem ao Direito de Empresas ou à regulamentação de valores mobiliários para resolver seus problemas:

Uma das maiores falhas sistêmicas de um serviço DeFi ocorreu na quinta-feira, 12 de março de 2020, quando o sistema de liquidação do Maker Protocol falhou e mais de US\$ 8 milhões em ativos de usuários foram perdidos. Isso foi exacerbado pelo congestionamento da rede na blockchain Ethereum, que aumentou os preços do “gas” para validar transações e diminuiu o fluxo de atualizações de dados para o serviço de oráculo da MakerDAO. Uma ação coletiva sobre o evento, alegando que a Maker Foundation enganou os provedores de garantias (“collateral”) ao não divulgar adequadamente esses riscos, foi enviada para arbitragem em setembro de 2020. O evento expôs riscos emergentes enfrentados pelos protocolos DeFi, incluindo a disponibilidade e confiabilidade da infraestrutura blockchain subjacente. (<https://www.weforum.org/white-papers/decentralized-finance-defi-policy-maker-toolkit>)

Em sua coluna na Bloomberg Opinion, Matt Levine provocativamente afirma que “o ecossistema cripto está redescobrimo toda a história das finanças em rápida sucessão”. As corporações, ele lembra, aprenderam a lidar com a separação entre propriedade e controle décadas atrás. Uma empresa responde a seus acionistas, mas os acionistas delegam autoridade a um pequeno grupo de diretores, que delegam decisões particulares a uma hierarquia de executivos e colaboradores. Os acionistas implementarão mecanismos de controle para ratificar as decisões estratégicas do conselho e fazer suas próprias propostas. O columnista afirma que DeFi acabará por descobrir os benefícios da (1) tomada de decisão centralizada e (2) cuidadosos mecanismos de verificação (pelos investidores) dessas decisões.

Igor Makarov e Antoinette Schoar descrevem a hierarquia de interesses entre as várias partes interessadas (“stakeholders”) em um blockchain:



A principal parte interessada em um ecossistema blockchain são os desenvolvedores encarregados de escrever e atualizar o código que executa o blockchain. Os validadores que verificam as transações e garantem a integridade do blockchain são o segundo conjunto de partes interessadas. Muitas vezes, eles decidem se querem adotar as mudanças fornecidas pelos desenvolvedores. O terceiro grupo importante são os detentores de tokens. Podemos pensar neles como investidores ou acionistas. Por fim, o quarto grupo são os usuários da plataforma. Em algumas plataformas, o terceiro e o quarto grupos são as mesmas pessoas. Embora todas as partes interessadas tenham interesse em fazer com que a criptomoeda com a qual estão envolvidos tenha sucesso e cresça, seus incentivos nem sempre estão completamente alinhados. Por exemplo, os usuários e desenvolvedores podem querer que as taxas no blockchain sejam baixas para tornar a utilização mais atraente, enquanto que investidores e validadores desejam maximizar o retorno de seus investimentos financeiros. (Working Paper 30006 - <http://www.nber.org/papers/w30006>)

Esses autores concordam com o colunista da Bloomberg em que a tomada de decisão em uma organização totalmente descentralizada será ineficiente. Eles identificam quatro razões:

1. Quando a propriedade é dispersa e as participações são pequenas, nenhum proprietário pode achar interessante gastar esforço e investir em aprender sobre todas as complexidades necessárias para tomar uma decisão. Como resultado, muitas partes interessadas podem abster-se de votar ou emprestar seus votos a uma parte que está tentando acumular direitos de voto por interesse próprio.
2. Investidores com grandes participações podem tentar capturar o controle e impor sua preferência ao sistema. Reconhecendo esse problema, as leis corporativas geralmente impõem regras rígidas de divulgação a “blockholders” (detentores de grandes participações). Seria impossível emular regras semelhantes via código em um ecossistema pseudo-anônimo.
3. O sistema de votação pode dar mais poder a participantes que podem estar interessados apenas em maximizar os lucros de curto prazo e não em desenvolver o protocolo para casos de uso inovadores. Esses argumentos são muito semelhantes ao debate sobre o “curto-prazismo” de investidores em sistemas de governança tradicional.
4. A história da governança corporativa demonstra que simplesmente fornecer incentivos para gerentes ou investidores pode não ser sufi-



ciente para deter maus atores se os ganhos financeiros do mau comportamento forem atraentes. Como a implementação de regras de governança nos EUA mostrou, impor a responsabilidade pessoal de gerentes e diretores é de importância central. A ideia é que a ameaça de punição cria desincentivos ao comportamento fraudulento; a simples perda de recursos desviados não teria o mesmo efeito.

Semelhante ao item 2 acima, já Frank Knight, em *Risk, Uncertainty and Profit* (1921), apontava o exercício do poder de controle como mecanismo central para lidar com o risco ou a incerteza. Arriscamos que Knight certamente concordaria que o ecossistema cripto está redescobrimdo toda a história das finanças em rápida sucessão!

Uma regulação para a cripto?

É incontroverso que a maioria das plataformas DeFi realizam negócios sob regras rudimentares e os usuários tirariam proveito de princípios baseados da regulamentação de valores mobiliários. Por uma questão de argumento, listamos alguns casos de alta visibilidade:

Plataforma de NFT LooksRare está contaminada com Wash Trades¹²⁹ – e está OK com isso!

O mercado NFT teve um choque esta semana quando o novo e inesperado participante LooksRare começou a acumular volumes maciços de negociação. Mas à medida que o volume na rival da OpenSea aumenta, fica claro que alguns participantes estão manipulando o sistema de recompensas baseado em tokens da LooksRare por meio de “wash trades” - e a plataforma não parece se importar. (<https://decrypt.co/90317/ethereum-nft-market-looksrare-wash-trading>)

Washington, DC 19 de março de 2021 - A Commodity Futures Trading Commission firmou Termo de Compromisso com a bolsa de ativos digitais Coinbase Inc., com sede em San Francisco, Califórnia, por enviar reportes falsos, enganosos ou imprecisos, bem como por “wash trades” por um ex-funcionário na plataforma GDAX da Coinbase. O Termo exige que a Coinbase pague uma

¹²⁹ “Wash trading” é um tipo de manipulação de mercado que faz o ativo parecer ter mais demanda do que ele realmente tem.



multa de US\$ 6,5 milhões e cesse quaisquer outras violações ao Commodity Exchange Act ou aos regulamentos da CFTC. “Reportar transações falsas, enganosas ou imprecisas prejudica a descoberta de preços de ativos digitais”, disse o diretor interino da CFTC, Vincent McGonagle. “Esta ação de fiscalização envia a mensagem de que a Comissão agirá para salvaguardar a integridade e a transparência de tais informações.” (<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8369-21>)

Os mercados de DeFi e criptomoedas exibem violações ainda mais graves do que “wash trades”:

Se é verdade que as características técnicas dos blockchains permitem individualizar/rastrear cada transação on-chain e comprovar que os ativos depositados não foram gastos e permanecem no endereço blockchain do cripto-custodiante, esta não é a prática comum da maioria das ‘exchanges’ e custodiantes de chaves privadas.

Os cripto-custodiantes armazenam criptoativos para os clientes de duas maneiras: em um endereço agrupado (omnibus); ou em um endereço segregado. A custódia agrupada apresenta altos riscos para os clientes, uma vez que a utilização de um endereço de blockchain agrupado torna provável que os ativos depositados originalmente alocados a um cliente sejam usados em benefício de outro cliente (ou do próprio custodiante). Essa reutilização muitas vezes impede uma reivindicação em caso de insolvência. (“As esperanças fracassadas da desintermediação: insolvência de cripto-custodiantes, riscos legais e como evitá-los” - Prof. Dr. Matthias Haentjens, Dr. Tycho de Graaf & Ilya Kokorin LLM Hazelhoff Research Paper Series No. 9.)

A fim de proteger os investidores contra o risco de insolvência de custodiantes, as leis de valores mobiliários há muito proíbem ou limitam a reutilização dos ativos depositados e obrigam o uso de contas segregadas no lugar de contas coletivas (há complexidades nessa narrativa que merecem um artigo separado; no entanto, a segregação de ativos é tema que não foi pacificado pelo projeto de lei de criptoativos atualmente no Senado).

Nossa principal proposição

Os parágrafos acima introduzem a proposição fundamental deste artigo: que



os modelos DeFi, e aqui podemos voltar ao advento do próprio Bitcoin¹³⁰, sempre têm algum grau de centralização nas ações de promoção e gestão, seja por programadores, provedores de capital de risco, bolsas de criptomoedas ou gestores. Portanto, a separação entre propriedade e controle, ou seja, o entendimento dos deveres fiduciários com aplicação da “business judgement rule”¹³¹, e a proteção da integridade do mercado são os principais desafios que o ecossistema cripto enfrenta hoje. Em outras palavras, defendemos que cripto necessita de regulação de conduta, entendida como aquela que estabelece obrigações processuais para os agentes e regula suas relações concretas, proporcionando proteção a diferentes tipos de clientes (dependendo de seu grau de especialização). Esse tipo regulatório adota predominantemente regimes prescritivos, autorizando ou proibindo certas práticas ou determinados procedimentos, abrangendo uma ampla gama de atividades desde a oferta de produtos financeiros até a imposição de obrigações de reporte, recomendando comportamentos padronizados e estruturas de atendimento. Quando falamos da integridade do mercado, entendemos que criptoativos têm a natureza negocial de valores mobiliários: eles também são instrumentos que encapsulam direitos (de governança e/ou remuneração) que têm um valor de investimento percebido e podem facilmente mudar de mãos, tal mobilidade desencadeando o desenvolvimento de mercados secundários não regulamentados repletos de fraude e manipulação. A regulamentação de conduta é a principal área de especialização e a principal razão pela qual as sociedades patrocinam reguladores de valores mobiliários.

Os reguladores devem, seguramente, exercer seu poder de supervisão e de polícia com autocontenção, guiados pelo princípio de que o poder do Estado é limitado por um mandato aprovado pela legislatura. Autocontenção no caso da CVM significa a estrita observância ao artigo 2º da Lei 6.385/76 (Lei de Valores Mobiliários), que estabelece o perímetro da CVM. Enfatizamos que a proposta deste documento não é designar responsabilidades regulatórias, mas somente afirmar que os criptoativos e seus mercados se compatibilizam com a regulação da conduta. Como a CVM possui o mais amplo domínio do assunto, deveria ser uma participante-chave, senão a líder neste debate, mesmo para aqueles ativos fora de seu perímetro. Essa conclusão merece maior detalhamento, mas em um artigo futuro, que também discutiria (i) por que a maioria

130 Para aqueles que querem investigar a centralização do Bitcoin: Angela Walsh's “Deconstructing Decentralization: Exploring the Core Claim of Crypto Systems”.

131 Que diz, sucintamente, que na ausência de evidências de que conselheiros ou administradores violaram despidoradamente alguma regra de conduta, os tribunais não revisarão ou questionarão suas decisões.



dos criptoativos se enquadram nesse perímetro e (ii) como abordar aqueles que não se enquadram.

Por enquanto, vamos apenas discutir alguns criptoativos e ‘criptoplayers’ que estão, teoricamente, fora do perímetro da CVM, e entender por que o mandato da CVM pode ser afetado por eles.

O paradoxo das ‘exchanges’

Este documento afirma que tanto os valores mobiliários quanto as criptomoe-
das constituem o novo tecido dos mercados financeiros e esses componentes
não podem mais ser desvinculados. Isso não acontece porque as criptomoe-
das “se assemelham” a valores mobiliários (ainda que também sejam instrumentos
que encapsulam direitos com valor percebido de investimento cuja mobilida-
de estimula o surgimento de mercados secundários. Os investidores de varejo
percebem criptoativos e valores mobiliários como substitutos). Isto acontece
porque as suas infraestruturas e constituintes se fundiram definitivamente nos
mercados regulamentados. Assistimos a IPOs de ‘exchanges’ de criptomoe-
das e o surgimento de fundos mútuos que carregam valores mobiliários e cripto-
moedas, ETFs de criptomoe-
das negociados em bolsas de valores reguladas e ‘exchanges’ de criptomoe-
das que negociam tokens representativos de valores
mobiliários e outros tokens não regulamentados (ou seja, de pagamento).

As ‘exchanges’ de criptomoe-
das são particularmente interessantes: como ilus-
trado nos exemplos acima, elas estão basicamente desimpedidas por dispositi-
vos legais ou infralegais para desenvolverem práticas que foram proibidas nos
mercados regulados, desde que não estejam negociando valores mobiliários.
A implicação é que as leis que regem o mercado de valores mobiliários, quan-
do se abdicam de absorver criptoativos, mas admitem IPOs de ‘exchanges’ de
criptomoedas (por exemplo), criam um paradoxo: o regulador deve aprovar
registro de oferta pública que financia modelos engajados nas próprias práticas
negociais que ensejaram sua criação. No caso do Brasil, caso o emissor cum-
pra os requisitos exigidos pelos formulários de registro de oferta pública, não
há previsão explícita na ICVM 400 (vide artigo 16) para incontrovertidamente
interromper tal processo.

Felizmente, as boas práticas têm obtido respaldo do próprio mercado, porque:
(i) muitas ‘exchanges’ estão aderindo à autorregulamentação, (ii) capitalistas
de risco tendem a favorecer aquelas que aderem às melhores práticas e - rea-



listicamente falando - (iii) empresas que desejam distorcer práticas comerciais para reforçar ganhos optam por colocações privadas.

'Eu sei o que vocês fizeram no verão passado' - CFTC vs. GEMINI

Contratos futuros compreendem a maioria dos ativos em muitos fundos de criptomoedas e ETFs. Como a liquidação é financeira, dependem de um preço de referência confiável para o Bitcoin e outras moedas. Os reguladores temem que os mercados de criptoativos sejam opacos e manipulados e, portanto, não possam gerar um preço oficial confiável: a SEC, por exemplo, nunca aprovou um ETF de Bitcoin à vista. A CFTC, por outro lado, como regulador dos EUA para contratos futuros de criptomoedas, aprovou derivativos de Bitcoin com liquidação financeira e isso tornou a criptomoeda elegível para carteiras de fundos de varejo em muitas jurisdições (inclusive Brasil). A lógica era que os futuros de Bitcoin não apenas resolveriam o problema de descoberta de preços, mas também corrigiriam as muitas incertezas em torno da custódia das chaves privadas.

A CFTC estava segura sobre a integridade do mercado Bitcoin? A CFTC está processando a Gemini Co. por supostamente mentir sobre negociações de Bitcoin, como parte de seus esforços para ver contratos futuros de Bitcoin aprovados ainda em 2017:

A reclamação alega que, de aproximadamente julho de 2017 a dezembro de 2017, a Gemini, diretamente e através de outros, fez declarações falsas ou enganosas de fatos relevantes, ou omitiu a declaração de fatos relevantes, à CFTC durante uma avaliação da potencial autocertificação de um contrato futuro de Bitcoin por um administrador de mercado organizado. O contrato futuro proposto deveria ser liquidado por referência ao preço spot do Bitcoin no dia relevante, conforme determinado por um leilão realizado na plataforma de negociação de ativos digitais da Gemini.

De acordo com a denúncia, a Gemini [...] forneceu informações à CFTC sobre sua plataforma de negociação e o leilão de Bitcoin, e certas declarações e informações transmitidas eram falsas ou enganosas com relação, entre outras coisas, a fatos relevantes para entender se o Contrato Futuro de Bitcoin proposto seria prontamente suscetível à manipulação.



Em comunicações orais e escritas à Comissão durante o Período Relevante, a Gemini declarou não trabalhar com reservas fracionárias e que exigia que todas as transações fossem totalmente “pré-lastreadas”. A Gemini afirmou que tal medida tornaria a Gemini Exchange e o leilão de Bitcoins, portanto, o contrato futuro de Bitcoin, menos suscetível à manipulação porque aumentava o custo de capital dos ‘traders’ e tornava a conduta imprópria mais onerosa para atores maliciosos...

A Gemini falhou ao não divulgar seus esforços para reduzir ou eliminar o custo de capital dos participantes do mercado, a fim de facilitar um maior volume de negociação na Gemini Exchange, inclusive no leilão de Bitcoins.

A Gemini não divulgou aos funcionários da Comissão, por exemplo, que certos clientes formadores de mercado poderiam obter e obtiveram empréstimos de ativos digitais [...] de uma entidade controlada.

A Gemini também não divulgou que, antes e durante o Período Relevante, disponibilizou “adiantamentos” ou “crédito” em moeda fiduciária ou ativos digitais a clientes selecionados, de modo que os fundos pudessem ser imediatamente usados para negociação na Gemini, e que a Gemini forneceu tais adiantamentos creditando diretamente a conta do cliente.

A Gemini indicou que a “prevenção de autonegociação” estava entre os “atributos que promovem a integridade do preço do leilão e desencorajam condutas manipulativas”, explicando que “[nós] proibimos que o mesmo participante cruze consigo mesmo (intencional ou involuntariamente) em um livro de ordens de negociação contínua ou em um leilão de Bitcoins.” (<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8540-22>)

Em linguagem simples, Gemini incentivou a negociação em sua plataforma - emprestando Bitcoins a alguns clientes, dando incentivos como o desconto de taxas - inflando a atividade real de negociação e a liquidez, e induziu a CFTC a pensar que as negociações refletiam apenas a demanda do mercado. A Gemini também não impediu a autonegociação nos leilões de Bitcoins: um leilão em dezembro de 2016 teve aproximadamente 70% do volume total de negociação originado de um único participante negociando consigo mesmo.

O mandato da CVM

O ecossistema cripto certamente tem suas idiossincrasias; porém, é preciso lembrar que paradoxos, por mais intrigantes que sejam, não necessariamente despertam o interesse do regulador de valores mobiliários; e as empresas, ao



tentar construir um novo e complexo ecossistema, estarão inclinadas a testar os limites da regulação. Uma atitude flexível pelo regulador, tendo ciência de eventos como os descritos anteriormente, seria uma violação de mandato?

Definitivamente “não”, mas os argumentos pelo “sim” são razoáveis. Vamos pegar a oferta pública de uma “exchange” de criptomoedas como exemplo: uma oferta via prospecto é onerosa e indiscutivelmente uma barreira para novos entrantes. Se o acesso privilegiado a capital implica acesso privilegiado a clientes, em um negócio em que os ganhos de escala proporcionam vantagem competitiva sustentável, emissores desobrigados de qualquer boa prática comercial extrairão ganhos excessivos que atrairão a preferência do investidor racional, aumentando o custo de capital de outros negócios. Os retornos excessivos estarão aqui indiscutivelmente nas mãos dos titulares do capital da ‘exchange’ versus detentores de criptomoedas. Os números a seguir são instigantes, mesmo que não sejam evidências indiscutíveis do caso em tela: no 1º trimestre de 2021, o valor de mercado da Coinbase (US\$ 86 bilhões) superou o das bolsas de valores em que suas ações são negociadas: Nasdaq (valor de mercado de US\$ 26 bilhões) e ICE, controladora da NYSE (US\$ 67 bilhões). (<https://www.nytimes.com/live/2021/04/14/business/stock-market-today#:~:text=At%20%2486%20billion%2C%20Coinbase's%20market,market%20value%20is%20%24111%20billion>)

Em oito anos de existência, a Coinbase teve negócios de cerca de US\$ 456 bilhões em criptomoedas, menos do que um único dia médio no mercado de ações dos EUA. A Coinbase foi o palco para US\$ 335 bilhões em negociações de criptomoedas no primeiro trimestre de 2021 e ficou com cerca de 0,54% do valor dessas negociações. (<https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2021-04-14/money-stuff-good-and-exciting-times-for-banks>). Usamos os números da Coinbase por sua disponibilidade, e sua avaliação pode ser o resultado de vários outros fatores além da possível percepção, por investidores, de futuros fluxos de caixa injustamente favorecidos (por exemplo, observamos em 2021 um número inquietante de ações negociadas acima do valor fundamentalista). Além disso, deve-se enfatizar que a Coinbase nunca tentou evitar o ônus da regulamentação de valores mobiliários dos EUA e está sujeita a intenso escrutínio por analistas de mercado.

Da mesma forma, fundos que investem em criptoativos e cripto ETFs, com informações de preços imperfeitas, competem com fundos cujos ativos são negociados em mercados estritamente regulados. Essas são ilustrações emblemáticas, mas não há razão para que o mesmo argumento não se aplique a muitos outros modelos de negócios relacionados a criptomoedas que capturem



a poupança popular. Por exemplo, pode-se explorar as dependências que as plataformas descentralizadas de empréstimos descentralizados ou de gerenciamento de ativos “on-chain” apresentam em relação a oráculos de preços e protocolos de terceiros.

O leitor implacável poderia argumentar que tais eventos impedem a boa alocação de capital e violam a missão do regulador quanto à eficiente formação de capital (artigo 4º da Lei de Valores Mobiliários).

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

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; [...]

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

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; [...]

O processo de formação de capital envolve três atividades distintas: (i) poupança, atividade pela qual os recursos não consumidos são destinados a outros fins; (ii) finanças, atividade pela qual os recursos, seja da poupança interna ou obtidos no exterior, são colocados nas mãos de investidores, e (iii) investimento, atividade pela qual os recursos são efetivamente comprometidos com a produção de bens de capital. O volume de formação de capital depende da intensidade e eficiência que as economias exercem essas atividades. O investimento e o financiamento são realizados, com variados graus de eficiência, por um elaborado mecanismo que envolve muitas instituições. Seus objetivos são: difundir informações, fornecer corretagem, limitar obrigações, criar liquidez e valorizar corretamente passivos relativamente arriscados, transformando-os em ativos relativamente seguros. No decurso desta atividade, ocorrem dois desenvolvimentos: (i) o custo de financiamento de novos negócios é reduzido e (ii) a poupança de firmas e famílias torna-se mais móvel entre os diferentes



setores e geografias.

A leitura implacável do texto implicaria que a inação quanto às idiossincrasias do ecossistema cripto aumentaria o custo geral do financiamento. O argumento é convincente, mas os reguladores têm uma lógica e boa motivação por trás de suas ações (explicá-las excederia, contudo, o escopo deste documento).

O que a cvm deve fazer?

Dado seu papel proeminente como regulador de conduta, a CVM deve liderar o debate sobre supervisão de criptoativos no Brasil. Se necessário, e conforme recomendado pelos Objetivos e Princípios da Regulamentação de Valores Mobiliários da IOSCO: “O Regulador deve ter ou contribuir para um processo de revisão regular do perímetro de regulação”. É nosso entendimento que é hora de revisitar o perímetro da CVM, pois acreditamos que ser isso apenas a consequência inevitável de:

1. Novos pontos de pressão para os reguladores (o paradoxo das ‘exchanges’) e até mesmo possíveis quebras de mandatos (formação de capital) surgem conforme cripto permeia os mercados regulados;
2. Os modelos DeFi de fato distorcem as linhas do perímetro regulatório, mas um grupo de patrocinadores “stakeholders” inevitavelmente mantém o controle;
3. Os mercados financeiros regulados lucrarão com os modelos inovadores DeFi (porque, por exemplo, custos mais baixos provavelmente resultarão em mais inclusão financeira e outras externalidades positivas);
4. Os modelos descentralizados também lucram com regras bem estabelecidas e o regulador de valores mobiliários é a autoridade mais capacitada nessa interação, pois seu conhecimento abrange as principais ineficiências (integridade do mercado) e falhas (‘conflito de agência’) que observamos nesse ecossistema.

A ampliação do perímetro de jurisdição da CVM traria clareza aos novos emissores e investidores. Corrigiria, particularmente, o paradoxo das ‘exchanges’, uma vez que mercados organizados de valores mobiliários (bolsas e mercados de balcão) devem estar aderentes à ICVM 461, que dispõe sobre práticas mani-



plativas e retornos excessivos. A ICVM 461 é, na verdade, resultado da experiência da CVM em lidar com modelos de negócio de bolsas de valores: com a desmutualização (processo pelo qual entidades associadas sem fins lucrativos transformam-se em sociedade empresária) das bolsas de valores, implementaram-se várias mudanças importantes em sua supervisão, governança e autorregulação, para acolher e equalizar objetivos de todas as partes interessadas.

No entanto, simplesmente colocar DeFi sob a jurisdição da CVM pode colocar tanto regulador quanto regulados em um doloroso processo de asfixia da inovação e recursos desperdiçados, degradando os benefícios mútuos listados acima. Identificamos três desafios de maior preocupação:

1. O desafio do 'status quo': a regulação da conduta se concentra nas responsabilidades, diligências e conflitos de interesses dos participantes do mercado, enquanto DeFi almeja modelos não custodiados, minimização de confiança, autonomia do código e orientação ao ativo (opõe-se, portanto, ao uso excessivo de intermediários e “gatekeepers”). Quando afirmamos que a CVM era a instituição “mais capacitada” para regular DeFi, não quisemos dizer que seria um ajuste perfeito.
2. O desafio da escalabilidade: a velocidade e a escalabilidade das finanças descentralizadas podem ultrapassar a capacidade de reguladores que vêm há tempos trabalhando no limite de seus recursos. Arquiteturas de código aberto permitem a criação de novos negócios simplesmente (i) bifurcando (“fork”) um projeto anterior ou (ii) integrando blocos já prontos em novos casos de uso. Essa dinâmica está provando ser um desafio mesmo para os reguladores mais bem equipados.
3. O desafio da descentralização: a descentralização na verdade reagrupa três desafios distintos que aparentemente estão além do alcance do regulador de valores mobiliários: (i) a identificação dos entes regulados trazidos pelo pseudo-anonimato, (ii) a implementação de mecanismos de governança descentralizada, (iii) modelos não-custodiados.

Modelos não-custodiados querem dizer que¹³²: “Os bens emitidos ou administrados pelos serviços DeFi não podem, em tese, ser desapropriados ou modificados unilateralmente por terceiros, mesmo por aqueles que prestam serviços de intermediação e outros. Os usuários mantêm o controle total. Assim, as ‘exchanges’ de criptomoedas centralizadas que têm custódia sobre ativos digitais



não são negócios DeFi, embora muitos estejam desenvolvendo ofertas DeFi.” Confronta-se a isso as diretrizes para congelamento de ativos e penhoras judiciais incorporadas nas leis de valores mobiliários e nas regras da CVM.

“Formuladores de políticas públicas devem esforçar-se em criar regras que sejam justas, eficientes, eficazes e executáveis”¹³³

1. Não obstante o fato de DeFi ser claramente um assunto de competência da CVM, por outro lado está fora do alcance de suas atuais capacidades. A abordagem que o setor oficial deve tomar é a montagem de uma força-tarefa de formuladores de políticas públicas para identificar prioridades e resultados desejados. Essa força-tarefa deve servir como um fórum qualificado para ponderar possíveis “trade-offs” entre proteção ao investidor, inclusão financeira, estabilidade financeira e inovação de mercado e propor resultados razoáveis e proporcionais. Questões sensíveis tanto para os formuladores de políticas quanto para os proponentes do DeFi devem ser abordadas, como: (i) esquemas legados que exigem um tipo de controle sobre ativos incompatível com o modelo não-custodiado, (ii) a implementação de mecanismos como auditorias de segurança e “bug-bounties” (um tipo de recompensa por alertas) para detectar erros em contratos inteligentes (mecanismos de “whistle-blowing” são ainda incipientes no sistema legal e regulatório do Brasil).

Ao elaborar diretrizes que realmente reconheçam os desafios trazidos por DeFi, os formuladores de políticas públicas devem primeiro avaliar seu próprio apetite por mudança e vontade de transformar as estruturas de mercado existentes, ou aceitar a coexistência das novas com as antigas. Eles devem antecipar o contexto futuro em que as políticas e regulamentações de DeFi se encaixam em esquemas regulatórios e legais mais amplos e decidir se permanecerão satisfeitos com elas (com o risco de permitir que as finanças descentralizadas se desenvolvam à revelia). Desde o início, os formuladores de políticas públicas que se juntem a essa força-tarefa devem ter os seguintes pontos¹³⁴ bem resolvidos: (i) Como seu escopo jurisdicional e mapas de risco se comparam; (ii)

¹³³ “The Risk Identification Canvas” em <https://www.weforum.org/whitepapers/> kit de ferramentas descentralizado-financeiro-defi-criador de políticas.

¹³⁴ “The Risk Identification Canvas”



Que procedimentos de coordenação entre as entidades existem; (iii) Qual é o conhecimento e experiência de cada um relacionados a DeFi, ativos digitais, tecnologia blockchain e governança descentralizada.

O que deve ser feito enquanto a força-tarefa não vem?

Entrar no mundo das finanças descentralizadas é como embarcar em uma jornada para a qual os reguladores de valores mobiliários dificilmente se voluntariariam. Identificamos no texto quatro razões para motivá-los. Um veículo viável (mesmo que experimental) para iniciar essa jornada é a configuração de ambientes controlados onde novos modelos podem ser testados e alimentados e, ao mesmo tempo, podem fornecer ao regulador uma educação adequada sobre DeFi. A CVM já possui experiência com Sandboxes Regulatórios para fomento da inovação nos mercados sob sua jurisdição.

No entanto, como as Finanças Descentralizadas trazem mudanças substanciais, desaconselhamos os Sandboxes Regulatórios como a Estratégia de Facilitação da Inovação a ser usada. Sandboxes regulatórios são estruturas criadas pelo regulador para permitir testes em pequena escala e ao vivo de inovações em um ambiente controlado (operando sob uma dispensa especial ou outra exceção limitada e com prazo determinado). A inovação é, no entanto, circunscrita ao regulamento atual. Como vimos, não há encaixe de DeFi na regulação de hoje.

Em vez disso, recomendamos outra estratégia identificada pelo Comitê de Crescimento e Mercados Emergentes da IOSCO: Regulatory Accelerators.

Aceleradores Regulatórios são programas que permitem acordos de parceria entre inovadores ou empresas FinTech e autoridades governamentais para acelerar o desenvolvimento e a inovação. A experiência de RA é um processo de educação intenso, rápido e imersivo que visa acelerar o ciclo de vida de jovens empresas inovadoras, comprimindo anos de aprendizado prático em apenas alguns meses. RAs geralmente funcionam desenvolvendo casos de uso específicos que são característicos dos desafios enfrentados pela autoridade, e o setor privado é convidado a abordar esses casos de uso por meio do uso de tecnologias inovadoras e emergentes. (grifo nosso)



O Relatório de Consulta Pública traz o exemplo do Banco da Inglaterra (The Bank of England - BoE), que lançou um Acelerador de Fintechs em junho de 2016 para implantar tecnologias inovadoras em questões relevantes para a missão e operações do Banco.

De acordo com as informações divulgadas pelo BoE, trabalhando em parceria com empresas Fintech, o banco busca desenvolver novas abordagens, construir seu entendimento sobre novas tecnologias e apoiar o desenvolvimento do setor. O BoE realiza Provas de Conceito (PoC) exploratórias em casos de uso relevantes para seu papel como banco central que possam permitir que funcione de forma mais eficiente e eficaz.

O Regulatory Accelerator já realizou trabalhos iniciais nas áreas de anonimização de dados, segurança cibernética e tecnologia de registro distribuído. Outras áreas de potencial interesse para o RA incluem: novas maneiras de estruturar e analisar grandes conjuntos de dados, aprendizado de máquina, principalmente em relação à detecção de anomalias e reconhecimento de padrões, e proteção de dados confidenciais do Banco.

Referências Bibliográficas

“Criptomoedas e Finanças Descentralizadas (Defi)” - Igor Makarov e Antoinette Schoar - Working Paper 30006 - <http://www.nber.org/papers/w30006> - National Bureau of Economic Research - abril de 2022

”Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais” – Otavio Yazbek – 2a. Edição Ampliada

“Decentralized Finance (DeFi) Policy-Maker Toolkit” – Fórum Econômico Mundial - White Paper Junho 2021.

“As esperanças fracassadas de desintermediação: insolvência de cripto-custodiantes, riscos legais e como evitá-los” - Prof. Dr. Matthias Haentjens , Dr. Tycho de Graaf & Ilya Kokorin LLM Hazelhoff Research Paper Series No. 9.

Vários modelos de finanças descentralizadas foram consultados em: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Second Quarter 2021, 103(2), pp. 153-74 (<https://doi.org/10.20955/r.103.153-74>).



“Lona de Identificação de Riscos do Fórum Econômico Mundial” (<https://www.weforum.org/whitepapers/decentralized-finance-defi-policy-maker-toolkit>).

“The Use of Innovation Facilitators in Growth and Emerging Markets” – Relatório de Consulta da IOSCO – dezembro de 2021.



VENDA PROIBIDA