**FACULDADE DE DIREITO DA
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO
MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
BRASILEIRO: A REGULAÇÃO DA
ATIVIDADE JORNALÍSTICA**

Laila Cristina Duarte Ferreira

São Paulo, 2013

LAILA CRISTINA DUARTE FERREIRA

**Divulgação de informações no mercado
de valores mobiliários brasileiro: a
regulação da atividade jornalística**

Dissertação apresentada ao Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito
da Universidade de São Paulo - FDUSP para
obtenção do título de Mestre.

Área de Concentração: Direito Comercial

Orientador: Prof. Dr. José Alexandre
Tavares Guerreiro

São Paulo

2013

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo, eu gostaria de agradecer a Deus, pois até aqui tem me guiado em todas as minhas decisões e me acompanhado durante a concretização dos meus planos, por ser meu refúgio e minha força, e por ter feito coisas maravilhosas para mim, que excedem o meu entendimento.

Agradeço ao meu marido Fábio, por ter colocado em prática a questão do “sermos um”, por ter demonstrado seu amor e companheirismo em todos os momentos da vida, por ter sido meu sábio conselheiro, meu apoiador e meu exemplo.

À toda a minha família, e em especial aos meus avós Celina e José e ao meu pai Virgílio, por terem sido tão amorosos quanto exigentes comigo, pela preocupação com a minha formação pessoal e profissional, e por terem me ensinado a nunca desistir.

Ao Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro, pelo apoio não apenas durante o Mestrado, mas desde a época da Graduação, quando acreditou no meu trabalho e me incentivou a iniciar a pós-graduação.

À Universidade de São Paulo, em especial à Faculdade de Direito do Largo São Francisco, pela oportunidade de frequentar o curso de graduação e de mestrado, pela formação acadêmica, pelos bons amigos franciscanos e pelos momentos lá vividos.

Aos meus amigos, que não desistiram de mim, principalmente Angélica Sigollo, Joanna Griz, Luana Araújo, Naíla Radtke, Natalie Matos, Nathalia Miziara, e Rodrigo Rodrigues, às minhas irmãs Beatriz, Marina e Juliana, e aos meus sogros e cunhados, pelo companheirismo.

Aos meus amigos e colegas do Banco Bradesco S.A. e do escritório Barcellos e Tucunduva Advogados.

“Para tudo há uma ocasião certa;
Há um tempo certo para cada propósito debaixo do céu:
Tempo de nascer e tempo de morrer,
tempo de plantar e tempo de arrancar o que se plantou,
tempo de matar e tempo de curar,
tempo de derrubar e tempo de construir,
tempo de chorar e tempo de rir,
tempo de prantear e tempo de dançar,
tempo de espalhar pedras e tempo de ajuntá-las,
tempo de abraçar e tempo de se conter,
tempo de procurar e tempo de desistir,
tempo de guardar e tempo de jogar fora,
tempo de rasgar e tempo de costurar,
tempo de calar e tempo de falar,
tempo de amar e tempo de odiar,
tempo de lutar e tempo de viver em paz.
(...)

Sei que tudo o que Deus faz permanecerá para sempre; a isso nada se pode acrescentar, e disso nada se pode tirar. (...)”

Livro de Eclesiastes 3: 1-8

RESUMO

FERREIRA, L. C. D. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 2013. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Em um mercado tão fortemente regulado como o de valores mobiliários, principalmente no que tange à divulgação de informações, é pertinente a indagação sobre a viabilidade de uma regulação específica sobre a atividade do jornalista especializado na área (o jornalista financeiro). O jornalista financeiro possui papel relevante neste mercado, pois atua na democratização da informação, atingindo, principalmente, os pequenos investidores. Todavia, a atividade jornalística, não realizada em conformidade com os objetivos do mercado de capitais, pode acarretar diversos problemas a este setor, advindos de conflitos de interesses, publicação de informações falsas, falta de conhecimento técnico sobre a matéria etc. Portanto, há necessidade de criação de normas de conduta que guiem os jornalistas a uma atuação ética e não atentatória aos princípios do mercado de valores mobiliários, incluindo o princípio da divulgação plena (*full disclosure*). Em 15 de agosto de 2007, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) decidiu colocar em pauta discussão sobre a regulação dos jornalistas financeiros, por meio da publicação do Edital de Audiência Pública nº 09/07 (“Edital”), que propunha a alteração da Instrução CVM n.º 388, de 30 de abril de 2003 (“ICVM 388”), norma que regulava a atividade dos analistas de valores mobiliários. Utilizando-se do Edital, a CVM, na qualidade de órgão regulador estatal do mercado de capitais, tentou criar o que ela denominou de “*safe harbor*”, *i. e.* um “porto seguro” para o exercício da profissão, distinguindo tal atividade daquelas exercidas pelos analistas de valores mobiliários. A minuta da ICVM 388 continha determinados requisitos que dispensariam o jornalista de ser registrado na CVM como analista, mesmo nos casos em que ele atuasse como tal. Não obstante, o Edital foi duramente criticado pelo mercado e as alterações propostas não se concretizaram. Atualmente, no Brasil, a atividade específica do jornalista financeiro não é regulada por qualquer órgão estatal ou autorregulador. O presente trabalho se valerá do estudo de casos práticos envolvendo a regulação estatal e a autorregulação, com o objetivo de encontrar soluções para a criação do melhor conjunto regulatório para o jornalismo financeiro. A discussão sobre a regulação do jornalista é polêmica, e deve ser concebida de forma que não afete a liberdade do jornalista e que, em nenhum momento, possa ser equiparada à censura, que anula o princípio da liberdade de expressão e da liberdade de imprensa tão arduamente conquistados no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: 1. Mercado de Valores Mobiliários; 2. Comissão de Valores Mobiliários (CVM); 3. Regulação; 4. Divulgação Plena; e 5. Jornalista Financeiro.

ABSTRACT

FERREIRA, L. C. D. Disclosure of information in the Brazilian securities market: the regulation of the journalistic activity. 2013. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

In a market strongly regulated as the securities market, when making reference to the disclosure of information therein, it is important to inquire about the viability of a specific regulation on the activity of the journalist with expertise in such area (the financial journalist). The financial journalist plays an important role in this market, as he/she acts in the democratization of information, which may affect small investors. Thus, journalistic activity not performed in accordance with the objectives of the securities market may create several problems in this sector, which arise from conflicts of interest, publication of false information, lack of technical knowledge on the subject matter, amongst others. Therefore, it is necessary to create standards of conduct that guides journalists towards an ethical behavior which does not oppose the securities market's principles, including full disclosure. On 15 August 2007, the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM) decided to open for public discussion the financial journalists' regulation topic through the publication of the Public Hearing Notice No. 09/07 (the "Notice"), which proposed an amendment to the CVM Instruction No. 388 of April 30 2003 ("ICVM 388") rule which regulated the activity of securities analysts. Through the Notice, the CVM, in its capacity of securities regulator, tried to create what it called a "safe harbor" for the profession, distinguishing this activity from the one exercised by securities analysts. The draft of the ICVM 388 contained certain requirements that would excuse the journalist from registering with the CVM as an analyst, even in those cases where he/she acts as an analyst. Nevertheless, the Notice was strongly criticized by the market and the proposed changes were not carried through. In Brazil, the specific activity of the financial journalist is currently not regulated by any agency or self-regulatory organization. The present work will analyze some case studies involving governmental regulation and self-regulation, with the aim of finding solutions to create the best regulatory set for the financial journalism. The discussion which surrounds the journalists' regulation is controversial. Such regulation shall be designed in a way which does not affect the freedom of the journalist and, at no time, can it be equated with censorship, which curtails the hardly conquered principles of freedom of expression and freedom of press.

KEY-WORDS: 1. Securities Market; 2. Securities and Exchange Commission of Brazil; 3. Regulation; 4. Full Disclosure; and 5. Financial Journalist.

LISTA DE SIGLAS

ABI - Associação Brasileira de Imprensa

ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas

ADPF - Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento (sucédida pela ANBIMA)

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

ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (sucédida pela ANBIMA)

ANER - Associação Nacional de Editores de Revistas

ANJ - Associação Nacional de Jornais

APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

AOTM - *Abreast of the Market*

BACEN - Banco Central do Brasil

BBC - *British Broadcasting Corporation*

BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CESR - *Council of European Securities Regulators*

CF - Constituição Federal

CFJ - Conselho Federal de Jornalismo

CMN - Conselho Monetário Nacional

CONAR - Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária

CRJ - Conselhos Regionais de Jornalismo

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DJIA - *Down Jones Industrial Average*

EUA - Estados Unidos da América

FII - Fundos de Investimento Imobiliário

FENAJ - Federação Nacional dos Jornalistas

IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores

ICVM – Instrução Normativa da CVM

MPF - Ministério Público Federal

MTE - Ministério do Trabalho e Emprego

OAB - Ordem dos Advogados do Brasil

OICV ou IOSCO - Organização Internacional das Comissões de Valores

PCC - *Press Complaints Commission*

PEC – Propostas de Emenda à Constituição

RE - Recurso extraordinário

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SETERSP - Sindicato das Empresas de Rádio e Televisão no Estado de São Paulo

SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

STF - Supremo Tribunal Federal

TAC - Termo de Ajustamento de Conduta

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO I – REGULAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	17
1.1. Mercado de Valores Mobiliários – Conceito e Importância.....	17
1.2. Regulação.....	23
<i>1.2.1. Conceito</i>	<i>24</i>
<i>1.2.2. Surgimento da Regulação Estatal da Atividade Econômica.....</i>	<i>25</i>
<i>1.2.3. Justificativa e Objetivos da Regulação do Mercado de Valores Mobiliários.....</i>	<i>28</i>
1.3. Autorregulação.....	30
1.4. Órgão Regulador do Mercado de Valores Mobiliários.....	35
<i>1.4.1. A Comissão de Valores Mobiliários</i>	<i>36</i>
<i>1.4.2. Funções</i>	<i>38</i>
1.4.2.1. Função Fiscalizadora e Disciplinar.....	39
1.4.2.2. Função Normativa	40
1.4.2.3. Função Registrária.....	43
1.4.2.4. Função Consultiva e de Fomento	45
CAPÍTULO II – A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	46
2.1. Importância da Informação no Mercado de Capitais.....	46
2.2. Principais Falhas do Mercado de Capitais	52
<i>2.2.1. Assimetria Informacional.....</i>	<i>52</i>
<i>2.2.2. Informações Privilegiadas (“Insider Trading”)</i>	<i>56</i>
2.3. O Princípio do “Full Disclosure”	59
CAPÍTULO III – A ATIVIDADE JORNALÍSTICA NO MERCADO DE CAPITAIS..	64
3.1. Função e Importância da Atuação dos Jornalistas	64
3.2. Possíveis Problemas Relativos à Atuação do Jornalista no Mercado de Capitais	72

3.2.1. <i>Conflito de Interesses</i>	72
3.2.2. <i>Inexatidão da Informação Divulgada e Fontes de Informação</i>	74
3.2.3. <i>Falta de Conhecimento Técnico</i>	82
3.2.4. <i>“Outsiders”</i>	89
CAPÍTULO IV – A INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 388	95
4.1. A Instrução Normativa CVM nº 388 e sua Proposta de Alteração	95
4.2. Diferenças entre Analistas e Jornalistas	98
4.2.1. <i>A Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6</i>	108
4.3. Requisitos para Dispensa do Registro dos Jornalistas na CVM	117
4.3.1. <i>Divulgação Pública</i>	118
4.3.2. <i>Submissão do Jornalista às Normas de Conduta</i>	118
4.3.3. <i>Normas de Conduta Disponíveis para Consulta em Endereço Eletrônico</i>	127
4.4. Resultados do Edital de Audiência Pública nº 09/07	128
4.5. Competência Constitucional da CVM para Regular os Jornalistas	134
CAPÍTULO V – EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA	140
5.1. Casos Práticos envolvendo a Atividade dos Jornalistas no Mercado de Capitais de Outras Jurisdições	140
5.2. EUA: o Caso Winans e o Caso Chiarella	141
5.3. Reino Unido: o Caso City Slickers e o Caso Questor	160
CAPÍTULO VI – ATUALIDADE DA QUESTÃO	170
6.1. A Atuação dos Jornalistas no Mercado de Valores Mobiliários e as Normas Já Existentes	170
6.1.1. <i>Responsabilização Penal</i>	171
6.1.2. <i>Responsabilização Civil</i>	175
6.1.3. <i>Ilícitos Específicos do Mercado de Capitais</i>	179
6.2. Regulação Estatal da Atividade Jornalística	196
6.3. Cerceamento da Liberdade dos Jornalistas	200

6.4. Sugestões de Solução para a Regulação da Atividade Jornalística no Mercado de Capitais	206
6.4.1. <i>Regulação dos Jornalistas pela CVM</i>	207
6.4.2. <i>Autorregulação dos Jornalistas</i>	209
CONCLUSÃO	226
REFERÊNCIAS	231

INTRODUÇÃO

O mercado de valores mobiliários brasileiro tem feito circular cada vez mais riquezas, vultosas quantias são movimentadas diariamente nas bolsas de valores, as empresas se capitalizam através da comercialização de seus papéis, e assim o mercado vem evoluindo, buscando maneiras de alcançar cada vez mais transparência e, ao mesmo tempo, outorgar a proteção necessária ao investidor.

São as informações que movem o mercado de capitais, pois são elas que direcionam o comportamento dos seus participantes e, como resultado, afetam também os valores dos ativos negociados. Por este motivo é que um dos princípios basilares deste mercado é o da ampla divulgação de informações a todo o público acerca dos participantes e dos ativos negociados (*full disclosure*).

Para assegurar o cumprimento dessa total transparência, o Estado decidiu regular o mercado de capitais e, através disso, garantir seu adequado funcionamento ao inibir a divulgação incorreta ou incompleta de informações. A criação de uma regulação especializada só foi possível com a instituição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como órgão regulador incumbido de criar regras inerentes ao mercado de valores mobiliários, dentre elas as de divulgação de informações.

Uma informação incorreta ou incompleta, por exemplo, pode ocasionar prejuízo aos investidores e demais participantes do mercado, já que o valor de um ativo se baseia no que é divulgado sobre ele e sobre seu emissor. Neste ponto do tema da divulgação de informações é que a problemática da atuação do jornalista surge, pois ele tem em suas mãos uma ferramenta de grande relevância que é a utilização dos meios de comunicação em massa.

A atuação do jornalista que exerce seu ofício ligado diretamente à divulgação de informações no mercado de valores mobiliários não costuma ser tema central dos estudos jurídicos da doutrina brasileira. Isso certamente não se deve a não importância do tema, mas talvez ao fato de que pouco se enxergou sobre a dimensão e o impacto da influência desses profissionais no funcionamento do mercado de capitais.

Em um mercado tão fortemente regulado como o de valores mobiliários, é pertinente a indagação sobre a viabilidade de uma regulação específica sobre a atividade do jornalista na divulgação de informações neste mercado, e é exatamente este o cerne do presente trabalho.

O desenvolvimento deste tema engloba assuntos polêmicos, pois é preciso buscar uma forma de regulação que não afete a liberdade do jornalista e que, em nenhum momento, possa ser equiparada à censura, que anula o princípio da liberdade de expressão e da liberdade de imprensa tão arduamente conquistados no Brasil.

Em 14 de agosto de 2007, a Ata da Reunião do Colegiado sobre Regulação da Comissão de Valores Mobiliários decidiu colocar em discussão pública a regulação da atividade dos jornalistas especializados na divulgação de informações relacionadas à área de mercado de valores mobiliários. Para tanto, em 15 de agosto de 2007 foi publicado o Edital de Audiência Pública nº 09/07, que propunha a alteração da antiga Instrução n.º 388 da CVM, de 30 de abril de 2003 (“ICVM 388”), que regulava a atividade dos analistas de valores mobiliários e estabelecia as condições para o seu exercício (posteriormente revogada com a publicação da Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, doravante denominada “ICVM 483”).

O referido Edital de Audiência Pública foi a primeira e única vez em que a CVM, como órgão estatal, tratou da atividade jornalística no âmbito da regulação ao tentar criar o que ela denominou de “*safe harbor*”, *i. e.* um “porto seguro” para o exercício da profissão. A intenção da alteração da norma era a de esclarecer a interpretação da ICVM 388, de cujo texto não era possível subtrair a distinção entre as atividades dos analistas de valores mobiliários e dos jornalistas de atuação especializada no mercado de capitais, o que, segundo a CVM, causava insegurança na interpretação e aplicação da norma.

A CVM exaltava a participação do jornalista da mídia especializada, mas sinalizava que a falta de supervisão da atividade poderia fazer com que ela fosse utilizada de forma irregular para divulgação de análises sobre valores mobiliários:

A minuta pretende estabelecer um ponto de equilíbrio entre os benefícios inegáveis que podem ser produzidos com a atuação profissional de jornalistas especializados em mercado de capitais, que se constitui em uma ferramenta de esclarecimento e democratização de informações principalmente ao investidor de varejo, e a grande capacidade de influência e condicionamento que podem exercer sobre o mercado de capitais, cujo funcionamento regular pode ser afetado pelo exercício não supervisionado de atividade jornalística que divulgue análises sobre valores mobiliários.¹

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública nº 09/07*, p. 2.

O objetivo da CVM, com a Audiência Pública, era distinguir as atividades de jornalista e de analista e colher dos participantes do mercado e demais interessados, principalmente dos órgãos de classe dos jornalistas, sugestões para aprimoramento da nova minuta da ICVM 388. A CVM pretendia receber sugestões, principalmente, sobre: i) a adequação dos requisitos exigidos pela minuta para dispensa de registro (antigamente exigido pela ICVM 388 e não mais existente, como se verá ao longo do presente trabalho) quando se tratar de atividade jornalística que envolva avaliações sobre valores mobiliários específicos; ii) a suficiência das normas de conduta profissional aplicáveis aos jornalistas para evitar a possibilidade de abuso no exercício de suas atividades; e iii) a adequação do conteúdo mínimo de tais normas de conduta profissional.

A publicação do Edital de Audiência Pública nº 09/07 foi o ponto de partida para o presente trabalho, que também desenvolverá a questão da divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro, a necessidade de sua transparência e exatidão, e mais especificamente, a questão do jornalista especializado na área e a possibilidade da regulação da sua atividade. Porém o referido Edital servirá apenas como base para extrair a problemática da atuação do jornalista, a intenção da dissertação é tratar do assunto da forma mais abrangente possível.

A atividade jornalística, não realizada em conformidade com os objetivos do mercado de capitais, pode acarretar diversos problemas a este setor, advindos de conflitos de interesses, publicação de informações falsas, falta de conhecimento técnico sobre a matéria etc. Atualmente, a atividade do jornalista não é regulada por órgão estatal, e englobar o jornalista sob os moldes regulatórios do mercado de capitais pode acarretar problemas relacionados com o cerceamento da liberdade de imprensa.

Embora a questão da divulgação de informações no mercado de valores mobiliários seja muito debatida, não há material no Brasil sobre os aspectos jurídicos da atuação do jornalista. O referido Edital foi muito criticado pelos participantes do mercado e pelos jornalistas, e, assim, a CVM optou por não prosseguir com as alterações na ICVM 388 que tratassem do jornalista.

Não há consenso sobre a necessidade ou não de regular a atividade jornalística, nem sobre a possibilidade de realizar tal regulação, e mesmo que se chegue à uma resposta afirmativa aos dois questionamentos, faltaria ainda definir como regular, se por meio de regulação estatal ou autorregulação. Ainda, é importante definir a quem atribuir a fiscalização

do cumprimento de tais normas, se existe algum órgão competente para tanto, ou se é possível criá-lo.

Ademais, a Lei nº 5.250, de 9 de fevereiro de 1967, também conhecida como Lei de Imprensa, foi declarada materialmente incompatível com a Constituição Federal pelo Supremo Tribunal Federal (STF), por meio do julgamento da Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) nº 130 – DF, em 30 de abril de 2009. Deste modo, o exercício da atividade jornalística permanece sem norma federal específica aplicável.

O principal desafio desta dissertação será estabelecer um equilíbrio entre o princípio do *full disclosure*, uma das bases do mercado de capitais, e a liberdade de imprensa, que é a garantia constitucional do livre exercício da atividade jornalística.

A primeira parte do trabalho aborda temas de crucial importância para o desenvolvimento de toda a dissertação. Será exposto o conceito e a importância do mercado de capitais frente à diluição dos riscos das atividades econômicas para a sociedade, além do desenvolvimento da economia a partir da desintermediação financeira. Será analisada a definição de regulação, o modo como ela foi delineada para o mercado de capitais e as funções do seu órgão regulador, bem como a definição de autorregulação, com suas vantagens e desvantagens.

No capítulo seguinte, a preocupação será a de realizar uma análise geral da divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, demonstrar sua importância como princípio e os problemas que podem advir das falhas na divulgação, focando a assimetria informacional e o uso de informações privilegiadas. Ainda sobre a divulgação de informações, caberá conceituar o princípio da transparência, conhecido como *full disclosure*.

O capítulo três tem como objetivo tratar do jornalista especializado no mercado de capitais, da sua função e dos problemas relacionados com a forma indevida com a qual ele eventualmente poderá atuar no mercado de capitais. O trabalho passará pelos limites da atuação dos jornalistas: os conflitos de interesses que podem surgir, a possibilidade de inexatidão da informação divulgada, a confiabilidade das fontes de informação de que se utiliza, a sua formação, e questão do uso de informação privilegiada.

No capítulo quatro, o foco será direcionado à análise da ICVM 388 e do Edital de Audiência Pública que intentou alterá-la. Busca-se seguir o raciocínio utilizado pela CVM ao propor as alterações. Será indicada a distinção entre os jornalistas e os analistas e a Diretiva

de Abuso de Mercado 2003/6, que foi utilizada como base de estudo pelo órgão regulador brasileiro. Após a distinção entre os profissionais, relevante para determinar se haveria, na época, necessidade de registro ou não do profissional na CVM, o trabalho aborda para os requisitos para dispensa do registro dos jornalistas na CVM: divulgação pública, submissão à normas de conduta, e normas de conduta disponíveis para consulta.

Depois de tratar dos principais pontos do Edital de Audiência Pública nº 09/07, o capítulo termina analisando os resultados obtidos, ou seja, os comentários e sugestões do mercado acerca do tema. Proporciona-se um maior enfoque para o ponto mais realçado por todos os que se manifestaram: a competência constitucional da CVM para regular os jornalistas.

No quinto capítulo, o tema será a experiência estrangeira, a verificação do tema da regulação da atividade dos jornalistas no mercado de capitais no direito comparado. Esta análise será relevante para constatar se em outros países há alguma solução para o problema que possa ser transportada ou utilizada de exemplo no direito pátrio. Um ponto de destaque neste capítulo será a análise do Caso Winans, um dos mais relevantes sobre a atuação irregular de um jornalista no mercado de capitais norte-americano.

O último capítulo do trabalho, o capítulo se iniciará com um breve estudo de como as práticas ilícitas do jornalismo são punidas de acordo com a legislação vigente, como ocorre a responsabilização civil e penal do jornalista e a que tipo de fiscalização estas normas se submetem. O objetivo deste capítulo é verificar se atualmente o jornalista, mesmo sem a concretização das alterações da ICVM 388, pode ser punido por algum ato por ele cometido na prática de sua atividade no mercado de capitais.

Após a análise das normas hodiernas relativas ao jornalista e, tendo em vista que os capítulos anteriores já terão formado a fundamentação para tal análise, será possível ponderar de forma mais precisa o conceito principal desta dissertação: a regulação do jornalista especializado que atua no mercado de capitais. Nessa exposição espera-se analisar a possibilidade de regular o jornalista e, em caso positivo, verificar o tipo de regulação mais apropriado.

Começando pela regulação estatal, o trabalho verificará se a intervenção do Estado nesta atividade é viável e qual órgão estatal poderia assumir tal competência, considerando os problemas de composição do órgão e a sua independência, de modo a garantir a liberdade dos

meios de comunicação. Em seguida será analisada a autorregulação, com suas vantagens e desvantagens, e a possibilidade de sua aplicação aos jornalistas.

A partir dos pontos descritos acima, que deverão ser abordados na dissertação, e de toda a base que será construída através de pesquisas na doutrina e na jurisprudência existente, espera-se realizar nesta exposição uma análise da possibilidade e dos prós e contras de uma regulação dos jornalistas especializados no mercado de capitais. Ademais, busca-se estudar a melhor forma pela qual esta poderia ser realizada, o que engloba questões acerca do tipo de regulação, de qual seria o órgão competente para tanto, sempre ponderando a necessidade de equilibrar a aplicação do princípio do *full disclosure* à liberdade de imprensa.

CAPÍTULO I – REGULAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Neste primeiro capítulo o tema será abordado, inicialmente, mediante análise dos seus dois conceitos principais: “regulação” e “mercado de valores mobiliários”. Primeiramente, caberá tratar do conceito e da importância do referido mercado, também denominado “mercado de capitais”. Em segundo lugar, cumprirá verificar o que é “regulação”, como se deu o surgimento da regulação estatal da atividade econômica, para então tratar dos motivos e objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários.

Como o tema é regulação, o capítulo abordará outra forma de regular adotada no mercado de capitais, a autorregulação, passando por suas vantagens e desvantagens em comparação com a regulação estatal. E, por fim, serão destacadas as principais funções do órgão regulador do referido mercado: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O estudo a ser realizado no presente capítulo será importante para demonstrar a necessidade e importância da regulação do mercado de valores mobiliários, o que facilitará a compreensão do surgimento da discussão sobre a regulação do jornalista que atua neste mercado.

1.1. Mercado de Valores Mobiliários – Conceito e Importância

Para dissertarmos sobre o jornalista e a regulação de sua atividade no âmbito do mercado de valores mobiliários, faz-se necessário entender no que consiste tal mercado e sua importância. Em uma descrição mais formal, um mercado é um local abstrato em que compradores e vendedores de bens se contrapõem na relação de oferta e demanda, resultando na formação do preço². No mercado financeiro, os bens objeto de negociação são os instrumentos financeiros.

A função mais básica do sistema financeiro é intermediar a transferência dos recursos dos poupadores àqueles que dele necessitam para financiamento das suas atividades produtivas e, assim, transformar o excedente do que foi produzido e não consumido em novos investimentos, e em novas atividades produtivas.

² YAZBEK, Otavio, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, p. 60.

Uma das possíveis classificações de “mercado financeiro” é a que o divide em “mercado financeiro em sentido estrito” (também denominado “mercado de crédito” ou “mercado bancário”) e “mercado de capitais”³. Classificando de acordo com a finalidade, o primeiro é o mercado da intermediação bancária e o segundo o da “desintermediação”.

Como toda classificação, a aqui descrita apresenta falhas. As atividades securitárias, por exemplo, não se enquadram perfeitamente em nenhum dos mercados apresentados. Porém, para os fins deste estudo, a classificação é suficiente, já que o nosso foco é conceituar o mercado de valores mobiliários, utilizando, para tanto, a análise das suas diferenças em relação ao mercado de crédito⁴.

No mercado financeiro em sentido estrito, uma instituição financeira figura por sua conta e risco em duas relações distintas: como devedora na captação de recursos de terceiros e como credora na concessão de crédito e financiamento. As instituições financeiras, chamadas “intermediadoras”, captam recursos dos indivíduos que dispõem de poupança para repassar às pessoas, físicas ou jurídicas, que necessitam de recursos para seus negócios privados ou relacionados à atividade comercial, neste repasse há uma diferença entre o custo da captação e a remuneração recebida pelas instituições financeiras dos tomadores de recursos, que é denominada *spread bancário*⁵.

Um conceito esclarecedor pode ser obtido da leitura do texto de R. Q. MOSQUERA, que diz que:

(...) podemos definir o mercado financeiro como o conjunto de operações realizadas entre as instituições financeiras e o público em geral, consistentes, dentre outras atividades acessórias, na captação de recursos financeiros junto à economia popular, para posterior concessão de crédito a terceiros.⁶

De forma resumida, o mercado de crédito é aquele em que são realizadas as operações tipicamente bancárias (empréstimos, financiamentos etc.) nas quais as instituições financeiras figuram como a parte intermediária, *i.e.* a parte que assume o risco do negócio.

³ YAZBEK, Otavio, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, p. 132.

⁴ A classificação que aparenta ser uma das mais abrangentes foi apresentada por N. EIZIRIK, e diz que o sistema financeiro se segmenta nos subsistemas a seguir listados: mercado de crédito, mercado monetário, mercado cambial, e mercado de capitais (ou de valores mobiliários). EIZIRIK, Nelson, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, p.161.

⁵, O *spread* “(...) é um jargão do mercado financeiro para se referir [à diferença] entre os juros cobrados nos empréstimos bancários e o custo do dinheiro para esses mesmos bancos”. OLIVEIRA, Marco Cavalcante de, *Moeda, Juros e Instituições Financeiras – Regime Jurídico*, p. 361

⁶ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, p. 15 e ss.

Já o mercado de capitais é aquele criado para a negociação dos valores mobiliários descritos na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976⁷, norma esta que “dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”. J. M. M. PROENÇA esclarece que o mercado de capitais “refere-se, usualmente, à oferta e procura de dinheiro passível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações”.⁸

A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que pela primeira vez disciplinou o mercado de capitais, não se ocupou de definir o conceito de valores mobiliários, deste trabalho ficou encarregada a Lei nº 6.385/76, que se utilizou de exemplos para tanto. Posteriormente, a Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, editada em virtude de diversas medidas provisórias⁹, adicionou ao conceito, em seu artigo 1º (*caput*), que:

Art. 1º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

A definição do conceito “valores mobiliários” será muito importante para a compreensão dos limites da competência da CVM, assunto do item 1.4.1 deste trabalho, já que o papel da CVM está ligado ao mercado no qual tais ativos são negociados e aos participantes desse mercado¹⁰. Para A. O. MATTOS FILHO:

⁷ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

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

III – os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV – as cédulas de debêntures;

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

VI – as notas comerciais;

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

VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

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

⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, p. 72.

⁹ A primeira medida objeto de edição foi a Medida Provisória 1.637, de 08/01/1998, que foi reeditada por diversas medidas sucessivas.

¹⁰ “Caso não houvesse a Comissão de Valores Mobiliários, nem regulasse o Banco Central, ou qualquer outro órgão governamental, o acesso ao mercado de capitais, seria indiferente a existência ou não do conceito.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, *O conceito de valor mobiliário*, p. 39.

(...) valor mobiliário é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional. O investimento é feito ou a nível associativo, a título de empréstimos ou como aplicação especulativa pura.¹¹

Os valores mobiliários são emitidos com a função de canalizar recursos para as entidades emissoras. A emissão pública de ativos permite a captação de recursos para a empresa que necessita, por exemplo, financiar suas atividades. Em contrapartida da aquisição de valores mobiliários, o investidor somente receberá sua remuneração caso a empresa registre lucros em suas demonstrações financeiras. Portanto, diferentemente do que ocorre no mercado de crédito, no qual são realizadas as operações bancárias típicas, no mercado de capitais as aplicações se baseiam principalmente em ativos de renda variável, são investimentos cujo retorno financeiro é imprevisível, há grande volatilidade acerca do retorno do capital.

A já citada “desintermediação financeira”, característica do mercado de valores mobiliários, significa dizer que nele uma instituição financeira, conceituada de acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, intervém apenas para viabilizar a realização de operações, mas a relação se dá diretamente entre o poupador e aquele que necessita de financiamento por meio da emissão de títulos e valores mobiliários. No mercado de crédito é diferente, a instituição financeira é parte da relação com o poupador e com o tomador de recursos.

No mercado de valores mobiliários, aquele que necessita de recursos pode obtê-los diretamente dos poupadores. Uma empresa, por exemplo, pode ofertar suas ações na bolsa de valores para expandir suas atividades comerciais, e, em troca da disponibilização do seu excedente, o investidor recebe participação nos resultados da sociedade. Nos casos de emissão pública de valores mobiliários, a instituição financeira tem presença obrigatória, mas a função é de *underwriting*¹², cabe a ela apenas garantir que a subscrição dos títulos no processo de colocação pública de títulos ocorra de forma transparente, não participando como contraparte perante o investidor ou o emissor.

O mercado de capitais divide-se em duas categorias: primário e secundário. No mercado primário quem necessita de recursos financeiros entra em contato direto com o

¹¹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, *O conceito de valor mobiliário*, p. 49.

¹² Para maiores informações sobre o *underwriting* recomenda-se a leitura de EIZIRIK, Nelson, *Aspectos jurídicos do "underwriting"*.

financiador por meio da emissão de novos títulos ou valores mobiliários. A função primordial desta categoria é captar a poupança pública, para isso o financiado faz uma oferta pública, no intuito de realizar o financiamento de seus planos de crescimento, para enfrentar dificuldades financeiras, para alongar o prazo de suas dívidas, dentre outros motivos.

Na outra categoria, o mercado secundário, a função principal é proporcionar liquidez¹³ aos ativos negociados no mercado de capitais. É neste mercado que o investidor terá possibilidade de retomar o capital anteriormente investido através da alienação de seus ativos a outros investidores. No mercado secundário não há emissão de novos ativos, as negociações se dão entre os detentores dos valores mobiliários já emitidos e os investidores interessados em adquiri-los, e não há interferência da empresa emissora.

O objeto do mercado secundário é a negociação de valores mobiliários que já se encontram em circulação. Nele o poupador poderá desfazer-se do ativo mantido em sua carteira para consumo do dinheiro investido, para modificar a carteira de investimento adquirindo outros ativos, ou para qualquer outra finalidade que necessite da retomada do que fora investido inicialmente. As negociações neste mercado podem ocorrer, basicamente, através de bolsa de valores, bolsa de futuros e mercadorias ou mercado de balcão (que pode ser “organizado” ou “não-organizado”¹⁴).

As bolsas são entidades que permitem centralizar operações do mercado secundário, assegurando a custódia e a transferência dos títulos negociados e permitindo a negociação contínua e a precificação instantânea. Ademais, as bolsas possuem regras de conduta próprias e fiscalizam o seu cumprimento por parte de seus participantes. No Brasil havia seis bolsas de valores, que foram reduzidas a apenas duas, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), que, após a desmutualização e fusão, tornaram-se uma: a BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA)¹⁵.

¹³ “Dizer que um valor mobiliário é líquido, equivale a dizer que tem boas possibilidades de facilmente, circular no mercado. Portanto, uma das questões que está ligada à aferição de liquidez depende de se saber se o valor mobiliário é objeto de restrições à livre circulação; outra é medir-se a velocidade com que circula, se não houver restrições. Liquidez e circulação não são, também nessa análise, termos sinônimos”. SZTAJN, Rachel, *Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários*, p 13.

¹⁴ Esta classificação consta da Lei nº 6.385/76, artigo 2º, § 3º, IV.

¹⁵ “A desmutualização foi a solução encontrada pelas bolsas para se modernizarem e flexibilizarem as suas estruturas organizacionais e operacionais, de forma que tivessem condições de atrair um volume maior de negócios aos seus respectivos recintos e, conseqüentemente, de fazer face à intensificação da competição no mercado internacional verificada a partir da década de 1990 do século passado.” EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 203.

Descrito o conceito de mercado de valores mobiliários, passa-se à verificação da sua importância. São diversos os fatores que contribuem para a consideração do mercado de capitais como relevante para a economia, N. EIZIRIK, A. GAAL, F. PARENTE, e M. de F. HENRIQUES¹⁶ fizeram uma seleção dos elementos de maior destaque, que serão descritos daqui em diante.

Em primeiro lugar, como consequência da liquidez dos valores mobiliários (já mencionada acima quando se falou do mercado secundário), pode-se dizer que o mercado de capitais é um grande facilitador da conciliação de interesses. A negociação direta entre o emissor e o investidor permite que o investidor que deseja realizar um investimento de curto prazo, por exemplo, possa conciliar o seu interesse com o interesse das empresas que necessitam de recursos a longo e médio prazo. Isso acontece pois, geralmente, mesmo nos casos em que o investidor adquire um título de longo ou médio prazo, se ele desejar obter o seu investimento de volta antes de terminado o prazo do investimento, basta alienar os seus ativos no mercado secundário para que outro investidor assuma sua posição, sendo que tal troca de titularidade do ativo é realizada sem prejudicar os planos de médio e longo prazo do emissor.

Também ligado à liquidez do mercado de valores mobiliários, outro fator de relevância é a possibilidade de que a assunção de grandes riscos seja diluída entre diversos investidores, o que torna os investimentos mais seguros, pois não é necessário que um único investidor assuma o risco total. Ainda como resultado da liquidez, o mercado de capitais conta também com a vantagem da alta padronização dos valores mobiliários negociados e das normas de negociação, o que proporciona segurança para uma transferência de recursos mais eficiente e, conseqüentemente, a circulação em massa dos ativos.

O mercado de valores mobiliários também permite melhor visualização das informações sobre a oferta e demanda de recursos no mercado, já que geralmente as informações são públicas (podendo ser consultadas até pela internet) e os dados são obtidos em maior volume e de forma mais homogênea, já que padronizadas em função de exigência das normas reguladoras.

Outra função econômica importante do mercado de capitais é a capacidade que ele tem de juntar pequenas ou médias quantidades de recursos, advindos de poupadores diferentes, e

¹⁶ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 9.

transformá-los em vultosos montantes de capital que, no mercado financeiro, por exemplo, teriam que ser suportados por uma ou algumas poucas instituições financeiras. Segundo os relatórios anuais da CVM relativos aos anos de 2010 e 2011, o volume médio diário de ações negociadas no mercado de capitais alcançou o número recorde de R\$ 5,73 bilhões diários, permanecendo em patamar semelhante em 2011, com o número de R\$5,69 bilhões por dia¹⁷.

Por fim, cita-se a capacidade do mercado de capitais de permitir que as empresas se capitalizem sem a necessidade de intermediação financeira. A desintermediação do mercado de valores mobiliários faz com que as empresas, cada vez mais, prefiram este mercado ao invés do mercado de crédito, em virtude da eliminação dos custos advindos do *spread bancário* cobrado pelas instituições financeiras.

Por todas as funções econômicas descritas acima, observa-se que o mercado de valores mobiliários é um grande transformador: os ativos líquidos são transformados em investimentos fixos, os investimentos de curto prazo se transformam em longo prazo, os pequenos e médios montantes de capitais se transformam em grandes montantes, e os riscos altos são transformados em riscos menores, graças, principalmente, à liquidez dos ativos e à desintermediação financeira¹⁸.

É neste poder transformador que reside a importância do mercado de capitais, pois para que uma economia venha a crescer, é preciso criar formas eficientes de fazer com que recursos poupados que não estavam disponíveis para investimento se adéquem e sejam transferidos ao tomador que deles necessita. Foi devido à relevância do mercado financeiro, e do mercado de capitais, em especial, que a existência de um conjunto de normas regulatórias se tornou extremamente necessária, conforme se verá nos itens adiante que tratarão da regulação.

1.2. Regulação

A este item 1.2, cumpre dispor sobre a “regulação”, primeiro conceituando-a, para então passar a dois questionamentos: “como surgiu a regulação estatal sobre a atividade econômica?” e “por que regular o mercado de valores mobiliários?”.

¹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Anual de 2010*, p. 9; e COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Anual de 2011*, p. 30.

¹⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, pp. 73-74.

1.2.1. Conceito

O termo “regulação” foi importado do “*regulation*” inglês, que definia quase exclusivamente a “regulação estatal”, porém também pode significar formas extra-estatais de controle¹⁹, dependendo do contexto empregado, tal como pode verificar-se da definição de N. EIZIRIK abaixo transcrita:

(...) consiste na atividade do Estado (ou de entidades auto-reguladoras, com poderes delegados em lei) no sentido de editar normas de conduta para os participantes, bem como no sentido de fiscalizar seu cumprimento. Em regra, tais normas implicam a limitação à liberdade dos participantes no mercado, quer ao nível da liberdade contratual, quer ao nível de seus direitos de propriedade. Tratando-se de regulação posta mediante normas jurídicas, permite, porém, a todos os interessados, preverem de que forma se dará a intervenção do Estado no mercado, posto que previamente definida e de conhecimento público.²⁰ (Grifos nossos)

De acordo com a definição acima, quando uma atividade econômica é objeto de regulação, há o estabelecimento de regras de limite à liberdade de ação e escolha dos seus agentes, que podem ter como objeto as condutas praticadas por estes agentes ou, ainda, os bens ou direitos que fazem parte da atividade.

Para regular, o órgão regulador pode valer-se, por exemplo, da elaboração de normas de conduta e da exigência de registros ou aprovações prévias ao exercício de uma atividade. Porém, para garantir a eficácia dessa regulação, o regulador precisa ter seu poder de coerção garantido a fim de aplicar as normas editadas e, se necessário, imputar as sanções aos infratores. Assim, a regulação não se restringe à normatização, esta é tão necessária quanto a fiscalização e a aplicação de sanções.

Ademais, o termo “regulação” ainda pode ter sentido mais amplo. De acordo com V. MOREIRA, o referido conceito abrange também outras medidas de condicionamento não normativas (mecanismos de indução, por exemplo), como se vê da transcrição abaixo:

Na regulação haverá assim que se distinguir os instrumentos de regulamentação normativa (lei ou instrumento) e as medidas administrativas ou outras de intervenção (concentração convencional, polícia administrativa, subsídios e outros incentivos, medidas de política financeira e monetária etc.). O essencial que deve ser extraído do conceito de regulação é a possibilidade de alterar o comportamento dos agentes econômicos (produtores, distribuidores, consumidores), em relação ao que

¹⁹ YAZBEK, Otavio, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, p. 178.

²⁰ EIZIRIK, Nelson, *As lições do “Caso Vale”*, p. 13.

eles teriam se não houvesse regulação, isto é, se houvesse apenas as regras do mercado.²¹ (Grifos nossos)

Um mercado regulado não significa um mercado “não livre”. A regulação não anula a liberdade, apenas auxilia a sua concretização por todos os agentes, limitando-a em situações previamente determinadas. As normas são necessárias para que haja limites para o exercício legítimo de direitos e para que este exercício por determinado indivíduo não interfira na liberdade de exercício dos direitos dos demais indivíduos da sociedade. Regular é intervir na atividade, seja por meio de normas ou por meio de mecanismos que incentivem ou deixem de incentivar uma ação, de forma mais indireta, como explicado na transcrição acima.

A regulação normativa pode ser estabelecida na forma contratual, também denominada de voluntária, ou na forma jurídica (ou estatal). A voluntária, como pode-se supor da própria nomenclatura, ocorre quando os agentes resolvem estabelecer suas próprias normas e submeter-se a elas, fiscalizando eles próprios o seu cumprimento. Trata-se da “autorregulação” citada acima e sobre a qual o item 1.3 adiante abordará mais detalhadamente. Exemplos muito citados da utilização eficiente da autorregulação no mercado de valores mobiliários são o das bolsas de valores e o das entidades como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA²².

No item 1.2.2 seguinte, se dará maior destaque ao surgimento da regulação estatal, que é aquela posta através de normas jurídicas, legais ou regulatórias, que expressam intervenção estatal nas atividades econômicas, ou seja, na qual o Estado atua na figura de regulador e não como participante direto²³.

1.2.2. Surgimento da Regulação Estatal da Atividade Econômica

Tendo em vista que nem sempre a intervenção estatal na regulação da economia foi bem quista, cabe pesquisar brevemente quando o Estado abandonou sua posição passiva para

²¹ MOREIRA, Vital, *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*, apud YAZBEK, Otavio, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, p. 180.

²² A ANBIMA é uma associação civil formada por instituições que prestam serviços relacionados ao mercado de capitais (bancos, administradoras e gestoras de recursos de terceiros etc.), e que elaborou diversos códigos de autorregulação para matérias como: Fundos de Investimento, Ofertas Públicas, Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais e *Private Banking*, disponíveis em: <<http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>>. Acesso em: 21/04/2012.

²³ EIZIRIK, Nelson, *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, p.21.

desempenhar funções de regulação e qual a razão para tal mudança. Após esta análise será mais fácil entender o motivo da regulação do mercado de valores mobiliários. O estudo feito por S. V. BRUNA, em *Agências Reguladoras – poder normativo, consulta pública e revisão judicial*²⁴, traz o contexto histórico desta mudança, e dele o presente trabalho irá se valer nos parágrafos seguintes.

No final do século XVIII, a teoria liberal capitalista ditava que a atividade econômica não necessitava de regulação estatal, que ela poderia ser regida pela livre contraposição das forças de oferta e de procura que ditam a conduta do mercado, ou seja, poderia ser regulada pelos próprios participantes do mercado. Não se descartava, à época, uma mínima intervenção estatal, com a função de solucionar conflitos entre particulares, por exemplo. Na verdade, a limitação à intervenção estatal era mais ligada ao exercício das atividades econômicas.

A conclusão acima surgia do entendimento de que os agentes econômicos atuam sempre objetivando a satisfação de seus interesses individuais e, por consequência, a maximização de seus lucros, o que contribuiria para a formação de um mercado eficiente na alocação de recursos e na máxima utilidade coletiva²⁵. Este equilíbrio obtido através da livre atuação das forças econômicas faria surgir o denominado “ótimo de Pareto²⁶”, um ponto ideal em que a situação não poderia melhorar para nenhum agente econômico sem que os demais fossem prejudicados.

Com o tempo, foram os próprios agentes econômicos que perceberam que os mercados possuem muitas falhas que impedem esse ideal de eficiência. Exemplo dessas imperfeições, dentre outras, é a falta ou a deficiência de informação obtida pelos agentes econômicos para uma racional tomada de decisões²⁷, imperfeições estas que serão tratadas mais adiante neste trabalho no item 1.2.3.

Após a Primeira Guerra Mundial (1914-1918), a necessidade dos Estados dirigirem a economia do país para a guerra motivou o início de uma atuação estatal mais efetiva em

²⁴ BRUNA, Sérgio Varella, *Agências Reguladoras – poder normativo, consulta pública e revisão judicial*, p. 24 e ss.

²⁵ BRUNA, Sérgio Varella, *Agências Reguladoras – poder normativo, consulta pública e revisão judicial*, p. 24 e ss.

²⁶ “Nele [o critério utilizado por Pareto], uma situação será considerada mais eficiente que outra se, em razão dela, pelo menos um dos agentes estiver em melhor situação do que estava naquela outra (isto é, se ele tiver um aumento do seu bem-estar), sem que nenhum outro esteja em pior situação – ou seja, não há como melhorar a situação para todos e, se ocorrer melhora para um participante, esta decorreria necessariamente do prejuízo de outrem.” YAZBEK, Otavio, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, p. 13.

²⁷ BRUNA, Sérgio Varella, *Agências Reguladoras – poder normativo, consulta pública e revisão judicial*, p. 24 e ss.

diversos países. Contudo, o grande divisor de águas para o início da forte atuação estatal foi a crise de 1929²⁸, uma das mais relevantes do capitalismo, que causou muitos prejuízos à economia como um todo e demonstrou a fragilidade do liberalismo.

A partir desta crise, o Estado passou a exercer a regulação dos mercados para correção das falhas que originaram a quebra de 1929. Diante disso, o século XX foi marcado pela grande quantidade de normas emitidas pelo Estado para a realização de uma interferência organizada e sistemática, tornando a atividade legislativa em meio para que o Estado disciplinasse a atuação dos agentes econômicos no mercado²⁹.

Com a justificativa de atender ao interesse público, os Estados, seguindo o modelo intervencionista, foram se fortalecendo e tornando-se máquinas muito burocráticas o que, com o tempo, mostrou-se ineficiente para o mercado. O modelo intervencionista, assim como o liberalista, tornou-se, com o tempo, incapaz de reger a sociedade moderna, e tal fracasso contribuiu para o retorno do liberalismo reformulado: o neoliberalismo³⁰. A principal diferença entre os liberais e os neoliberais é o fato de que estes últimos admitem a intervenção do Estado para correção de determinadas falhas do mercado, mas uma atuação estatal meramente pontual:

Iniciou-se, assim, o fenômeno da intervenção do Estado na economia, ou no domínio econômico, e a sua aceitação, cercada, embora, de cautelas para limitar a ação estatal ao estritamente necessário, a fim de suprir as disfunções maiores do sistema sem, contudo, tolher-lhe, integralmente, a autonomia do funcionamento. (...) ³¹ (Grifo nosso)

Esta breve citação ao neoliberalismo é importante neste ponto do trabalho para entender como se justifica a regulação de uma atividade econômica. Atualmente, no sistema brasileiro, é possível dizer que as atividades econômicas são geralmente reguladas, sendo que o que varia de uma atividade para outra é o grau de intensidade da regulação e a forma como a regulação é feita. E quanto mais intervenção, menos autonomia aos agentes econômicos³².

²⁸ Para maiores informações sobre a Crise de 1929: ARMANIOUS, Amir N. R., *Scrutiny of the 1929 Global Financial Crisis: Causes, Features, Consequences and Remedy Tools*.

²⁹ FORGIONI, Paula Andrea, *Os Fundamentos do Antitruste*, p. 84 e ss.

³⁰ DIAS, Luciana Pires, *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*, p. 91.

³¹ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, pp. 153.

³² “Una técnica del Estado moderno dentro de sus funciones de policía administrativa consistente en la utilización de un conjunto de normas y medios jurídico-económicos para lograr el funcionamiento adecuado de determinadas actividades o sectores considerados esenciales de una comunidad y que por sus características específicas no pueden dejarse en su totalidad al libre juego de las reglas del mercado, procurando establecer un equilibrio entre los intereses de las partes involucradas.” CARBAJALES, Mariano, *Regulación Del Mercado Financiero – Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, p 19.

N. EIZIRIK é da opinião de que a decisão de regular uma atividade é política, ou seja, depende do modelo econômico adotado no respectivo Estado. Ele também entende que a decisão positiva pela regulação de uma determinada atividade resulta na afirmação de que o Estado não substituirá inteiramente as forças do mercado, pois as considera importantes para o seu funcionamento, mas também que existem imperfeições que o Estado tentará limitar ou reduzir através de limitação à liberdade³³.

Este entendimento do autor vai ao encontro do que foi exposto sobre o neoliberalismo, a intensidade de intervenção estatal em determinada atividade econômica é diferente para cada tipo de atividade, dependendo da sua importância para a sociedade, e dos efeitos que o seu exercício ineficiente pode causar para a economia em razão de suas falhas. Portanto, cumpre fazer a análise destes aspectos (“importância” e “problemas relativos às falhas”) no contexto do mercado de valores mobiliários.

1.2.3. Justificativa e Objetivos da Regulação do Mercado de Valores Mobiliários

A primeira justificativa para a regulação do mercado de valores mobiliários dá-se em razão da sua indiscutível importância para a economia, já destacada no item 1.1 deste trabalho. O mercado de capitais precisa apelar para a economia popular para capitalização das sociedades anônimas, o que demanda maior atenção do Estado na regulação para proteção do público investidor, o que é feito pela criação de normas de ordem pública³⁴.

Em segundo lugar, para decidir sobre regular ou não uma atividade econômica, é preciso analisar quais são as falhas de mercado existentes em tal atividade, com o fim de verificar se a intervenção estatal é necessária para corrigir tais falhas.

J. M. M. PROENÇA identificou a existência de cinco principais tipos de falhas de mercado: a rigidez dos fatores de produção; a assimetria informacional; a concentração econômica; as externalidades e os bens coletivos³⁵.

Para o objetivo deste trabalho, a falha mais relevante é a assimetria informacional, a qual será objeto de item próprio (o item 2.2.1, mais adiante) visto que há relação direta entre

³³ EIZIRIK, Nelson, *As lições do “Caso Vale”*, p. 13.

³⁴ SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários*, p. 105.

³⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, pp. 151-152.

tal falha e a intenção do presente trabalho: tratar da regulação da divulgação de informações no mercado de capitais.

A desigualdade informacional tem como principal causa a falta de informação ou sua obtenção de forma falha, imprecisa ou obscura por uma das partes em uma relação jurídica. A assimetria informacional traz desequilíbrio na relação entre os agentes do mercado de capitais e a redução desta é proporcional à redução da incerteza dos agentes econômicos.

Ao se considerar que a regulação é necessária para corrigir as falhas que impedem a integração econômica equilibrada entre os agentes do mercado³⁶, conclui-se que o mercado de capitais necessita de intervenção estatal para corrigir a assimetria informacional.

Passada a questão da justificativa da regulação no mercado de capitais, cumpre tratar de quais seriam os principais objetivos desta, são eles: eficiência ao determinar o valor dos ativos negociados; transferência de ativos com menores custos de transação; prevenção à concentração de poder econômico e ao conflito de interesses³⁷.

Sobre o primeiro objetivo, vale ressaltar que a dificuldade em se obter a exata correspondência entre as informações publicamente disponíveis de um ativo e o seu valor reside no fato de que o mercado de valores mobiliários é tipicamente um mercado de informações assimétricas, ou seja, nele impera naturalmente a desigualdade de informações entre as partes que se relacionam em um negócio qualquer de natureza financeira.

É natural que os investidores do mercado de capitais possuam menos informações que os emissores de ativos, afinal são estes últimos que divulgam as únicas informações disponíveis no mercado sobre os valores mobiliários. Tal falta de informações impede uma correta avaliação do produto pelo investidor e ocasiona problemas, pois proporciona ao detentor das informações grande margem para o cometimento de práticas prejudiciais ao bom funcionamento do mercado de capitais.

A função da regulação é exatamente procurar evitar que uma das partes possa se utilizar de tal vantagem e alcançar enriquecimento sem causa ou ainda cometer algum abuso de direito, aproveitando-se de sua situação privilegiada.

³⁶ DIAS, Luciana Pires, *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*, p. 94.

³⁷ EIZIRIK, Nelson, *As lições do “Caso Vale”*, pp. 13-14.

No Brasil, a regulação estatal do mercado financeiro foi conferida a diferentes órgãos para cada um dos diferentes setores deste mercado. No mercado de valores mobiliários este órgão é a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que será objeto de estudo do item 1.4.

Além da regulação estatal, existe também no mercado de capitais brasileiro a autorregulação, que trabalha de forma paralela à regulação estatal, e que será objeto de estudo mais detalhado no item 1.3 adiante.

1.3. Autorregulação

Um mercado autorregulado é um mercado onde existem normas que um determinado grupo de indivíduos impõe a si mesmo, de forma vinculativa, ou melhor, no qual há identidade entre o regulado e o regulador. Na autorregulação o regulador é um ente privado, é uma coletividade que, de alguma forma, organiza seus membros sob determinadas regras. N. EIZIRIK diz que por autorregulação:

(...) entende-se basicamente a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação, nos negócios dos participantes do mercado, estes se autopolicariam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos. (...) ³⁸

A autorregulação não significa ausência de regulação, pelo contrário, existe regulação a partir de regras originadas em um ente privado que une os indivíduos regulados, na verdade, o próprio regulador é um agrupamento de regulados. ³⁹

Se um mercado é regido pela autorregulação, isso não significa que ele não se submete ao poder regulatório estatal. A autorregulação no mercado de valores mobiliários não exclui a governamental nem limita seu poder, ela apenas auxilia o Estado a regular as condutas dos participantes do mercado. Outrossim, em alguns casos, a autorregulação é imposta ou estabelecida pelo próprio Estado, o que demonstra a possibilidade de harmonização entre os dois tipos de regulação (como se verá adiante com relação às bolsas de valores e demais entidades do mercado de capitais).

³⁸ EIZIRIK, Nelson, *Regulação e Auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 52.

³⁹ DIAS, Luciana Pires, *Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários*, p. 120 e ss.

Característica importante da autorregulação é a autonomia: as normas organizadoras da atividade econômica são produzidas por ente privado, de forma independente da intervenção direta governamental. Mesmo quando o surgimento da autorregulação é estimulado pelo Estado, este não intervém na produção de normas, do contrário, tal intervenção descaracterizaria a autorregulação. O máximo papel que pode ser atribuído ao Estado é a preparação de um arcabouço jurídico que possa reconhecer o autorregulador como entidade com autoridade regulatória.

A autorregulação em subordinação à supervisão do Estado foi consolidada no mercado de capitais brasileiro pela Lei nº 6.385/76, conforme os artigos transcritos abaixo demonstram:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. (Grifos nossos)

Art. 17. (...)

§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. (Grifos nossos)

Sobre esta questão, foi editada a Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (“ICVM 461”), que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. A ICVM 461 exige que as entidades administradoras (dos mercados objeto da norma) mantenham departamento de autorregulação (art. 42) para fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados e das pessoas ali autorizadas a operar.

No caso da BM&FBOVESPA, para cumprimento da ICVM 461, foi criada em 2007 a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM)⁴⁰, que realiza a fiscalização dos participantes da referida bolsa de valores por meio de auditorias operacionais, que podem ser diretas ou indiretas. Nas auditorias, a BSM busca verificar se houve aderência dos participantes às normas do mercado e da própria bolsa. Nas ditas “diretas”, a BSM visita as

⁴⁰ Para maiores informações sobre a BSM, consultar a página da BSM na internet, disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/QuemSomos.asp>>. Acesso em 15/01/2013.

instalações dos participantes e analisa, por exemplo, se a sua infraestrutura tecnológica é suficiente para cumprir as normas aplicáveis. Já nas “indiretas”, o monitoramento por parte da BSM das atividades dos participantes é realizado mediante informações disponíveis nas bases de dados da BM&FBOVESPA, da CVM e de outras instituições do mercado de capitais.⁴¹ Existem outras entidades autorreguladoras do mercado de capitais que poderiam ser objeto de estudo, mas apenas algumas delas serão citadas ao longo do presente trabalho (tais como APIMEC e ANBIMA).

Analizado o conceito de “autorregulação” e sua concretização no mercado de capitais, passa-se às principais vantagens da autorregulação, que são: a maior proximidade entre os regulados e os autorreguladores, e a oneração dos custos da autorregulação recaírem apenas sobre os regulados⁴².

Na autorregulação a produção normativa é realizada pelos próprios regulados, o que constitui uma vantagem, pois as normas produzidas tendem a refletir melhor os seus anseios e as suas necessidades. Além do mais, essa forte relação entre o regulador e os regulados possibilita uma atuação mais rápida e eficaz do órgão responsável sobre a atividade autorregulada, o órgão autorregulador, em geral, é muito mais flexível que o estatal.

A interferência direta dos participantes do mercado na regulação de sua própria atividade também proporciona uma maior aceitação das normas, pois proporciona uma sensação de maior liberdade, já que produzidas por eles próprios. Os regulados acabam aceitando melhor as regras, pois as vêem mais apropriadas e mais razoáveis que as editadas por um órgão estatal, já que este tem mais dificuldade em transpor as barreiras da burocracia para entender o funcionamento do mercado e produzir normas adequadas⁴³.

Além disso, a proximidade entre os participantes do mercado e os autorreguladores permite que estes utilizem seu conhecimento da atividade regulada em benefício do mercado. Entendendo o funcionamento da atividade é mais fácil produzir normas eficientes à correção de suas falhas.

Ademais, como citado acima, os custos da autorregulação recaem apenas sobre aqueles que se submetem às normas, o que também é uma vantagem em relação à regulação

⁴¹ BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), *Boletim de Autorregulação da BSM - Relatório do 3º Trimestre de 2012*.

⁴² EIZIRIK, Nelson, *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 52.

⁴³ GOMES, Bianca Gomes, *Auto-regulação e o mercado financeiro: a experiência da ANDIMA*, p. 85 e ss.

estatal, que acarreta um custo a toda a sociedade, mesmo sobre aqueles que nunca investiram no mercado de capitais. Estes contribuem, por exemplo, através do recolhimento de tributos federais repassados ao órgão, conforme descrito no art. 7º da Lei nº 6.385/76, que trata dos diferentes recursos de que se utiliza a CVM para seu custeio⁴⁴.

Os custos envolvidos são diversos, desde a manutenção do aparelho estatal do órgão regulador, a contratação de profissionais qualificados, até os custos de fiscalizar a aplicação e eficácia das normas no caso concreto.

Somada às vantagens apresentadas acima, há a possibilidade dos órgãos autorreguladores que trabalham na função complementar à regulação estatal se tornarem parceiros do órgão estatal. Segundo B. de O. GOMES, o órgão autorregulador assume uma parceria com o compromisso “(...) de manutenção de adequados níveis de competência, qualidade e ética no funcionamento e práticas de mercado.”⁴⁵

As vantagens da autorregulação são tão significativas que órgãos internacionais, como a Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV ou IOSCO)⁴⁶, reconhecem sua importância e incentivam sua utilização no mercado de capitais:

Self-regulation, typically involving a unique combination of private interests with government oversight, is an effective and efficient form of regulation for the complex, dynamic and ever-changing financial services industry.⁴⁷ (Grifo nosso)

Todavia, a autorregulação tem algumas desvantagens, elemento que não a diferencia da regulação estatal, que também tem as suas. Em um ambiente regulatório em que os próprios regulados produzem suas normas, pode-se deduzir qual é a maior desvantagem deste

⁴⁴ “Art. 7º A Comissão custeará as despesas necessárias ao seu funcionamento com os recursos provenientes de:
I - dotações das reservas monetárias a que se refere o Art. 12 da Lei nº 5.143, de 20 de outubro de 1966, alterado pelo Decreto-lei nº 1.342, de 28 de agosto de 1974 que lhe forem atribuídas pelo Conselho Monetário Nacional;
II - dotações que lhe forem consignadas no orçamento federal;
III - receitas provenientes da prestação de serviços pela Comissão, observada a tabela aprovada pelo Conselho Monetário Nacional;
IV - renda de bens patrimoniais e receitas eventuais.
V - receitas de taxas decorrentes do exercício de seu poder de polícia, nos termos da lei. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”

⁴⁵ GOMES, Bianca de, *Auto-regulação e o Mercado Financeiro: a experiência da Andima*, p. 93.

⁴⁶ “(...) Contando atualmente com mais de 130 membros de 80 países, responsáveis pela quase totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial, a organização tornou-se o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores e de futuros. (...) A IOSCO conta com 30 Princípios da Regulação de Valores Mobiliários, baseados em 3 objetivos: Proteção de Investidores; Assegurar Mercados Justos, Eficientes e Transparentes; e Redução do Risco Sistemico.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Reguladores de Valores - IOSCO*.

⁴⁷ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *Model for effective regulation - Report of the SRO Consultative Committee*, p. 2.

tipo de regulação: a possibilidade de existirem conflitos de interesses entre a vontade do participante do mercado como regulador e como regulado (no exercício simultâneo de tais atividades). O mesmo serve para a atividade de fiscalização que a entidade autorreguladora deve exercer, que resta prejudicada quando o órgão fiscalizador é o próprio regulado:

(...) Tanto o conflito de interesses de certos membros de uma categoria, como o corporativismo de toda a classe, podem levar, e frequentemente levam, à diminuição do grau de exigência ou à não aplicação de sanções em situações em que elas seriam devidas.⁴⁸

Porém, na prática, este problema do conflito de interesses pode ser resolvido em razão do fator “credibilidade”, de que o órgão autorregulador necessita. Por exemplo, se um órgão autorregulador passar a ser conhecido no mercado por não aplicar multas aos seus associados, ou não fiscalizar a atividade destes, ele irá perder a confiança do mercado.

Um exemplo de sucesso de órgão autorregulador no mercado de capitais é a ANBIMA. Se uma entidade participante do mercado de capitais utiliza o selo da ANBIMA em seu material (regulamentos de fundos de investimento, prospectos de emissões de ativos etc.) os investidores sabem que aquele produto que está sendo divulgado se submeteu não só às regras do órgão regulador estatal, mas também às normas do autorregulador, o que gera maior segurança.

Segue abaixo tabela⁴⁹ com alguns números que demonstram o tamanho da ANBIMA (número de instituições aderentes) e a sua atuação no quesito “Investigações e Penalidades Aplicadas”, na qual vê-se que o órgão aplica uma quantidade considerável de penalidades, ponto favorável quando se trata de conflito de interesses:

⁴⁸ TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline Menezes. *Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional*, p. 14.

⁴⁹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA), *Relatório Anual 2011*, p. 31.

Tabela 1 - Quadro Geral de Supervisão de Mercados da ANBIMA

QUADRO GERAL – SUPERVISÃO DE MERCADOS*									
Códigos	Instituições Aderentes	Investigações e Penalidades Aplicadas							
		Pedidos de Esclarecimento	PAI (Processo de Apuração de Responsabilidade)	Processos Instaurados	Cartas de Orientação	Cartas de Recomendação	Cartas de Advertência	Multas Objetivas	Termos de Compromisso
<i>Certificação</i>	1.187	344	7	1	152	6	0	42	0
<i>Fundos de Investimento</i>	641	434	3	9	82	0	1	472	18
<i>FIP/FIEE</i>	108	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Gestão de Patrimônio</i>	27	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Mercado Aberto</i>	149	56	0	0	102	0	0	0	0
<i>Ofertas Públicas</i>	340	4	8	2	5	0	0	12	1
<i>Private Banking</i>	21	10	1	0	22	2	0	10	0
<i>Serviços Qualificados</i>	41	17	1	0	38	0	0	29	1
* Números consolidados do ano de 2011									

1.4. Órgão Regulador do Mercado de Valores Mobiliários

Tendo em vista que já se conceituou o que é “regulação” e já se falou sobre a autorregulação no mercado de capitais, este item irá tratar do órgão regulador estatal do mercado de capitais, que é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), traçando um breve panorama sobre seu surgimento e suas principais funções.

1.4.1. A Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autoridade administrativa independente, que foi elevada ao status de entidade autárquica⁵⁰ em regime especial, responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários. É vinculada ao Ministério da Fazenda, mas possui personalidade jurídica e patrimônio próprios⁵¹.

Foi só a partir de 1964, que o Governo Federal brasileiro iniciou a expansão do mercado de capitais nacional com o intuito de trazer rápido desenvolvimento econômico ao país. Nesta época foi editada a Lei nº. 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais e proporcionou certa estabilidade para que este mercado crescesse exponencialmente.

Porém o “milagre econômico” da época ditatorial teve como consequência uma corrida da população brasileira às bolsas de valores, que ocasionou, no início de 1971, um *boom* especulativo. Isso fez com que os preços dos papéis nas bolsas se elevassem de forma desproporcional e acelerada até atingir o nível máximo possível e, assim, dar início à consequente queda de quantidade de transações e preços de ativos, ou seja, houve a criação de uma “bolha especulativa” que depois veio a estourar em 1972⁵².

Este *boom* de 1971 gerou imensuráveis prejuízos aos investidores, desencadeando uma crise que perdurou até meados de 1976, mas teve o papel importante de mostrar que o mercado de capitais precisava de uma reestruturação. Ocorre que o órgão regulador na época destas crises apresentava falhas de eficiência e não havia na legislação vigente as normas necessárias para proteger o investidor.

⁵⁰ De acordo com o conceito do art. 5º, I, do Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967: “I - Autarquia - o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada.”

⁵¹ Ao tratar da autonomia financeira e orçamentária das entidades autárquicas em regime especial, L. J. M. SULTANI faz um resumo da importância destas características: “Assim, temos que a autonomia financeira e orçamentária tem por finalidade dotar a entidade de liberdade para definir e implementar, de acordo com suas atribuições legais, um planejamento destinado ao cumprimento de sua missão, o que é fundamental para garantir a sua independência.” SULTANI, Leonardo José Mattos, *Autonomia Financeira e Orçamentária das Entidades Autárquicas em Regime Especial*, p. 20.

⁵² ALVARENGA, Maria Isabel de, *Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira*, p. 144 e ss.

A gravidade da má atuação (ou ausência de atuação) do Banco Central do Brasil (BACEN), responsável pela fiscalização do mercado de capitais antes da CVM, pode ser conferida no texto a seguir, que vale transcrever:

(...) A ineficiência do Banco Central nesse setor, como órgão regulador e disciplinador, foi clamorosa. Sua impassividade e incompreensão para o drama nacional que então se desenrolou permitiram e estimularam despudorada pilhagem da poupança de milhões de brasileiros inermes, a que não escapou nem mesmo a ingenuidade e inexperiência da classe proletária. O Banco Central do Brasil, naquele episódio, ao contrário de sua função legal, incentivou a especulação, permitindo o derrame, na fogueira do mercado bolsista, de novos títulos de empresas economicamente medíocres, às quais concedeu celeremente a condição de sociedade de capital aberto.⁵³ (Grifos nossos)

Foi neste contexto de crise que se editou a Lei nº. 6.385/76 criando a CVM. Tal órgão surgiu para substituição do Conselho Monetário Nacional (CMN) em sua função normativa, e em substituição ao BACEN, em sua função de fiscalização. Vale destacar que a Lei nº. 6.385/76 está em conformidade com o art. 174 da Constituição Federal do Brasil (CF), que dispõe que cabe ao Estado o poder “normativo e regulador” da atividade econômica, que compreende as funções de “fiscalização, incentivo e planejamento”.

Apenas para ilustrar como a CVM rapidamente ganhou seu espaço no mercado e passou a cumprir as suas atribuições com presteza logo no início de suas atividades (em 1977), seguem alguns números:

(...) a CVM realizou 839 inspeções, nas quais foram suspensas 58 emissões irregulares de títulos, tendo sido retiradas do mercado mais de 1,5 bilhões de ações não registradas de acordo com os dispositivos legais vigentes. Ressalte-se, contudo, que em 1982 apenas uma emissão irregular foi suspensa, o que mostra a atuação eficaz da CVM no combate ao mercado marginal de ações.⁵⁴

Os dados acima só demonstram o quanto o mercado necessitava de um órgão como a CVM e como ela foi eficiente em cumprir o seu papel, já que em 1982, poucos anos depois de ter iniciado suas atividades, já não havia tantas emissões irregulares de ativos no mercado de capitais.

A CVM atua como representante do Estado no escopo de, por exemplo, facilitar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários; proteger os investidores de

⁵³ REQUIÃO, Rubens, *Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários*, apud ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida, *Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira*, p. 147.

⁵⁴ FONSECA, Herculano Borges da, *O papel da Comissão de Valores Mobiliários na Economia Brasileira*, p. 12.

possíveis emissões fraudulentas ou ilegais; evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários distribuídos no mercado e assegurar o cumprimento de práticas comerciais equitativas por todos os intermediadores de distribuição ou negociação destes valores⁵⁵.

A delimitação da competência⁵⁶ da CVM não é uma tarefa simples, pois ela está intimamente ligada ao conceito de “valor mobiliário”, que não é algo estático⁵⁷, está em constante evolução⁵⁸ (conforme tratado no item 1.2.1 deste trabalho). O que pode-se afirmar com certeza é que a CVM tem competência para regulamentar e fiscalizar as atividades dos intermediários que atuam no mercado de capitais, as atividades das bolsas e das companhias emissoras de valores mobiliários, dentre outros participantes do mercado.

1.4.2. Funções

A CVM possui as seguintes funções: fiscalizadora e disciplinar, normativa, registrária, consultiva e de fomento. Tais funções visam cumprir o preceito constitucional de proteção à ordem econômica e financeira. Segue adiante um breve relato de cada uma das funções citadas e sua relação com o tema do presente trabalho⁵⁹.

⁵⁵ O rol completo dos objetivos da CVM está descrito no artigo 4º da Lei nº 6.385/76.

⁵⁶ Ao tratar do CMN e da CVM, M. P. de A. SALLES diz que competência é “(...) o poder que lhes é atribuído pela lei que os instituiu, legitimando-os para regular por meio de normas jurídicas hierarquicamente inferiores às leis emanadas do poder Legislativo, as relações jurídicas que se realizam nos limites de suas jurisdições administrativas, sem que se deleguem aos mesmos competências próprias de outros poderes.” SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários*, p. 115.

⁵⁷ De acordo com J. E. C. QUEIROZ, a Medida Provisória nº 1.637/98 modificou o artigo 2º da Lei nº 6.385/76 incluindo o conceito de “contrato de investimento” como valor mobiliário, o que ampliou a competência da CVM englobando diversos segmentos do mercado financeiro que não se submetiam a nenhum órgão regulador. QUEIROZ, José Eduardo Carneiro, *O Conceito de Valor Mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil*, p. 134.

Posteriormente, em virtude da reedição e revogação da referida medida provisória, foi editada a Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, foi editada, com o seguinte texto no seu artigo 1º (*caput*): “Art. 1º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

⁵⁸ Outro exemplo das constantes modificações do conceito de “valor mobiliário” está nas normas que acrescentam novos significados ao conceito como, por exemplo, a Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe acerca dos registros de negociação e distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC. A situação do conceito é tão complexa, que a CVM preferiu fazer menção expressa à Lei nº 6.385/76, e, no artigo 2º da referida Instrução CVM, ela dispõe que os CEPACs são valores mobiliários quando ofertados publicamente.

⁵⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Atribuições*.

1.4.2.1. Função Fiscalizadora e Disciplinar

O artigo 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/76 diz que a CVM deve fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao referido mercado, ou, ainda, relacionadas às pessoas que dele participem e/ou aos valores nele negociados.

Para o cumprimento desta função fiscalizadora descrita acima, a CVM, através de diversos normativos, exige que muitas informações sejam prestadas periodicamente pelos participantes do mercado. Para permitir o envio de informações e facilitar a análise destas, a CVM cria padrões (formulários, por exemplo) e, na maioria das vezes, disponibiliza sistemas para envio eletrônico.

A CVM acompanha a divulgação destas informações e, em caso de suspeita ou apenas para certificação da veracidade das informações, pode efetuar a fiscalização por meio de inspeções sobre participantes do mercado e/ou valores mobiliários específicos.

O poder disciplinar da CVM, por sua vez, é decorrente da função fiscalizadora, tendo em vista que sem a aplicação de sanções aos transgressores, de nada adiantaria simplesmente fiscalizar. O objetivo da fiscalização é a busca de falhas na atuação dos agentes para sua posterior correção (disciplina).

A função disciplinar se origina do art. 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/76, que permite que a CVM apure, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas, ou seja, os ilícitos administrativos. Porém, para a perfeita realização da função disciplinar é necessário que a CVM não só apure, mas também possua competência para a aplicação de sanções, e é a isso que o inciso VI do mesmo artigo se detém: dispor que a CVM poderá aplicar as penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76 àqueles que forem infratores das de suas normas. A análise do poder disciplinar será importante para o entendimento do item 6.1.3 deste trabalho, que tratará dos ilícitos no mercado de valores mobiliários.

Cumprе esclarecer que a CVM não possui poderes para, por exemplo, anular atos societários, pois esta é uma atribuição que cabe ao Judiciário, que se utilizará do devido processo legal para tanto. No entanto, resta à CVM sancionar aqueles que cometem ilícitos

administrativos contra o mercado de capitais⁶⁰, mercado este sobre o qual a CVM é competente.

O poder disciplinar possui alguns limites, o primeiro é o fato de ser *ratione personae*⁶¹, ou seja, se aplica apenas a um grupo determinado de sujeitos. O art. 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/76 diz que os administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, intermediários e demais participantes do mercado se submetem à CVM e não pode haver extensão deste rol.

Esta questão precisará de um pouco mais de detalhamento ao longo do presente trabalho (principalmente no item 6.1.3, que trata dos ilícitos administrativos), tendo em vista que o foco deste estudo é o jornalista financeiro, e resta a dúvida sobre o seu enquadramento sob o item “demais participantes do mercado” do rol.

Além disso, como escreveu J. A. T. GUERREIRO, “o exercício do poder disciplinar somente se legitima na medida em que visa assegurar a consecução daqueles mesmos fins.”⁶² O fim último da CVM, e que deve ser também o do poder disciplinador, é a tutela do mercado de capitais, portanto este poder tem mais este limite de atuação.

1.4.2.2. Função Normativa

A função normativa da CVM está descrita no inciso I do artigo 8º da Lei que a instituiu (a Lei nº 6.385/76, como já dito anteriormente), que diz que a CVM tem poderes para regular as matérias expressamente previstas na Lei nº 6.404/76 e na Lei nº 6.385/76.

Considerando que delimitar os limites do poder regulador não é o tema central deste estudo, o presente item do trabalho discorrerá sobre alguns pontos do assunto muito brevemente, apenas para contextualização. A teoria da separação dos poderes, preconizada por Montesquieu em 1748, na obra “O Espírito das Leis”, serviu de argumento na luta contra o absolutismo monárquico e como forma de limitar os poderes dos governantes, criando um sistema de pesos e contrapesos⁶³. Neste modelo existem três Poderes, Executivo, Legislativo e

⁶⁰ CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *O papel regulador da CVM*, p. 39 e ss.

⁶¹ GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sobre o poder disciplinar da CVM*, p.66.

⁶² GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sobre o poder disciplinar da CVM*, p. 67.

⁶³ “Embora seja clássica a expressão *separação de poderes*, que alguns autores desvirtuaram para *divisão* de poderes, é ponto pacífico que o poder do Estado é uno e indivisível. (...) Outro aspecto importante a considerar é que existe uma relação muito estreita entre as idéias de *poder* e *função* do Estado, havendo mesmo quem

Judiciário, cabendo maior parcela de poder normativo ao Legislativo, que tem como função precípua criar o Direito positivado.

Com a crescente complexidade do mercado financeiro *lato sensu*, surgiu a necessidade de abrir mais espaço para que o Executivo pudesse editar normas a fim de regular determinadas atividades econômicas. Dessa forma, às agências reguladoras deu-se a incumbência de personificar o “Estado regulador” nas atividades econômicas, mediante autorização legislativa, ou melhor, houve a “delegação” de competências normativas ao Executivo por ato legislativo, que se consolidou com a criação das agências reguladoras.

Tal delegação de competências não precisa ser vista como uma afronta ao princípio da separação de poderes. Para H. KELSEN⁶⁴, por exemplo, a função de legislar cabe a todos os Poderes, assim o Executivo, que seria o responsável por aplicar o Direito, nada mais faz do que criar o Direito para uma situação concreta e específica.

As agências reguladoras surgiram no momento em que se constatou que o Poder Legislativo não poderia ficar incumbido desta função normativa no âmbito de determinadas atividades econômicas. Uma norma, antes de entrar em vigor em nosso ordenamento, pode tramitar por anos no Congresso Nacional, no Senado, o que dependerá de diversos fatores, políticos ou não. O mercado de valores mobiliários é muito ágil, ele necessita de normas criadas por um órgão estatal mais dinâmico, célere e flexível, e que seja capaz de adequar-se mais rapidamente às demandas do mercado. Era necessário conceber uma regulação que não afetasse o dinamismo próprio deste mercado e que, ao mesmo tempo conseguisse sustentar a confiança e a segurança do sistema econômico.

Além disso, os valores mobiliários são parte de um sistema complexo que necessita de um conhecimento técnico que o Legislativo pode não possuir de imediato⁶⁵. E. G. ENTERRÍA afirma que:

sustente que é totalmente inadequado falar-se em uma separação de poderes, quando o que existe de fato é apenas uma *distribuição de funções*”. DALLARI, Dalmo de Abreu, *Elementos de Teoria Geral do Estado*, p. 181.

⁶⁴ KELSEN, Hans, *Teoria pura do direito*, p. 260 e ss.

⁶⁵ F. K. COMPARATO esclarece a propósito das “resoluções” do Conselho Monetário Nacional as seguintes palavras que podem ser transportadas para a análise dos atos publicados pela CVM: “É esta uma técnica legislativa do chamado ‘direito econômico’, à qual os nossos magistrados ainda não se afeiçoaram de todo, e que costuma passar despercebida nas exposições acadêmicas e dissertações doutrinárias. Ela representa, no entanto, um instrumento indispensável de atuação do Poder Público no sentido de acompanhar e influenciar a evolução da conjuntura. Tais resoluções não constituem, como acima se frisou, um simples ato administrativo regulamentar, mas sim o preenchimento de uma norma legal em branco, atuando portanto como o necessário

A complexidade técnica de muitos destes produtos normativos (regulamentos) tampouco faria possível atribuir sua aprovação a um Parlamento de composição política, sem hábitos, sem conhecimentos, experiências, arquivos ou capacidade técnica. Por força, a lei não pode governar ela mesma senão recorrendo à colaboração (cada vez mais estreita e generalizada) dos regulamentos. Agrade ou desagre, sejam ou não grandes os riscos de uma normação secundária deste caráter, a potestade regulamentar da Administração é hoje absolutamente imprescindível⁶⁶.

É entendimento da maioria da doutrina que a possibilidade da delegação do poder legislativo às agências reguladoras é constitucional⁶⁷, ou seja, o Poder Legislativo pode conferir ao Executivo a função normativa. Entretanto, a preocupação está no controle dessa delegação e os seus limites: até que ponto uma agência reguladora pode regular determinada atividade econômica?

O principal limitador dos poderes das agências reguladoras está na exigência de que a lei instituidora da competência regulamentar estabeleça os limites a serem observados pela agência em seus regulamentos a editar. L. A. SAMPAIO, ao sair dos quadros da CVM, declarou: “Tive sempre presente a lição de que o princípio da legalidade é a maior conquista do Estado de Direito e a isso procurei ser rigorosamente fiel, posto que não são poucas as situações em que o sentimento individual de justiça pode acenar com a tentação de afastar a lei.”⁶⁸

Embora as agências reguladoras sejam independentes, isso não significa que elas não estão sendo controladas pelo Estado, já que todos os seus atos podem ser objeto de controle *a posteriori* por parte dos Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário. Na verdade, a característica de “independência”, que se atribui às agências reguladoras, refere-se ao impedimento de intervenção política em sua atividade.

A Comissão de Valores Mobiliários costuma se utilizar muito de normas classificadas como “regulação de condutas”, que são aquelas em que se prescrevem quais atos os agentes devem ou não realizar para um saudável funcionamento do mercado. Exemplos desta

momento integrativo do seu conteúdo, e participando da sua natureza”. COMPARATO, Fábio Konder. *Abertura de crédito – nulidade da cláusula contratual – Comentário do Prof. Fábio Konder Comparato*, p. 62.

⁶⁶ *Curso de Direito Administrativo*, apud S. L. NUNES, *Os fundamentos e os limites do Poder Regulamentar no âmbito do mercado financeiro*, p.120.

⁶⁷ “(...) entende-se ultrapassada a concepção tradicional de que a regulação estatal da economia, exercida por meio de autarquias integrantes da Administração Indireta, padeceria de uma insanável inconstitucionalidade formal, em decorrência da violação ao princípio da separação de poderes.” EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, p. 252.

⁶⁸ CANTIDIANDO, Luiz Leonardo, *O papel regulador da CVM*, p. 41.

regulação são as Instruções, Deliberações e outras espécies de normas editadas constantemente, que alteram o ordenamento jurídico do mercado de capitais⁶⁹.

As regras editadas pela CVM tratam principalmente da regulação da divulgação de informações (*disclosure*), que é um dos pilares das normas do mercado de capitais. Suas diretrizes são fixadas pela Lei nº 6.385/76 e sobre isso, N. EIZIRIK diz que:

(...) a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, dá-se mediante normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores.⁷⁰

Um exemplo de exercício da função normativa pela CVM, relevante para o tema do presente trabalho, será objeto de estudo detalhado do item 4.1 adiante: o Edital de Audiência Pública nº 09/07, publicado em 15 de agosto de 2007, que propunha a alteração da ICVM 388.

1.4.2.3. Função Registrária

Compete à CVM administrar os registros previstos pela Lei nº 6.385/76, conforme artigo 8º, inciso II, da referida norma. A CVM, como registrária do mercado de valores mobiliários, realiza o registro das sociedades emissoras de ativos e da emissão em si; dos valores mobiliários; e dos prestadores de serviço do mercado de capitais. Tais registros são considerados de função instrumental e importantes para o *disclosure*, pois para a conclusão destes, informações relevantes serão solicitadas acerca do objeto do registro. Portanto, o registro é uma forma da CVM exigir as informações que julga necessárias num momento inicial para, posteriormente, divulgá-las ao público investidor.

Sobre os intermediários, o registro e a autorização para o exercício de atividades no mercado de capitais “têm por finalidade, ainda que não exclusiva, assegurar a integridade da informação mediante a fiscalização daqueles que manejam os valores mobiliários e são corresponsáveis pela disseminação da informação e pela integridade do mercado.”⁷¹

⁶⁹ As normas emitidas pela CVM podem ser consultadas no seguinte link: <http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ato>. Acesso em 12/10/2012.

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson, *Regulação e Auto-regulação do Mercado de Valores Mobiliários*, p. 50.

⁷¹ TRINDADE, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, p. 314.

Além disso, o registro dos intermediários visa atestar a capacidade destes agentes de atuar num mercado onde o conhecimento é específico e técnico, sempre com o objetivo de proteger o consumidor, que, quando se deparar com um profissional registrado pela CVM, poderá ter maior segurança para realizar a contratação de seus serviços.

O registro na CVM não representa qualquer tipo de garantia de sucesso do investimento. J. R. DUBEUX⁷² relembra um caso que chegou ao Judiciário e que foi de muita relevância para a consolidação deste entendimento: o “Caso Boi Gordo”. Neste caso, vários investidores adquiriram contratos de investimento coletivo de emissão da “Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A.”, mas os contratos não foram resgatados. Tais investidores ingressaram com ação judicial para que a CVM fosse responsabilizada pelo prejuízo, já que os contratos tinham sido registrados pelo referido órgão.

O autor citado acima relata sobre a sentença da Juíza Federal Vellêda Bivar Soares Dias Neta, da 24ª Vara Federal do Rio de Janeiro, proferida em 22.01.2007, no processo judicial n.º 2003.51.01.028307-8, que decidiu que o registro pela CVM tem caráter meramente preventivo e que visa a proteção do investidor, não havendo possibilidade de atender o pleito dos investidores. De acordo com a referida decisão, não pode a CVM ser responsabilizada civilmente pelos prejuízos sofridos pelos investidores, pois ela não garante o êxito dos empreendimentos com a concessão dos registros, ou seja, o registro não é um “selo de garantia” da CVM. O registro na CVM é feito com informações prestadas com base no princípio da boa-fé, cabendo aos participantes do mercado de capitais (auditores independentes, por exemplo) auxiliar na verificação da veracidade das informações.

No ponto 4.2 adiante, se verá que os analistas de investimento precisavam de registro na CVM para atuar como tal (atualmente basta o credenciamento em entidade autorizada pela CVM). Diante disso, será discutido se para o jornalista financeiro tal exigência também seria necessária, já que, em determinadas situações, suas atividades podem ser equiparadas às de um prestador de serviços do mercado de capitais. Ademais, a “matéria-prima” do jornalista é a informação e, como visto acima, o registro deve assegurar a integridade da divulgação publicada no mercado de valores mobiliários.

⁷² DUBEUX, Julio Ramalho, *Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial do “Caso Boi Gordo”*.

1.4.2.4. Função Consultiva e de Fomento

A função consultiva consiste em orientar os participantes do mercado ou investidores sobre o entendimento da CVM acerca de questões controvertidas no mercado de valores mobiliários. Esta é uma função preventiva, e por meio dela a CVM pode proporcionar ao mercado maior segurança jurídica, evitando que os participantes cometam irregularidades. L. CANTIDIANO resume esta função da seguinte forma:

O que, então, pode a CVM fazer?

Em primeiro lugar, ela pode manifestar seu entendimento, quando consultada por algum agente de mercado e, até mesmo, de ofício, se entender que a sua opinião pode servir para persuadir aquele que está prestes a praticar ato contrário às normas a alterar seu comportamento, ao mesmo tempo em que pode orientar os investidores que possam ser prejudicados pela prática daquele ato a agir, no foro próprio, em defesa de seus interesses.⁷³

No item 6.4.1 do presente trabalho, será relatado um caso de consulta à CVM, realizada pela jornalista Mara Luquet, que ilustra a utilidade deste procedimento para o esclarecimento sobre a aplicação das normas relativas ao mercado de capitais.

O fomento é o estímulo à formação de poupanças e à sua aplicação em valores mobiliários, além da promoção à expansão do mercado de capitais (art. 4º, incisos I e II, da Lei nº 6.385/76).

Embora todas as funções da CVM estejam, direta ou indiretamente, ligadas aos princípios do mercado de capitais de transparência e *full disclosure*, não há necessidade de aprofundamento de pesquisa sobre as funções consultiva e de fomento, por serem periféricas ao tema deste trabalho.

⁷³ CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *O papel regulador da CVM*, p. 40.

CAPÍTULO II – A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para melhor compreensão do tema central do presente trabalho, que é a regulação da atividade jornalística, faz-se necessário entender, inicialmente, os motivos pelos quais a divulgação de informações é regulada no mercado de capitais, a fim de justificar se há necessidade de regulação dos seus divulgadores (no caso, os jornalistas).

Ao presente capítulo caberá tal função (demonstrar os motivos da regulação de informações), preliminarmente, apresentando a importância da informação no mercado de capitais para, em segundo lugar, discorrer sobre as principais falhas do referido mercado, ambas relacionadas com a divulgação de informações, quais sejam: a assimetria informacional e a utilização de informações privilegiadas (*insider trading*). Ao final, ainda sobre o tema “divulgação de informações”, será analisado o princípio do *full disclosure*, que rege as normas no mercado de capitais e que objetiva sanar as supracitadas falhas.

2.1. Importância da Informação no Mercado de Capitais

O desenvolvimento dos meios de comunicação tornou a transmissão de informações algo demasiadamente veloz e mais acessível. Neste tipo de sociedade que vive na chamada “era da informação”, uma informação pode ter valor imensurável e direcionar a ação dos indivíduos que a detêm.

No mercado de capitais a informação tem especial relevância. Nas palavras de B. S. BLACK encontra-se ilustração de como a informação influencia o funcionamento do mercado de capitais, como se fosse uma “mágica”:

Public securities markets involve a kind of magic. Investors pay enormous amounts of money for completely intangible rights, whose value depends entirely on the quality of the information that the investors receive, and on the honesty of other people about whom the investors know almost nothing.⁷⁴ (Grifo nosso)

Uma decisão de investimento no mercado de capitais sem a detenção de toda informação necessária para tanto, ou baseada em um dado incorreto, pode gerar prejuízos não

⁷⁴ BLACK, Bernard S., *Strengthening Brazil's Securities Markets*, p. 42.

só ao investidor, mas ao mercado como um sistema, pois a falta de informação ou a sua divulgação de forma lacunosa, afeta a credibilidade dos investidores no bom funcionamento do mercado.

E é por causa dessa importância da informação para o mercado de capitais que o artigo 4º, inciso VI, da Lei nº 6.385/76, regula a matéria e declara ser atribuição da CVM e do CMN assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido. Estes órgãos devem assegurar o cumprimento do dever de informar pelos participantes do mercado, principalmente os emissores de ativos.

Adicionalmente, o artigo 22 da Lei nº 6.385/76 dispõe que a CVM deve regular sobre a natureza e a periodicidade das informações a serem divulgadas pelas companhias abertas (inciso I) e os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes a serem observados nas demonstrações financeiras das companhias abertas (inciso IV).

Contudo, nem todas as informações são realmente de divulgação necessária ao mercado, pois nem todas influenciam as decisões dos investidores, por isso o regulador do mercado de valores mobiliários estabeleceu quais tipos de informação devem ser diretamente impactadas pelo dever de informar. Essa definição (informação “relevante” ou “não relevante”) se torna muito importante ao se pensar que até o excesso de informações pode ser considerado um obstáculo ao acesso dos investidores a um mercado de capitais transparente.

T. PAREDES⁷⁵ explica que vários estudos comprovam que quando uma pessoa que necessita tomar uma decisão tem contato com uma quantidade grande de informação, inicialmente a qualidade da decisão a ser tomada aumenta, porém, após a quantidade de informações alcançar certo nível, a qualidade da decisão passa a diminuir a cada informação adicional recebida. Isso porque as pessoas só conseguem processar um número finito de informações durante um período de tempo determinado, as informações excedentes passam a atrapalhar o processo de tomada de decisão.

Vislumbra-se do exposto acima, que o excesso de informações no mercado de capitais também é um problema, é preciso ter acesso às informações que realmente são importantes para basear a tomada de decisões dos investidores. Se houver um “bombardeio” de informações inúteis, o investidor pode passar despercebido por algum dado relevante e deixar de tomar a decisão apropriada.

⁷⁵ PAREDES, Troy A., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, p. 21 e ss.

M. TRINDADE⁷⁶ separa as informações que precisam ser prestadas pelas companhias abertas (e outros emissores de valores mobiliários) em dois grupos: as informações “periódicas” e as “eventuais”.

O primeiro grupo, de informações periódicas, ainda pode ser dividido em dois, de acordo com o momento de sua divulgação (inicial ou posterior). As normas do mercado de capitais, principalmente as instruções normativas da CVM, impõem que determinadas informações sejam divulgadas em dois momentos distintos: a) no momento inicial, quando começa a negociação do ativo no mercado, para que os investidores possam conhecer o valor mobiliário; e b) posteriormente à oferta, periodicamente, de acordo com o tipo de informação. A razão desta imposição normativa é simples, o mercado precisa receber, no momento da oferta, as informações básicas do ativo, sem as quais não haverá possibilidade de avaliá-los e decidir pelo investimento e, posteriormente, precisa ser atualizado das informações, para decidir se deseja manter o investimento.

Para exemplificar o primeiro grupo (as informações periódicas emitidas no momento inicial da oferta), é possível citar o artigo 39 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“ICVM 400”), que determina que o Prospecto de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários (seja no mercado primário ou no secundário) deve, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam levar o investidor a erro, conter dados e informações sobre: a) a oferta; b) os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; c) o ofertante; d) a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; e) os terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e f) os terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

Para o segundo grupo (o das informações periódicas posteriores à oferta) há, como exemplo, a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“ICVM 480”), que trata prioritariamente do registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados e, em seu artigo 21, das informações que devem ser enviadas à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM (na periodicidade descrita na referida norma). São elas:

- I – formulário cadastral;
- II – formulário de referência;
- III – demonstrações financeiras;

⁷⁶ TRINDADE, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, p. 311.

IV – formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP;
V – formulário de informações trimestrais – ITR;
VI – comunicação prevista no art. 133 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, no prazo de 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua publicação, o que ocorrer primeiro;
VII – edital de convocação da assembleia geral ordinária, em até 15 (quinze) dias antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro;
VIII – todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais ordinárias, na forma estabelecida por norma específica;
IX – sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia da sua realização;
X – ata da assembleia geral ordinária, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização; e
XI – relatório de que trata o art. 68, § 1º, alínea 'b' da Lei nº 6.404, de 1976, quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro.”⁷⁷

L. B. ADIERS diz que “a legislação pertinente assegura aos acionistas que estes *obtenham da companhia* o acesso a todas as informações que dizem respeito à empresa e que possam afetar os seus interesses como sócios.”⁷⁸ E complementa que “a empresa é obrigada por lei a divulgar balanços, balancetes e diversos outros demonstrativos contábeis, acompanhados de notas explicativas, do relatório da diretoria, do parecer dos auditores independentes e do Conselho Fiscal.”⁷⁹

Além das informações periódicas, a Lei nº 6.404/76 definiu que fatos de “relevância”, que pudessem influenciar significativamente na decisão dos investidores, também deveriam ser divulgados pelos administradores da companhia aberta (artigo 157, § 4º). Porém, a definição do que é “relevante” não é simples, pois tal conceito é muito subjetivo.

Para auxiliar a superar esta dificuldade de conceituação descrita acima, a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“ICVM 358”), elencou um rol das matérias que são consideradas indispensáveis para disposição e alcance do público, e denominou tal grupo de informações de “fato relevante”.

O artigo 2º da ICVM 358, que contém o referido rol descritivo de tais fatos ditos “relevantes”, engloba, por exemplo: a incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia emissora ou empresas ligadas; e a renegociação de dívidas da companhia emissora. Estes fatos são bom exemplos de relevância, pois são capazes de atingir a situação patrimonial da companhia e, com isso, eventualmente gerar um interesse ou desinteresse do acionista em manter os seus investimentos.

⁷⁷ Instrução CVM nº 480/2009, art. 21.

⁷⁸ ADIERS, Leandro Bittencourt, *Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas*, p. 173.

⁷⁹ ADIERS, Leandro Bittencourt, *Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas*, p. 173.

Entretanto, o rol do artigo 2º é meramente exemplificativo, pois para determinar se um fato é relevante ou não, cabe verificar no caso prático se ele pode influenciar a cotação dos valores mobiliários emitidos por aquela companhia, ou se podem modificar a intenção de compra ou venda por parte dos investidores.

Na doutrina, J. M. M. PROENÇA define fato relevante como “todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço”.⁸⁰

O descumprimento do dever de divulgação de fato relevante é considerado infração grave (art. 18 da ICVM 358) e pode acarretar na aplicação de uma das penas do art. 11 da Lei nº 6.385/76, inclusive as previstas nos incisos III a VIII⁸¹, aplicáveis apenas às infrações graves, de acordo com o §3º do mesmo artigo 11.

Ao impor o dever de informar acerca da ocorrência de um fato relevante, o legislador conseguiu visualizar alguns problemas que poderiam advir de tal divulgação e, para evitá-los, inseriu na Lei nº 6.404/76 (art. 157, parágrafo 5º), a faculdade de não divulgação do fato relevante nos casos em que a revelação da informação coloque em risco interesse legítimo da companhia. Isso porque, algumas informações, embora se encaixem no conceito de “relevante”, se publicadas podem prejudicar, de alguma forma, a companhia ou os acionistas. E pra sanar qualquer problema do uso errôneo desta possibilidade, a lei concedeu à CVM poderes para requisitar informações que entenda necessárias, e, se for o caso, responsabilizar os administradores no caso de conduta irregular. A atuação da CVM pode ser impulsionada por pedido dos administradores, de qualquer acionista ou mesmo por iniciativa própria.

A faculdade descrita acima, conferida aos administradores, de não divulgar fatos relevantes, é um bom exemplo de como as normas acerca da divulgação de informação devem ser redigidas, pois a divulgação de informações não deve ser um fim em si mesmo, mas um

⁸⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, p. 144.

⁸¹ As sanções dos incisos I a VIII seguem transcritas: “I – advertência; II – multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.”

meio para a obtenção de um mercado de capitais mais eficiente. Em suma, a divulgação de informações não serve para prejudicar as companhias ou seus acionistas.

Outra classificação importante para tratar neste item, sobre a divulgação de informações no mercado de capitais, é a que separa os investidores “qualificados” dos demais investidores. O nível de informação devido a cada um não precisa ser necessariamente o mesmo, visto que possuem perfis também distintos.

O mercado de capitais brasileiro considera que os investidores ditos qualificados, definidos na Instrução nº 409 da CVM⁸², de 18 de agosto de 2004 (“ICVM 409”), possuem mais conhecimento e, portanto, estão mais capacitados para os investimentos de risco característicos do mercado de capitais. Partindo desse pressuposto, o regulador entendeu que poderia atenuar a quantidade de informações que o investidor qualificado necessita obter para as suas decisões de investimento. Existem algumas instruções da CVM que utilizam requisitos adicionais para considerar um investidor como qualificado, é o que o mercado tem chamado de “investidor super-qualificado”⁸³.

Há uma presunção jurídica sobre o investidor qualificado (incluindo o super-qualificado), pela qual, em razão da natureza do investidor, entende-se que ele necessita de menos tutela do Estado. O rol contido na norma traz investidores com um perfil mais profissional e dotados de maiores recursos investidos sob sua responsabilidade ou titularidade, o que presume maior capacidade do investidor ter acesso às informações de que necessita, e maior conhecimento dos riscos do negócio. Sobre o investidor institucional, por exemplo:

Cabe lembrar que os investidores institucionais estão mais bem preparados para lutar por seus direitos do que pequenos investidores agindo isoladamente. Devido ao seu poder de pressão, conseguem algumas vezes obter acordos com administradores e controladores de companhias abertas, prevenindo danos ou alcançando soluções de composição de seus interesses sem, entretanto, se preocupar com os outros investidores que estão na mesma posição.⁸⁴

⁸² O artigo 109 da ICVM 409 diz que “Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados: I – instituições financeiras; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

⁸³ Um exemplo de investidor super-qualificado é o constante do art. 5º da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, que dispõe que somente poderão investir nos Fundos de Investimento em Participação (FIP) os investidores qualificados “com valor mínimo de subscrição de R\$100.000,00 (cem mil reais)”.

⁸⁴ BOCATER, Maria Isabel do Prado, *O Exercício do Poder de Polícia e Regulador da CVM - Aperfeiçoamentos Recentes*, in MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.), *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, p. 213.

A Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, ilustra este tratamento diferenciado dado ao investidor qualificado, ao dispor sobre as ofertas públicas distribuídas com esforços estritos. Este tipo de oferta só poderá ser destinado a investidores qualificados (art. 2º), o que permite a não preparação de Prospecto (obrigatório nas ofertas públicas regidas pela ICVM 400), ou seja, menos informações são disponibilizadas ao investidor. Importante destacar que a não elaboração de Prospecto não desobriga o ofertante de divulgar as informações que a referida Instrução solicita, e de que estas informações sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para o investidor, mas o processo de divulgação como um todo é mais simples do que o previsto pela ICVM 400.

No presente item, salientou-se a importância da informação para o mercado de capitais e o modo como o órgão regulador tratou de criar normas detalhadas sobre a sua divulgação, estabelecendo, por exemplo, o conteúdo que deve ser divulgado (dependendo do perfil do investidor), o momento e a periodicidade de tal divulgação. Tal detalhamento visa evitar a ocorrência das falhas comuns ao mercado de capitais, sendo que as principais delas serão objeto do item 2.2 a seguir.

2.2. Principais Falhas do Mercado de Capitais

No item 1.2.3, quando tratou-se da justificativa para regulação do mercado de capitais, foi dito que a regulação é necessária para corrigir as falhas do mercado. Tendo em vista a importância da informação para o mercado de valores mobiliários, não é de se estranhar que suas principais falhas sejam relacionadas justamente à divulgação de informações, como se verá nos itens 2.2.1 e 2.2.2 seguintes.

2.2.1. Assimetria Informacional

O problema e, ao mesmo tempo, característica do mercado de capitais é a assimetria informacional. O investidor só pode ter acesso à informação que lhe for disponibilizada pelos administradores das emissoras participantes do mercado. Os administradores, por sua vez, são fortemente tentados a divulgar apenas o que lhes convierem, evidenciando de forma exagerada a boa performance do passado e as perspectivas para o futuro, e escondendo ou

mascarando os dados dos reais problemas. Sobre o surgimento do problema da assimetria informacional:

(...) todas as empresas têm relacionamentos comerciais e financeiros com agentes externos a elas, tais como bancos, acionistas minoritários, sindicatos que congreguem seus trabalhadores, seus clientes, e com os reguladores que acompanham os desdobramentos de todos os atos oficiais das empresas e os impactos no conjunto dos *stakeholders* (ou seja, os públicos com os quais as companhias têm algum tipo de relacionamento).

Tais agentes externos, intuitivamente, dispõem de menos informação do que os protagonistas internos, que pertencem aos quadros gerenciais da empresa. Pode-se notar que surge aí o problema da assimetria informacional.⁸⁵ (Grifos nossos)

Em um famoso estudo feito por G. A. AKERLOF e denominado “*The Market for ‘lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”⁸⁶, o autor fala sobre o problema da assimetria informacional utilizando como exemplo o mercado de carros usados. Far-se-á uma breve análise do referido texto para, posteriormente, verificar sua aplicação ao mercado de capitais.

Para facilitar a utilização do exemplo, G. A. AKERLOF supôs que no mercado de carros usados existem quatro tipos de carros, quando analisados no quesito “qualidade”: a) carros novos bons; b) carros novos ruins; c) carros usados bons; e d) carros usados ruins. A última categoria é justamente o que o mercado norte-americano chama de “limão”, uma expressão originada da comparação dos carros de má qualidade ao sabor azedo da fruta.

Seguindo o raciocínio do autor, imagine-se que alguém possui um automóvel ruim, ou melhor, um “limão”, e deseja vendê-lo no mercado de carros usados, como esse carro será precificado? Intuitivamente, poder-se-ia dizer que o limão deve ter um preço menor do que o preço de um carro usado bom, por razões óbvias, já que um comprador não escolheria comprar um limão se, dependendo o mesmo valor, ele pudesse comprar um carro bom.

Porém, nem sempre essa diferença de preços entre o “bom” e o “ruim” é verificada na prática, pois o comprador não tem como saber exatamente se o carro é bom ou ruim, o que prejudica a avaliação correta do bem negociado. O comprador pode até contratar uma avaliação técnica do carro usado, mas às vezes este custo pode não ser compatível com o valor da negociação do carro, ou a avaliação pode ser feita de forma errada, por exemplo.

⁸⁵ ROCHA, Ricardo Humberto; SANTOS, Daniel Reymão dos. *Informação e regulação do mercado – Assimetria das informações está presente nas corporações e precisa ser levada em conta pelos reguladores do mercado*.

⁸⁶ AKERLOF, George A. *The Market for ‘lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*.

Portanto, este conhecimento pleno sobre a qualidade do carro é exclusivo do vendedor, que pode ocultá-lo na negociação e assim obter vantagens ao vendê-lo pelo mesmo preço de um carro bom. No mercado de carros novos é diferente, a probabilidade de comprar um limão é bem menor, por isso o autor se deteve à análise dos automóveis usados.

É neste ponto que se identifica no mercado de limões a assimetria na divulgação de informações: o vendedor sabe mais acerca da qualidade do carro objeto de venda do que o comprador. Apenas o vendedor do produto sabe dos seus vícios ocultos e, por conta disso, o comprador pode vir a ser surpreendido com um limão indesejado após a realização do negócio.

Em virtude da assimetria informacional, a precificação dos automóveis usados é prejudicada, pois não é possível separar os carros bons dos ruins, e anomalias, como o carro bom sendo preterido por um limão, por exemplo, poderão vir a ocorrer.

Uma destas anomalias advém do que o autor chamou de “custo da desonestidade”: a presença de vendedores de mercadorias ruins num mercado afasta a presença dos vendedores de mercadorias boas, pois a competição entre eles é injusta, o vendedor de limões pode vender a um preço menor devido à inferior qualidade do seu produto, e como o comprador não tem informação suficiente para conseguir diferenciar a qualidade dos produtos, ele acaba preferindo comprar os limões, vendidos por preço inferior:

(...) há mercados em que o comportamento dos compradores induz os vendedores a oferecerem bens de baixa qualidade porque podem obter preço similar ao de bens de alta ou boa qualidade. Isso se deve à dificuldade que os compradores têm de avaliar a qualidade do bem. O curioso é, segundo Akerlof, que tal fato tende a se espalhar de forma que afeta a qualidade de todos os bens negociados naquele mercado causando redução de operações. Explica que em tais mercados os retornos individuais e sociais são afetados de forma diversa e, por isso, algum tipo de intervenção do governo é importante na medida em que pode aumentar o bem-estar de todos os participantes.⁸⁷ (Grifos nossos)

A decisão de saída do mercado feita pelos vendedores honestos, em razão da presença de vendedores desonestos é chamada “seleção adversa”. O termo é advindo do mercado de seguros, e significa uma inversão: as empresas que atuam honestamente no mercado receberão o mesmo que a empresa que divulgou informações falsas ou incompletas, o que

⁸⁷ SZTAJN, Rachel, *Regulação e o mercado de valores mobiliários*, p. 138.

incentiva as empresas que atuam sem comprometimento com a veracidade das informações a continuar se financiando do mercado de limões⁸⁸.

No mercado de seguros de saúde, por exemplo, funciona da seguinte maneira: a) pessoas portadoras de doenças têm mais interesse em adquirir um plano de saúde do que pessoas saudáveis; b) isto faz com que o preço dos seguros sofra elevação, pois pessoas com doenças são mais “caras” ao segurador; e c) quanto mais caro for o preço do plano de saúde, menos pessoas saudáveis terão interesse em adquiri-lo, já que o seguro não será muito utilizado por elas. Assim, os preços altos vão afastando os clientes que seriam bons para as seguradoras (os saudáveis) e atraindo apenas os ruins (os doentes).⁸⁹

B. S. BLACK diz que no mercado de capitais acontece a mesma coisa:

In securities markets, adverse selection means that a higher fraction of companies are offering lemons for sale. Investors react to the lower average quality of shares by reducing still more the prices they will pay. This drives even more high-quality companies away from the stock market and exacerbates the adverse selection problem.⁹⁰

Se os investidores não conseguem diferenciar os produtos do mercado de capitais pela sua qualidade, não estarão dispostos a pagar um alto preço por eles (já que o risco de obter um limão é alto), e farão ofertas baixas para que, na média, paguem um preço justo pelos ativos. Os mais prejudicados, diante desta situação, serão as empresas que atuam honestamente, que procurarão formas melhores de se financiar do que o mercado de capitais.

É certo que algumas empresas honestas conseguem mostrar ao mercado que seus ativos merecem uma oferta mais alta em razão da superior qualidade de seus produtos. As empresas menores, por outro lado, não têm acesso direto ao público e sofrem mais com o problema.

Comparando o mercado de carros usados com o de valores mobiliários, este último é ainda mais complicado. Ao comprar um carro usado, você pode testá-lo e até submetê-lo a uma análise de um perito da sua confiança, como dito acima, mas ao comprar um valor mobiliário, isso não é possível. Por essas dificuldades é que a regulação é necessária, para obrigar os emissores a divulgar informações relevantes à decisão de investimento do comprador.

⁸⁸ BLACK, Bernard S., *Strengthening Brazil's Securities Markets*, p. 43.

⁸⁹ AKERLOF, George A., *The Market for 'lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, p. 493 e ss.

⁹⁰ BLACK, Bernard S., *Strengthening Brazil's Securities Markets*, p. 43.

2.2.2. Informações Privilegiadas (“Insider Trading”)

“‘Insider’, em relação a determinada companhia, é toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a ‘informações relevantes’ relativas aos negócios e situação da companhia.”⁹¹ Logo, *insider trading* é a “negociação” realizada pelas pessoas ditas “insiders” mediante uso da informação privilegiada de que detêm:

(...) *insider trading* (...) se caracteriza através do uso de informações privilegiadas, que não sejam de conhecimento público, mas privilegio de pessoas que, dentro da companhia, estejam ocupando cargo ou posição de confiança, tendo acesso a informações restritas (...) ⁹² (Grifos nossos)

Para exemplificar como ocorre o *insider trading*, N. EIZIRIK se utiliza de uma situação hipotética para explicar como o agente utiliza a informação privilegiada para negociar no mercado de capitais a preços que ainda não refletem o impacto das referidas informações:

Por exemplo, e para tornar clara a figura do *insider trading*, mesmo correndo o risco da caricatura: o diretor da Companhia Aberta X, a qual dedica-se à prospecção de minério, sabendo que ela realizaria uma grande descoberta, passa a comprar no mercado as ações de sua emissão, sem notificar tal descoberta ao público. Após a divulgação pública da descoberta, que tem como consequência uma elevação na cotação em Bolsa das ações, o diretor passa a vender os títulos que havia comprado, ainda antes da “alta”. Os lucros havidos, no caso, são evidentemente decorrentes da posse e utilização, em proveito próprio, de informação confidencial da empresa, a qual o insider havia tido acesso apenas pela posição que ocupava.⁹³ (Grifo nosso)

Conforme destacado nas transcrições acima, o *insider*, em seu sentido clássico, é aquele que possui cargo ou posição de confiança na companhia detentora das informações confidenciais e se utiliza dessa vantagem para negociar no mercado de capitais. A expressão “clássico” foi utilizada em razão da divisão realizada por alguns autores em “insiders primários” e “insiders secundários”, sendo que o “clássico” é o “primário”, ou seja, aquele que possui obrigatoriamente um relacionamento profissional com a empresa emissora⁹⁴.

A. T. D. DIAS, com base na leitura dos artigos 116-A, 145, 160 e 165 da Lei nº 6.385/76, afirma que são “insiders primários” aqueles que possuem as seguintes funções na companhia detentora das informações confidenciais: a) administradores, conselheiros e

⁹¹ PARENTE, Norma Jonssen, *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*.

⁹² ADIERS, Leandro Bittencourt, *Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas*, p. 174.

⁹³ EIZIRIK, Nelson, “*Insider trading*” e responsabilidade de administrador de companhia aberta, p. 43.

⁹⁴ DIAS, Amanda Tayar Duarte, *Questões atuais envolvendo o “insider trading”*, p. 128.

diretores da companhia; b) membros de órgãos criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores; c) membros do Conselho Fiscal; d) pessoas subordinadas àqueles citados nos itens anteriores ou terceiros de confiança; e e) acionistas controladores.⁹⁵ Os “*insiders* primários” também poderão ser denominados “*corporate insiders*”, expressão utilizada no norte-americano que faz referência à necessidade de ocupação de cargo desta categoria de *insider*.

Para a mesma autora, os “*insiders* secundários” são aqueles terceiros que recebem a informação privilegiada por meio dos primários (seja direta ou indiretamente) e que divulgam tais informações que deveriam ser mantidas como sigilosas, no intuito de obter vantagens ilícitas.⁹⁶

Para os fins do presente trabalho, os “*insiders* secundários” também poderão ser denominados de “*outsiders*” e serão objeto de estudo mais detalhado em item próprio (item 3.2.4). Os conceitos de “*insider*” e “*outsider*” serão de utilidade para o estudo da possibilidade de enquadramento das práticas que podem ser cometidas pelos jornalistas financeiros (que sejam atentatórias ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários) às normas relativas aos ilícitos específicos do referido mercado (conforme se verá no item 6.1.3 do presente trabalho).

Vistos os conceitos, cumpre destacar que o ordenamento jurídico brasileiro proíbe o *insider trading*, ou seja, aqueles que detêm informações privilegiadas não podem realizar negociações que tenham como objeto os valores mobiliários relacionados à tal informação privilegiada. As normas do mercado de capitais não podem permitir que participantes do mercado venham a auferir lucros advindos de uma posição desigual em relação aos demais investidores, ou melhor, de uma situação vantajosa obtida de forma ilícita.

N. EIZIRIK e H. M. NETTO resumem o combate ao *insider trading* da seguinte forma:

A ampla política de divulgação de informações completa-se, porém, com um segundo princípio, dela decorrente: as informações devem ser tornadas acessíveis a todos ao mesmo tempo, sem que qualquer pessoa possa utilizá-las, em proveito próprio ou de outrem, antes da sua divulgação.⁹⁷

⁹⁵ DIAS, Amanda Tayar Duarte, *Questões atuais envolvendo o “insider trading”*, p. 130.

⁹⁶ DIAS, Amanda Tayar Duarte, *Questões atuais envolvendo o “insider trading”*, p. 131.

⁹⁷ EIZIRIK, Nelson; NETTO, Horacio Mendonça, *O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás*, p. 8.

N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES⁹⁸ apresentam razões econômicas e razões de ordem ética para a proibição da prática de *insider trading*. A razão econômica baseia-se na necessidade do mercado de capitais ser eficiente na determinação da cotação dos valores mobiliários. Os ativos negociados no mercado de capitais precisam refletir exatamente as informações publicadas no mercado, por isso a preocupação do órgão regulador em reprimir as condutas daqueles que se utilizam de informações não divulgadas, ou de informações que ainda serão divulgadas no futuro. Isso porque, aqueles que estão utilizando informação privilegiada, estariam se utilizando de uma vantagem não garantida aos demais investidores: comprar ou vender ativos a um preço que ainda não reflete a realidade (conforme explicado no exemplo da Companhia Aberta X acima).

As razões de ordem ética, por sua vez, baseiam-se na proibição da desigualdade de acesso às informações, os investidores devem ter condições igualitárias de negociar no mercado de capitais.

O *insider trading* pode configurar um ilícito administrativo e penal, como se verá no item 6.1.3 deste trabalho. Porém, alguns argumentam que o *insider trading* não deveria ser proibido, pois seria uma prática comum ao mercado e até benéfica. Estes explicam que a prática é uma forma de, por exemplo, compensar os empregados de uma companhia emissora de ativos mobiliários, permitindo que, com o uso de informação privilegiada, eles possam negociar no mercado com maior vantagem sobre os demais participantes e aumentar os seus salários⁹⁹.

Em 2007, após ter cumprido sua pena, o jornalista R. Foster Winans (que será tema do item 5.2 deste trabalho), escreveu um interessante artigo chamado “*Let Everyone Use What Wall Street Knows*”¹⁰⁰, no qual defende que o uso de informação privilegiada não deveria ser um crime. Segundo Winans, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, deveria parar de fingir que consegue manter um mercado de capitais justo para todos os participantes. Ele diz que o uso de informação privilegiada é normal e comum, e que, por analogia, poderia ser comparado a um “pecado”, algo parecido com: é uma prática errada, mas inerente à natureza humana, logo, inevitável.

⁹⁸ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, pp. 524-525.

⁹⁹ NEWKIRK, Thomas C.; ROBERTSON, Melissa A., *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*.

¹⁰⁰ WINANS, R. Foster. *Let Everyone Use What Wall Street Knows*.

Winans cita alguns estudos que demonstram que existem muitas pessoas no mercado dos EUA negociando com informação privilegiada¹⁰¹, que esta prática não tem sido punida e que, na verdade, não existe meio da SEC conseguir punir todos os que atuam no mercado utilizando informação do gênero. Ele entende que as leis contra o uso de informação privilegiada são impossíveis de se executar, e que a única forma da SEC impor sanções à prática é utilizando-se da seletividade, ou seja, alguns participantes do mercado são escolhidos para serem punidos, e são usados como exemplo para os demais participantes, gerando uma sensação de que o mercado está a salvo dos males do *insider trading*, mas que na verdade, não passa de injustiça para com os selecionados para servir de exemplo (tal como ele acredita ter sido injustiçado).

Porém, este entendimento não deve prevalecer, o *insider trading* prejudica o mercado de capitais, pois o agente aproveita-se de uma posição vantajosa sob os demais participantes do mercado, impedindo a igualdade entre os investidores. Para evitar esta prática e amenizar a assimetria informacional do mercado de capitais, foram editadas regras baseadas no princípio do *full disclosure*.

2.3. O Princípio do “Full Disclosure”

Para solucionar os problemas que podem ocorrer no mercado de capitais relacionados à divulgação de informações (conforme descritos no item 2.2. acima) e devido à importância destas para o referido mercado (descrita no item 2.1), surgiu o princípio do *full disclosure*: divulgação de informações de forma ampla e transparente no mercado de capitais.

A transparência é necessária para propiciar a igualdade de informações obtidas por todos os participantes do mercado. Segundo A. P. MARTINEZ¹⁰², só o *full disclosure* é capaz de propiciar um mercado eficiente, pois a eficiência está diretamente relacionada à

¹⁰¹ “Meanwhile, many forms of insider trading are routinely tolerated. Alan D. Jagolinzer, an accounting professor at Stanford University, published a research paper in December showing that officers and directors of publicly held companies systematically sell company stock after positive news and ahead of bad news, generating abnormal returns compared with the market at large. A study published in 2004 by Alan J. Ziobrowski of Georgia State University found that United States senators on average beat the market by 12 percent a year. “The results clearly support the notion that members of the Senate trade with a substantial informational advantage over ordinary investors,” Mr. Ziobrowski told The Financial Times, noting that the law does not prohibit senators from trading stock on the basis of information acquired in the course of their work.” WINANS, R. Foster, *Let Everyone Use What Wall Street Knows*.

¹⁰² MARTINEZ, Ana Paula, *Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*, p. 95.

credibilidade que a sociedade tem nos seus participantes, e a credibilidade só se conquista com a disponibilização completa de informações.

A autora citada acima complementa que as informações divulgadas pelas companhias devem ser amplas e fidedignas, além de facilmente acessíveis e tempestivas. Logo, as informações devem abordar todos os aspectos das empresas emissoras, seus aspectos positivos ou negativos; deve ser feita em canais de comunicação acessíveis e em linguagem clara e direta (a internet, por exemplo); e por fim devem ser publicadas em tempo hábil para a tomada de decisões pelos investidores. Adicionalmente, a publicação deve ser feita ao mesmo tempo para todos, de forma igualitária, sem dar margem à possibilidade do uso de informação privilegiada¹⁰³.

A preservação do princípio da transparência incide em um alto custo para os participantes do mercado, e é por isso que o Estado intervém com normas, para incentivar a divulgação de informações que é custosa aos emissores dos ativos, mas necessária ao mercado investidor.

Ademais, o investidor geralmente é a parte mais vulnerável¹⁰⁴ nas relações do mercado de capitais, por isso a necessidade da intervenção estatal para criar normas de aplicação do princípio do *full disclosure*:

¹⁰³ MARTINEZ, Ana Paula, *Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*, pp. 97-98.

¹⁰⁴ A vulnerabilidade do investidor pode ser vista no acórdão do Recurso Especial nº 1164235-RJ, julgado pelo Superior Tribunal de Justiça em 15.12.2011, que aplicou o CDC à relação entre investidor e gestor de fundos de investimento, conforme ementa a seguir: “Processo Civil e Civil. Recurso Especial. Ação de indenização por danos materiais e compensação por danos morais. Contrato bancário. Fundos de investimento. Janeiro de 1999. Maxidesvalorização do Real. Prequestionamento. Ausência. Dissídio jurisprudencial. Cotejo analítico e similitude fática. Ausência. Preclusão. Ocorrência. CDC. Aplicabilidade. Súmula 297/STJ. Súmula 83/STJ. Excludente do nexo de causalidade. Art. 14, §1º, do CDC. Inocorrência. Força maior. Art. 1.058 do CC/16. Não ocorrência. Solidariedade. Integrantes da cadeia de consumo. Art. 7º, parágrafo único, do CDC. Aplicabilidade. Fundos de investimento. Atividade legalizada. Art. 1.479 do CC/16. Inaplicabilidade. Rentabilidade. Fundos de investimento. Juros de mora. Não incluídos. Enriquecimento sem causa. Inocorrência.

1. A ausência de decisão acerca dos dispositivos legais indicados como violados, não obstante a interposição de embargos de declaração, impede o conhecimento do recurso especial.

2. O dissídio jurisprudencial deve ser comprovado mediante o cotejo analítico entre acórdãos que versem sobre situações fáticas idênticas.

3. O CDC é aplicável aos contratos firmados entre as instituições financeiras e seus clientes referentes a aplicações em fundos de investimento, entendimento esse que encontrou acolhida na Súmula 297/STJ. Incide na espécie, portanto, a Súmula 83/STJ.

4. A observância, na gestão do fundo, da conduta proba imposta pelo CDC a todas as relações de consumo, em especial a atenção ao dever de informação, tem o condão de amenizar até mesmo os prejuízos ocorridos em razão da maxidesvalorização do real, ocorrida em janeiro de 1999. Não há se falar, portanto, em ofensa ao art. 1.058 do CC/16.

5. A má-gestão, consubstanciada pelas arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, como na hipótese em exame, ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, §1º, II, do CDC, a justificar a excludente do nexo de causalidade, ainda que se trate de aplicações de risco.

(...) o pressuposto é que o investidor não controle o empreendimento no qual seus recursos foram investidos. Assim, o debenturista [por exemplo, mas podemos aplicar o raciocínio para investidores que adquiram outros tipos de valores mobiliários] não tem poder de gestão, o preenchimento de sua expectativa financeira depende diretamente do sucesso do tomador de recursos. É esta a situação que gera o aparecimento do papel regulador do Estado, dada a existência, em maior ou menor grau, do poder de decisão do investidor sobre seu investimento. (...)

(...)

(...) Ao investidor o Estado oferece a proteção do registro prévio, do fornecimento de informações detalhadas, da fiscalização das contas e dos atos. (...) ¹⁰⁵ (Grifos nossos)

Nesse sentido, A. A. S. de CAMARGO explica que o Estado, por meio de suas instituições, deve incentivar a transmissão de informações entre os agentes econômicos, pois estes nem sempre estarão motivados a fazê-lo:

(...) Independentemente do seu tamanho, as instituições têm o papel de coordenar a atividade dos indivíduos, justamente porque eles sempre terão, racionalmente, um único incentivo, que é o de maximizar seus ganhos individuais, qualquer que seja o ganho para a sociedade como um todo. ¹⁰⁶

Uma empresa de capital aberto, por exemplo, para atender as imposições regulatórias de transparência, necessita arcar com as despesas de publicação das informações: atas, fatos relevantes, demonstrações financeiras etc. Este pode ser o motivo de tantos casos de descumprimento às normas de *disclosure*. Sobre este tema, M. TRINDADE, ex-presidente da CVM, examinando os dados sobre os inquéritos julgados por esta autarquia em 1998, verificou que “das 208 penalidades ali consideradas, nada menos que 124 (ou cerca de 60%) dizem respeito diretamente à tutela da informação atempada e de qualidade (elaboração de demonstrações financeiras, dever de informar, informações periódicas e *insider trading*)” ¹⁰⁷.

Os professores Alexsandro Broedel Lopes e Roberta Carvalho de Alencar criaram um índice para medir o custo da transparência das companhias abertas do Índice Bovespa de 1998 a 2005 e descobriram que, a cada ponto que a empresa avança neste índice, ela reduz em

6. Sendo a relação havida entre as partes de consumo, incide na hipótese o art. 7º, parágrafo único, do CDC, que estabelece a responsabilidade solidária entre os integrantes da cadeia de consumo.

7. A aplicação em fundos de investimento, realizada sob controle e fiscalização estatal, tem previsão expressa em lei e não se insere na previsão do art. 1.479 do CC/16.

8. Os juros já englobados no retorno financeiro de um fundo de investimento, chamados juros compensatórios ou remuneratórios, não se confundem com os juros moratórios, cujo fundamento de incidência é diverso, qual seja, penalizar aquele que demorou em cumprir a obrigação. Inexiste, portanto, violação do art. 884 do CC/02.

9. Recurso especial de OLÍMPIO SANTA RITA MATA parcialmente conhecido e nessa parte improvido. Recurso especial de MARKA NIKKO ASSET MANAGEMENT S/C LTDA não provido.”

¹⁰⁵ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, *O conceito de valor mobiliário*, pp. 45 e 47.

¹⁰⁶ CAMARGO, André Antunes Soares de, *Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações*, p. 106.

¹⁰⁷ TRINDADE, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, p. 315.

média 0,14 ponto percentual em seu custo de capital¹⁰⁸. Assim, salienta-se que, embora o custo de manter a transparência no mercado de capitais pareça alto para a empresa, quanto mais transparente ela se compromete a ser, mais redução ela obtém no custo de capital, já que a empresa se torna mais atrativa ao mercado investidor.

A. P. MARTINEZ cita diversos estudos comprovando que as boas práticas de divulgação de informações são vantajosas para as companhias e podem, por exemplo: aumentar a sua reputação (facilitando a captação de recursos externos) e reduzir o custo de captação de capital estrangeiro¹⁰⁹. E recomenda:

(...) a companhia deve estabelecer mecanismos eficientes de controle interno, para assegurar que todas as informações disponíveis de interesse do mercado sejam divulgadas. É fato que hoje muitas companhias já possuem disponíveis informações relevantes que caso fossem divulgadas poderiam ajudar a agregar valor ao próprio preço de suas ações. Cabe a cada companhia adotar políticas que garantam a divulgação dessas informações, o que poderá ser revertido em seu benefício no futuro.

Também é recomendável que as companhias tomem a iniciativa na comunicação com os investidores, assumindo uma postura ativa e adiantando-se a questões e preocupações. Os *websites* das companhias são um importante meio para o cumprimento desse objetivo por permitir a divulgação de informações em tempo (quase) real a investidores e analistas. Como já dito, a companhia deve divulgar e comentar não apenas os desenvolvimentos de natureza positiva, mas deve enfrentar rumores e divulgar notas de natureza negativa.¹¹⁰ (Grifos nossos)

O princípio do *full disclosure* deve ser implementado por meio de normas que obriguem os participantes do mercado, em especial os emissores de ativos, a divulgar constantemente informações¹¹¹. A ICVM 480 dá um bom resumo do conteúdo e da forma das informações que devem ser divulgadas no mercado de capitais, por isso vale a transcrição de alguns artigos:

Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

Art. 15. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

¹⁰⁸ Alexsandro é professor da Universidade de São Paulo e da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) e Roberta é professora da Fucape Business School, do Espírito Santo. A pesquisa foi baseada em 47 perguntas acerca da forma como a empresa entrevistada prestava informações em seus balanços, relatórios encaminhados à CVM e à Bovespa, e as informações disponíveis em seus sites. PAVINI, Angelo, *O valor da transparência*.

¹⁰⁹ MARTINEZ, Ana Paula, *Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*, pp. 98-99.

¹¹⁰ MARTINEZ, Ana Paula, *Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*, pp. 102-103.

¹¹¹ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, pp. 141-142.

Art. 16. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.

Art. 17. As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos. (Grifos nossos)

Por fim, cumpre ressaltar que para garantir que o princípio do *full disclosure* foi cumprido, é preciso garantir não só que as informações tenham sido divulgadas de forma ampla e transparente, mas também de forma universal e simultânea, para que não haja privilégio entre os investidores, conforme descrito nos dispositivos acima.

Tendo em vista que o *full disclosure* é princípio que deve abarcar a regulação de toda divulgação de informações no mercado de capitais, cabe verificar se deve englobar também o jornalista que atua neste mercado, conforme se verá no item a seguir.

CAPÍTULO III – A ATIVIDADE JORNALÍSTICA NO MERCADO DE CAPITAIS

Como visto no capítulo anterior, a ampla e transparente divulgação de informações no mercado de capitais é de grande relevância e a sua concretização de forma incorreta ou incompleta (ou ainda a não divulgação) pode acarretar problemas que impedem o bom funcionamento do mercado, por isso faz-se necessário regular a matéria.

Cumprido ao presente capítulo analisar o papel dos jornalistas financeiros e a necessidade ou não de sua regulação, já que estão diretamente envolvidos com a divulgação de informações no mercado de valores mobiliários. A análise do exercício desta atividade passará pela definição de sua “função” e “importância”, para depois tratar dos principais problemas que podem advir da atuação dos jornalistas.

3.1. Função e Importância da Atuação dos Jornalistas

Para o pequeno investidor, o custo pela busca de recomendações técnicas pode ser um gasto de recursos não desejável ou, indo mais além, impossível de suportar. É principalmente nesses casos que o jornalista que atua no mercado de capitais (que também poderá ser denominado neste trabalho como “jornalista financeiro”) mais demonstra seu papel no referido mercado, pois ele acaba servindo como única, ou quase única, fonte de informações sobre os valores mobiliários e as tendências do mercado ao pequeno investidor, democratizando as informações ao se utilizar de canais de comunicação acessíveis.

M. B. PINTO declara que “as funções exercidas pela imprensa são muitas, que vão desde a simples difusão de notícias até a formação da opinião pública.”¹¹² O autor analisa especialmente a função política dos jornalistas, mas a lição pode ser transportada (para os fins do presente trabalho) para a análise da atuação destes profissionais no mercado de valores mobiliários. Segundo ele, o jornalista é o elo que liga os investidores aos fatos e dados (do mercado de capitais, no caso), somente com a obtenção de informação jornalística é que o investidor poderá tomar suas decisões de forma consciente. Sem a imprensa especializada

¹¹² PINTO, Marcos Barbosa, *Liberdade de Imprensa e Responsabilidade Civil dos Meios de Comunicação*, p. 173.

muitos investidores estariam incapacitados de participar do mercado de valores mobiliários, pois dependem exatamente desta democratização de informações e acessibilidade que o jornalista proporciona.

M. V. RIBEIRO¹¹³, ao tratar dos analistas de investimento, faz um interessante estudo sobre o papel dos “agentes coletivizadores” no mercado de capitais. O jornalista financeiro, como explicado no capítulo anterior, também pode ser considerado um “agente coletivizador” junto aos investidores, por isso o presente trabalho se utilizará do referido estudo nos parágrafos seguintes.

O autor diz que os investidores, via de regra, têm dificuldade para realizar a avaliação de valores mobiliários sozinhos, afinal é difícil obter informações confiáveis sobre resultados futuros e sobre a situação dos negócios do emissor. Há, portanto, dificuldade na coleta e no processamento de informações, pois para tanto é necessário um conhecimento especializado e os custos de contratação de um especialista normalmente são elevados.

Ademais, os investidores geralmente são dispersos e não buscam ações coletivas que possam, de alguma forma, reduzir ou repartir os custos de uma análise de investimento, ou, ainda, os custos de fiscalizar a atividade dos emissores dos valores mobiliários¹¹⁴. E, mesmo que haja um grupo de investidores disposto a participar de forma mais ativa no mercado de capitais, de modo a buscar informações mais precisas para basear suas decisões de investimento ou fiscalizar de perto os emissores, tal grupo teria que despender recursos que seriam suportados exclusivamente pelo grupo, mas seriam aproveitados por todo o mercado.

Observa-se que não há muita vantagem em suportar sozinho os custos oriundos da obtenção de informação e da fiscalização da atividade dos emissores, pois os investidores que não participaram do rateio de custos também serão beneficiados pelo esforço dos demais, fenômeno conhecido como *free-riding*. Traduzindo, o *free-riding* significa “carona”, ou seja, os participantes do mercado que estiverem interessados na informação obtida pelos

¹¹³ RIBEIRO, Marcelo Vieira, *Analistas de Investimento – Aspectos Econômicos e Regulatórios*, pp. 13-15.

¹¹⁴ Pesquisando sobre a existência de entidades representativas dos investidores, é possível encontrar, por exemplo, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), que tem como objetivo atuar na defesa dos direitos dos acionistas minoritários em companhias abertas. Porém, a AMEC só admite como associados gestores de fundos de ações e multimercados, independentes ou ligados a instituições financeiras, com sede no Brasil e no exterior; e entidades abertas e fechadas de previdência complementar, ou seja, o investidor pessoa física, por exemplo, não pode participar. Para mais informações sobre a AMEC consultar o *link*: <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/sobre-amec.html>, acesso em 14/10/2012.

investidores que fizeram o rateio de custos para obtê-la, irão se aproveitar do trabalho deste grupo de investidores que tomou a iniciativa, sem ter que arcar com qualquer despesa.

Como os jornalistas aumentam a quantidade de informações disponíveis no mercado de capitais de forma mais igualitária a todos os investidores, eles acabam combatendo o *free-riding*, e, conseqüentemente, outras falhas deste mercado relacionadas à divulgação de informações (como a assimetria informacional, por exemplo, objeto do item 2.2.1 deste trabalho). Por isso, é possível dizer que a função dos jornalistas no mercado de valores mobiliários é a de “facilitador”, do acesso às informações, ou melhor, de “agente coletivizador” conforme supracitado e transcrito abaixo:

Essas falhas são combatidas pela presença, no mercado, de intermediários, aqui entendidos como agentes coletivizadores para os acionistas e os investidores, que agregam seus interesses e atuam aumentando o nível de informação presente no mercado, reduzindo, dessa maneira, os custos de ações coletivas de prospecção dos negócios das companhias. Eles fornecem serviços que beneficiam, direta ou indiretamente, os acionistas e investidores e que acabam por beneficiar, também, as próprias companhias, pois reduzem seu custo de capital ao reduzirem os riscos para o investidor.¹¹⁵ (Grifo nosso)

T. PAREDES¹¹⁶, ao tratar da questão do excesso de divulgação de informações no mercado de capitais, conforme citado no item 2.1 do presente trabalho, nomeia os “*experts*” do mercado de capitais de “filtros”, pois eles seriam os responsáveis por decifrar e analisar as informações divulgadas aos investidores:

The argument is that the individual investor gets the benefit of the experts’ ability to search and process large amounts of information, even if she is herself overloaded. Indeed, the experts get the benefit of each other’s ability to search and process large amounts of information effectively. In this view, there is no need to worry about information overload.¹¹⁷

Os “*experts*”, segundo o autor, são os analistas de valores mobiliários, os administradores de carteiras ou recursos, os investidores institucionais, os investidores qualificados, os corretores e outros profissionais deste mercado, incluindo, por último, os jornalistas financeiros. O jornalista irá pesquisar informações sobre os valores mobiliários e seus emissores e divulgá-las de uma forma mais acessível aos investidores. A imprensa atua

¹¹⁵ RIBEIRO, Marcelo Vieira, *Analistas de Investimento – Aspectos Econômicos e Regulatórios*, pp. 14-15.

¹¹⁶ PAREDES, Troy A., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, p. 30.

¹¹⁷ PAREDES, T. A., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, p. 31.

como um multiplicador de informações, conforme disposto na transcrição abaixo, do mesmo autor, que trata do mercado norte-americano (mas que também se aplica ao brasileiro):

The financial media also have a role to play in the mandatory disclosure system. The financial media, at least as they exist today, are a relatively recent phenomenon, but with significant influence. The media, in effect, are a multiplier of information, extending the reach of information disclosed by companies in SEC filings and press releases and adding layers of analysis to the “raw” information. Not to be lost in this is the role of technology, especially the Internet, in disseminating more information to more people more quickly than ever.¹¹⁸(Grifo nosso)

Além do que foi descrito até aqui sobre a função do jornalista, cabe lembrar que ao manter o público informado do que acontece de relevante no mercado, os jornalistas também contribuem para a fiscalização deste mercado, sinalizando quais empresas podem merecer a confiança dos investidores, por exemplo. Em diversos casos práticos, é possível notar como a divulgação de fraudes e outros ilícitos pela mídia contribuiu para que os infratores da legislação de mercado de capitais fossem punidos pelo público investidor com a queda do valor do ativo¹¹⁹.

Vista a função do jornalista, cumpre passar à análise de sua importância para o mercado. Sobre este tema, C. DOUGAL, J. ENGELBERG, D. GARCÍA e C. A. PARSONS¹²⁰ elaboraram um estudo com o objetivo de demonstrar quantitativamente se a atuação dos jornalistas pode afetar o mercado de capitais. A pesquisa levantou artigos publicados de segunda a sexta-feira na coluna “*Abreast of the Market*” (AOTM), do jornal norte-americano “*Wall Street Journal*”, de 1970 a 2007. No item 5.2 deste trabalho haverá a análise de um caso prático envolvendo tal jornal, que servirá para reafirmar a relevância do jornalismo no mercado de capitais (o Caso Winans).

A coluna AOTM tinha por objeto a publicação de análises de atividades do mercado, a descrição de alguns eventos relevantes de determinadas companhias e, por vezes, algumas previsões para o futuro do mercado. Para o estudo supracitado, foram analisados 9.552 artigos

¹¹⁸ PAREDES, T. A., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, p. 9.

¹¹⁹ Segue texto jornalístico ilustrando tal situação: “A notícia de fraude cometida pelo banco norte-americano Goldman Sachs movimentou e derrubou as principais praças acionárias nesta sexta-feira. Nem mesmo a onda de balanços positivos agradaram os investidores. Diante disso, as bolsas norte-americanas finalizaram em queda de mais de 1%. O Goldman Sachs é acusado de ter silenciado fatos essenciais sobre os empréstimos “subprime” quando o mercado imobiliário residencial começava a cair. Com isso, os investidores teriam perdido cerca de US\$ 1 bilhão. Em Nova York, o índice Dow Jones Industrial Average caiu 1,13%, aos 11.018 pontos. O S&P 500 perdeu 1,61%, aos 1.192 pontos. E na bolsa eletrônica, o índice composto Nasdaq teve decréscimo de 1,37%, aos 2.481 pontos.”. *Goldman Sachs causa perdas em bolsas mundiais*, Jornal do Brasil, Economia.

¹²⁰ DOUGAL, Casey; ENGELBERG, Joseph; GARCÍA, Diego e PARSONS, Christopher A.; *Journalists and the Stock Market*.

relacionados a um período de 9.592 dias de negociação normal na bolsa de valores mobiliários.

Em primeiro lugar, os autores analisaram: a) a frequência com que cada jornalista escrevia artigos; b) quais eram os dias da semana nos quais cada jornalista escrevia; e c) a existência (e duração, quando aplicável) de intervalos entre cada publicação. Como houve uma grande rotatividade de jornalistas da AOTM durante o período, o estudo considerou apenas os que escreveram ao menos 50 artigos, resultando em um total de 25 colunistas analisados, do contrário, a enorme quantidade de autores seria um obstáculo às observações dos pesquisadores.

Em segundo lugar, a pesquisa analisou o conteúdo das colunas e, utilizando dicionários financeiros, os pesquisadores capturaram as palavras “positivas” ou “negativas” escritas em cada artigo e a quantidade total de utilização de tais palavras.

Por fim, foi analisada a média de retorno do índice Down Jones Industrial Average (DJIA)¹²¹ nos dias em que os artigos eram publicados ou no dia imediatamente seguinte à publicação. Verificou-se que mais de um terço dos colunistas tiveram suas publicações associadas a um retorno anormal do DJIA, seja positivo ou negativo.

Com os dados levantados, os autores deduziram fórmulas para descrever esse fenômeno e concluíram que a retórica dos jornalistas do mercado de capitais é muito poderosa, podendo realmente influenciar os investidores em suas tomadas de decisão. Eles enfatizam que os resultados obtidos com a pesquisa sugerem que tal potencial para influenciar o comportamento dos investidores ocorre com mais evidência no curto prazo.

Os autores finalizaram o artigo com uma preocupação: se os jornalistas do mercado de capitais podem manipular o comportamento dos investidores, então as atividades destes profissionais podem ter um papel principal na determinação dos preços e alocação dos valores mobiliários. Ou seja, os jornalistas são agentes protagonistas no mercado de capitais, embora não se fale muito sobre o seu papel. No Brasil, por exemplo, não há estudos sobre a influência dos jornalistas, infelizmente, pois seriam de muita utilidade para a reflexão, pelos participantes do mercado, sobre a necessidade ou não de regulá-los.

¹²¹ O DJIA é um índice do mercado de ações, ou seja, um indicador do desempenho médio das cotações de determinados ativos, para maiores informações, acessar: <http://www.djaverages.com/>, acesso em 25/11/2012.

J. PERES¹²² também fez um estudo para comprovar a influência dos jornalistas no mercado de capitais estrangeiro, mas seu foco foi nas greves dos jornais. O autor se utilizou de determinados critérios para filtrar sua pesquisa e só considerou, por exemplo, as greves de âmbito nacional ocorridas durante dias em que o mercado de ações estava aberto para negociações. Adicionalmente, para que as greves fossem contabilizadas na pesquisa, deveriam ter ocorrido entre 1989 e 2010 nos jornais dos seguintes países: França, Grécia, Itália e Noruega.

O autor analisou um total de 52 greves que duraram, em média, 1,7 dias úteis cada uma (número relativo a dias de negociação na bolsa de valores), somando cerca de 88 dias de greves analisadas. A pesquisa concluiu que no dia da ocorrência da greve em determinado jornal, o volume médio de negócios com ações no mercado de capitais ficava cerca de 14% abaixo dos demais dias, e que, nestes casos analisados, não havia qualquer alteração significativa no dia anterior e no dia subsequente à greve. Além do mais, nos dias de greve, havia evidências de uma redução na faixa de preço dos ativos negociados no mercado de, em média, 9%.

Outro dado interessante levantado pelo autor foi o seguinte: o impacto das greves no volume de negociação de ações de pequenas empresas é maior do que nas empresas médias ou grandes. Identificou-se nas pesquisas que as pequenas empresas são mais vulneráveis à falta de informação jornalística, pois as suas ações são detidas por investidores de varejo, que, como dito acima, utilizam quase que exclusivamente as informações obtidas na mídia para decidir sobre seus investimentos, diferentemente dos investidores institucionais que costumam contratar serviços de informação especializados (ex.: Bloomberg¹²³).

No Brasil, embora não haja estudos sobre a influência do jornalista financeiro no mercado (como já dito acima), existem alguns outros dados que podem auxiliar na análise da atuação destes profissionais. J. R. MARQUES¹²⁴, por exemplo, falando do crescimento do

¹²² PERES, Joel, *The media and the Diffusion of Information in Financial Markets: Evidence from Newspapers Strikes*.

¹²³ A Bloomberg oferece um serviço denominado “Bloomberg Professional” que consiste no seguinte: “(...) O terminal consolida informações sobre diferentes classes de ativos – de renda fixa a ações, câmbio a commodities, derivativos a investimentos imobiliários. Ele integra as informações em tempo real e dados históricos e pode ser acessado através de seu computador ou dispositivo móvel. Juntamente com este poderoso conjunto de informações, você tem acesso a todas as notícias, análises, ferramentas de risco e carteiras, ferramentas de comunicação, gráficos, plataformas de negociação eletrônica e o atendimento que você precisa para colocar o conhecimento em ação.” Texto obtido no endereço eletrônico da Bloomberg no Brasil: <http://www.bloomberg.com/professional/>, acesso em 17/12/2012.

¹²⁴ MARQUES, José Reinaldo, *Finanças ao alcance de todos*.

jornalismo financeiro no Brasil, argumenta que as notícias sobre economia, finanças e negócios alcançaram tamanha importância no mercado, que surgiram diversos veículos especializados na mídia nacional, dentre eles (além dos cadernos específicos nos grandes jornais), os seguintes impressos: Jornal do Commercio, Valor Econômico, Gazeta Mercantil¹²⁵, Exame, IstoÉ Dinheiro e Forbes.

As instituições mais relevantes do mercado de capitais também já demonstraram que reconhecem a relevância da imprensa, exemplo disto é o “7º Prêmio Imprensa de Educação ao Investidor”¹²⁶, realizado pelo Comitê Consultivo de Educação¹²⁷, integrado não só pela CVM, como também pelas seguintes instituições: Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC Nacional), BM&FBOVESPA e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI).

A ideia do prêmio é prestigiar matérias e reportagens que cumpram melhor o objetivo de orientar os investidores (pessoa física) do mercado de valores mobiliários, com informações esclarecedoras sobre as características e riscos deste mercado, com conteúdo educacional. Para participar da premiação, as matérias e reportagens são selecionadas de jornais, revistas, ou agências de notícias (inclusive mídia digital).

Dada tal relevância da atuação do jornalista, resta a dúvida: como garantir que o exercício da referida atividade será sempre ético e no interesse do mercado de capitais e dos investidores? A garantia da boa atuação dos intermediários do mercado de capitais, no geral, sempre foi baseada, em primeiro lugar, na sua reputação. Nesta linha, caso os intermediários não ajam de forma adequada, não terão a confiança do mercado necessária para se manter como participante dele.

Porém, alguns exemplos demonstraram que a reputação não foi suficiente para manter o bom desempenho da função de intermediários. O primeiro exemplo mais conhecido é o das empresas de auditoria, que não apontaram infrações na contabilidade de grandes empresas que, posteriormente, vieram a quebrar de forma surpreendente aos investidores. Diz-se “surpreendente” já que os investidores acreditavam nas informações que lhes eram divulgadas

¹²⁵ O periódico Gazeta Mercantil não é mais publicado.

¹²⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *7º Prêmio Imprensa de Educação ao Investidor*.

¹²⁷ Para maiores informações sobre o Comitê de Educação, consultar: <http://www.comitedeeducacao.cvm.gov.br/>.

pelas companhias, pois confiavam no fato de terem sido auditadas por uma empresa independente¹²⁸. Outro exemplo conhecido, e muito recente, foi o caso das agências classificadoras de risco, que permitiram a criação e estouro de uma grande bolha imobiliária nos Estados Unidos¹²⁹.

No Brasil, o órgão regulador já prevê, desde 1999, regulação para o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, por meio da publicação da Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999. Com relação às agências classificadoras de risco, existe a recente Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012, que dispõe sobre as atividades destas no âmbito do mercado de valores mobiliários, e dispõe que apenas as agências registradas (no caso de domiciliadas no Brasil), ou reconhecidas, no caso de agência domiciliada no exterior) pela CVM podem atuar. Essas normas visam proporcionar maior controle da CVM sobre as atividades destes profissionais.

Se intermediários que atuam no mercado de capitais, tais como os auditores independentes e as agências classificadoras de risco, tiveram sua atividade regulada pela CVM, com o objetivo de impedir que a sua atuação seja prejudicial ao mercado, vale refletir se outros sujeitos que exercem profissões relacionadas ao mercado de valores mobiliários também não deveriam ter sua atividade regulada. O jornalista financeiro é um exemplo deste tipo de profissional atuante no mercado.

¹²⁸ Um exemplo desta situação é o Caso Enron, ocorrido nos Estados Unidos, em 2001: “(...) Accurate company accounts are a keystone for any proper capital market, not least America's. Andersen, the firm that audited Enron's books from its inception in 1985 (it was also Global Crossing's auditor), has been suggesting that its failings are representative of the whole profession's. In fact, Andersen seems to have been unusually culpable over Enron: shredding of incriminating documents just ahead of the investigators is not yet a widespread habit. But it is also true that this is only the latest of a string of corporate scandals involving appalling audit failures, from Maxwell and Polly Peck in Britain, through Metallgesellschaft in Germany, to Cendant, Sunbeam and Waste Management in America. In the past four years alone, over 700 American companies have been forced to restate their accounts. At the heart of these audit failures lies a set of business relationships that are bedevilled by perverse incentives and conflicts of interest. In theory, a company's auditors are appointed independently by its shareholders, to whom they report. In practice, they are chosen by the company's bosses, to whom they all too often become beholden. Accounting firms frequently sell consulting services to their audit clients; external auditors may be hired to senior management positions or as internal auditors; it is far too easy to play on an individual audit partner's fear of losing a lucrative audit assignment. Against such a background, it is little wonder that the quality of the audit often suffers.” *Enron and auditing - The lessons from Enron, The Economist*.

¹²⁹ “Ao longo da crise, que vai se aprofundando, passando do setor financeiro para o mercado de capitais e, finalmente, para a economia real, é impressionante olhar pra trás e constatar a negligência das autoridades monetárias e fiscais, que permitiram essa alavancagem irresponsável, principalmente a jogatina desenfreada das operações com derivativos. O mesmo se pode dizer dos auditores independentes e das empresas de *rating*, incapazes de identificar os abusos, as burlas e as fraudes nas grandes empresas, como a Enron, a Worl.com, o Fundo Capital Management, grandes bancos americanos e europeus, como se viu recentemente, nas operações *sub-prime*, nos Estados Unidos. E não é somente por falta de regulação, que chega a ser rigorosa, mas por falta de fiscalização, como se viu, no Brasil, inúmeras vezes, nos escandalosos casos que nos levaram à criação do Proer.” GALVÊAS, Ernane. *A crise mundial e o mercado de capitais*.

Antes de adentrar no tema da necessidade ou não de regulação do jornalista financeiro, cabe aos próximos itens deste trabalho destacar quais são os principais problemas que podem advir da atuação de tais profissionais no mercado de capitais.

3.2. Possíveis Problemas Relativos à Atuação do Jornalista no Mercado de Capitais

O presente item 3.2 tratará dos possíveis problemas advindos do exercício da profissão de jornalista no mercado de valores mobiliários e, para tanto, será subdividido em quatro partes, cada uma tratando de diferentes problemáticas: a) conflito de interesses; b) inexatidão da informação divulgada e fontes de informação; c) falta de conhecimento técnico; e d) atuação como *outsiders*. Com a relação de possíveis problemas em mente, é mais fácil refletir sobre como a regulação poderia auxiliar na resolução destes ou na prevenção à sua ocorrência.

3.2.1. Conflito de Interesses

Um conflito de interesses, para M. V. RIBEIRO, é a incompatibilidade entre direitos e deveres privados e deveres fiduciários:

(...) uma situação na qual dois ou mais interesses estão legitimamente presentes e competindo ou conflitando. Sob uma ótica jurídica, o conflito de interesses pode ser definido como uma incompatibilidade real ou aparente entre direitos e deveres privados de um indivíduo e seus deveres fiduciários.¹³⁰

No jornalismo, existe um direito fundamental do cidadão à informação, que abrange seu direito de informar, de ser informado e de ter acesso à informação, conforme preconiza a Federação Nacional dos Jornalistas (FENAJ) no artigo 1º do “Código de Ética dos Jornalistas Brasileiros”. Portanto, o dever fiduciário principal do jornalista é informar.

Ocorre que o jornalista financeiro pode ser também um investidor, e não há qualquer vedação a este acúmulo de papéis no mercado de valores mobiliários. Contudo, esta situação pode gerar um conflito de interesses nos casos em que o jornalista resolver publicar informações sobre um ativo contido em sua carteira de investimentos ou sobre um ativo que

¹³⁰ RIBEIRO, Marcelo Vieira, *Analistas de Investimento – Aspectos Econômicos e Regulatórios*, p. 20.

ele pretenda adquirir num futuro próximo. O jornalismo financeiro aparenta ser o mais propenso a gerar conflitos de interesse, conforme declara D. TAMBINI:

All journalism has to face issues of conflict of interest, but such issues are particularly pronounced in relation to financial journalism. The interest of the reader, investor or market may be in conflict with the private interest of the journalist if for example the journalist or an associate has a shareholding or some other stake in a company they are reporting on. The temptation may be to withhold information that could hurt the company in question or publish information that favours it, or engage in profit-driven market manipulation.¹³¹

O conflito de interesses surge pois o jornalista, no seu papel de investidor, possui interesses privados que podem ser contrários ao seu dever fiduciário como jornalista. Como investidor, o jornalista deseja a maximização de seus lucros, e pode ocorrer que o dever de divulgar uma determinada informação (em razão de seu papel de jornalista) cause exatamente o contrário, ou seja, acarrete prejuízo aos investimentos do jornalista. O prejuízo citado ocorre, por exemplo, quando há divulgação de dado “negativo” sobre a empresa emissora do ativo de titularidade do jornalista, e este, quando recebido pelo mercado, acarreta na desvalorização do referido ativo.

M. V. RIBEIRO, ainda sobre a definição de “conflito de interesses”, entende que este é uma situação onde a oportunidade de abuso, ou melhor, desvio de conduta, aparece¹³². Um jornalista, seja qual for a área de sua atuação, em razão de sua profissão, tem acesso às informações relevantes antes do público, afinal, geralmente ele é o difusor da informação ao público.

Considerando este acesso privilegiado a informações que o jornalista possui, observa-se que nisto reside a oportunidade de abuso, e não é improvável existirem profissionais de imprensa que intencionalmente divulguem ou deixem de divulgar uma determinada informação relevante apenas para não prejudicar os seus investimentos pessoais em valores mobiliários. Ou ainda, escolham o melhor momento e forma de divulgar a informação, para poder transacionar no mercado de capitais com alguma vantagem sobre os demais investidores.

¹³¹ TAMBINI, Damian, *What are financial journalists for?* p. 9.

¹³² RIBEIRO, Marcelo Vieira, *Analistas de Investimento – Aspectos Econômicos e Regulatórios*, p. 20.

Alberto Dines, editor do Observatório da Imprensa¹³³, consultado pela Revista Capital Aberto sobre o problema relativo ao conflito de interesses no jornalismo financeiro, lembra que este existe desde o início da cobertura econômica no país. O jornalista também destaca que já se deparou com uma situação real:

Em 1962, quando trabalhava no Jornal do Brasil, contratamos um jovem que entendia de finanças para fazer comentários sobre a bolsa de valores. (...) Pouco tempo depois, descobri que ele tinha uma corretora e ponderei que aquela situação não poderia continuar. Ele concordou e saiu do jornal. Seu nome era Jorge Paulo Lemman.¹³⁴

O editor citado acima atuou de forma ética e em conformidade com o bom funcionamento do mercado de capitais, e não foi necessária nenhuma norma reguladora exigindo a referida conduta, mas e se ele não tivesse agido dessa forma? É necessário implementar normas que possam regular a matéria e prevenir a ocorrência de conflitos de interesses.

3.2.2. *Inexatidão da Informação Divulgada e Fontes de Informação*

A inexatidão das informações divulgadas no mercado de capitais também pode causar danos incalculáveis aos seus participantes. No entanto, para caracterizar uma “informação inexata”, é preciso, primeiramente, passar pelos conceitos de veracidade objetiva e subjetiva, para então verificar se os jornalistas têm ou não compromisso com tais veracidades.

O presente item vale-se da obra de G. D. C. PEREIRA¹³⁵ para esclarecer que a veracidade em sentido objetivo é aquela na qual se analisa se houve adequação entre o ato comunicativo e a realidade, sem alterações, ou seja, exatidão. O sentido subjetivo, por sua vez, é aquele que relativiza a verdade, que não verifica a exatidão, apenas constata se houve cumprimento de certos deveres ético-jurídicos do sujeito que divulgou a informação.

¹³³ De acordo com o site do próprio Observatório de Imprensa, segue breve explanação: “O Observatório da Imprensa é uma iniciativa do Projor – Instituto para o Desenvolvimento do Jornalismo e projeto original do Laboratório de Estudos Avançados em Jornalismo (Labjor), da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). É um veículo jornalístico focado na crítica da mídia, com presença regular na internet desde abril de 1996. (...)”, disponível em: <<http://www.observatoriodaimprensa.com.br/pages/oihistoria>>, acesso em 18/01/2013.

¹³⁴ BARCELLOS, Marta, *Liberdade x proteção*, p. 36.

¹³⁵ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, p. 157 e ss.

Ligada ao conceito de “verdade subjetiva” está a questão da “fonte informativa qualificada”. Segundo esta, mesmo que o jornalista publique informações inexatas ou falsas, ele não será responsabilizado se ele se utilizou de uma fonte confiável, que mereça crédito.

G. D. C. PEREIRA diz ainda que:

Uma importante tendência, tanto jurisprudencial quanto doutrinária, vem defendendo que, sob o ponto de vista do direito, não tem sentido exigir dos meios de comunicação a verdade objetiva, isto é, a efetiva adequação do narrado ao ocorrido, devendo o ordenamento jurídico contentar-se com a verdade subjetiva, crença na veracidade.¹³⁶

Porém, o autor critica tal entendimento. Para ele, do jornalismo deveria ser exigida a veracidade objetiva, pois a subjetiva concederia imunidade ilimitada para que a imprensa deixasse de lado seu compromisso com a verdade, ou seja, faria com que os jornalistas não dispensassem esforços em investigações sobre a veracidade dos dados coletados por ele.

O jornalista L. NASSIF¹³⁷ relata dois episódios que demonstram não só a relevância do profissional no mercado de capitais, principalmente para o pequeno investidor (como observado no item 2.1 deste trabalho), como também os danos que a divulgação de informações incorretas pode causar.

O primeiro é sobre o jornal Folha de São Paulo ter divulgado, em 13.01.2013, notícia sobre a uma convocação extraordinária do CMSE (Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico) realizada pelo governo em função do risco de racionamento de energia. Embora a notícia fosse falsa, e tivesse sido desmentida no site do Ministério das Minas e Energia, houve consequências. O autor explica que no mercado de energia atuam apenas profissionais, e por isso não houve mudanças nas cotações, já que estes possuem mais formas de acessar a informação correta. Todavia, no ambiente da bolsa de valores, onde há investidores menores, as cotações dos ativos emitidos pelas companhias elétricas oscilaram bastante. Após a notícia falsa, as ações tiveram queda em seus preços e só dois dias depois voltaram a subir. Como diz o jornalista, nessa movimentação muitos investidores ganharam dinheiro à custa dos que perderam.

O segundo caso é sobre a Revista Veja, que teria divulgado uma notícia sobre a fusão entre os bancos Bradesco e Santander. A revista providenciou a correção do seu erro, mas,

¹³⁶ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, p. 99.

¹³⁷ NASSIF, Luis, *O mercado de capitais e o jogo da notícia*.

assim como no caso relatado acima, tal ato não foi obstáculo às oscilações dos preços dos valores mobiliários destas instituições financeiras.

L. NASSIF critica a atuação dos jornalistas nestes casos e diz que em países modernos existem modelos de autorregulação que fiscalizam severamente os abusos que possam distorcer os preços dos ativos¹³⁸. A sugestão de utilizar a autorregulação para este tipo de situação será objeto de análise no presente trabalho (no item 4.3.2, que discorrerá sobre a proposta da CVM e o item 6.4.2).

Interligado com o tema da inexatidão da informação divulgada, há a questão da fonte de informação (por isso os dois temas foram agrupados no presente item do trabalho). A Lei de Imprensa dizia que o sigilo sobre as fontes deveria ser resguardado, pois seria um direito do jornalista. A Lei de Imprensa, no caput do seu art. 7º e em seu art. 71, dispunha o seguinte sobre as fontes de informação:

Art . 7º No exercício da liberdade de manifestação do pensamento e de informação não é permitido o anonimato. Será, no entanto, assegurado e respeitado o sigilo quanto às fontes ou origem de informações recebidas ou recolhidas por jornalistas, radiorepórteres ou comentaristas.
(...) (Grifo nosso)

Art . 71. Nenhum jornalista ou radialista, ou, em geral, as pessoas referidas no art. 25, poderão ser compelidos ou coagidos a indicar o nome de seu informante ou a fonte de suas informações, não podendo seu silêncio, a respeito, sofrer qualquer sanção, direta ou indireta, nem qualquer espécie de penalidade. (Grifo nosso)

Com a declaração do STF sobre a não compatibilidade da Lei de Imprensa com a Constituição Federal, resta o “Código de Ética dos Jornalistas Brasileiros” da FENAJ, que prevê, em seu artigo 5º, que é direito do jornalista resguardar o sigilo da fonte. Tal direito é importante para garantir a liberdade do exercício do jornalismo. Porém, no mercado de capitais, tal direito pode gerar uma imunidade inadequada, já que o jornalista pode divulgar uma informação falsa sobre algum participante do mercado, por exemplo, e alegar que obteve a informação de uma fonte sigilosa.

Um caso interessante que pode ser utilizado para ilustrar o tema do presente item 3.3.2 é o Processo Administrativo nº RJ2005/4244¹³⁹. Neste caso, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) da CVM detectou uma irregularidade em matéria publicada no jornal Valor Econômico, que continha informações sobre a oferta pública primária e

¹³⁸ NASSIF, Luis, *O mercado de capitais e o jogo da notícia*.

¹³⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ata da Reunião do Colegiado de 25.04.2008*.

secundária de ações ordinárias de emissão da Lojas Renner S.A. (“Renner”), cujo registro tinha sido concedido pela CVM em 30.06.05.

A matéria, publicada em 04.07.05, continha determinadas declarações atribuídas ao Diretor Presidente da Renner, José Galló, acerca da referida oferta de ações¹⁴⁰. Os problemas que a CVM levantou foram os seguintes: a) a matéria teria sido publicada durante o período em que este tipo de informação é proibido, o “período de silêncio” estabelecido pela ICVM 400, mais especificamente no artigo 48, inciso IV¹⁴¹; e b) violação à obrigação disposta no art. 49 da mesma norma¹⁴².

A Renner foi oficiada pela CVM e protocolou resposta, em 08.12.05, argumentando que não houve autorização da empresa para a divulgação de quaisquer informações pelo jornalista do Valor Econômico, conforme argumentação que vale a transcrição:

Informamos que a referida matéria veiculada na imprensa baseou-se em esclarecimentos prestados pelo Sr. José Galló, Diretor Presidente da Companhia, durante solenidade organizada e patrocinada pela Bolsa de Valores de São Paulo

¹⁴⁰ Seguem alguns trechos da matéria do Valor Econômico transcritos no parecer do Comitê de Termo de Compromisso, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5988-0.HTM>, acesso em 21/08/2012: "As lojas Renner usará parte do dinheiro captado na oferta pública de ações para a abertura de 32 novas lojas no país nos próximos quatro anos. Dos R\$ 232 milhões levantados no aumento de capital, cerca de R\$ 40 milhões serão investidos em novos pontos-de-venda. Outros R\$ 100 milhões ainda podem ser usados para a expansão da Renner se houver demanda por um lote adicional.

Das 32 inaugurações previstas, 17 serão no Nordeste, região onde a Renner ainda não atua. As demais lojas serão no Sul, Sudeste e Centro-Oeste do país. ‘Serão cerca de oito lojas por ano, o que representa o dobro do nosso atual ritmo de crescimento’, afirma José Galló, presidente da Renner. Hoje, a rede tem 64 unidades. (...)

Segundo Galló, a J.C. Penny vendeu sua operação no Brasil porque está passando por uma reestruturação nos Estados Unidos. ‘Eles querem focar a operação nos Estados Unidos. O Brasil representa apenas 3% das vendas totais’, afirma o presidente da Renner. (...)

De acordo com Galló, executivos da J.C. Penny vieram visitar o Brasil no ano passado para conhecer o conceito de vender roupas para diversos estilos de se vestir, da mulher mais tradicional àquela que busca artigos de moda. ‘A J.C. Penny é mais massificada, enquanto o Brasil conseguiu se diferenciar. Agora esse modelo será adotado lá’, afirma Galló. (...)

Ao longo dos sete anos de operação no Brasil, apenas uma marca da J.C. Penny foi trazida ao país, a St. John’s Bay. Ela ainda será usada por mais um ano por meio do pagamento de uma licença. ‘Depois vamos retirar essa marca porque os brasileiros nunca conseguiram pronunciar o nome dela corretamente’, diz o presidente.

Nessa troca de experiência entre o Brasil e Estados Unidos, Galló brinca que a Renner saiu em desvantagem. ‘Eles vão copiar a estratégia adotada no Brasil, mas nós não vamos receber nenhum royalty!’."

¹⁴¹ “Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM: (...) IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último; e”

¹⁴² “Art. 49. Para todos os efeitos do art. 48, a emissora, o ofertante e as Instituições Intermediárias deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no Prospecto, devendo encaminhar tais documentos e informações à CVM, na forma do art. 50.”

(‘Bovespa’) ocorrida em 01.07.2005, na qual estavam presentes possivelmente jornalistas.

Durante a mencionada solenidade, informamos que o Sr. José Galló limitou-se a esclarecer aos presentes informações já disponibilizadas aos investidores através do prospecto (‘o Prospecto’) relativo à oferta pública de ações de emissão da Companhia (‘a Oferta’), nos termos do quanto constante no Prospecto, sendo certo que, em nenhum momento, foi autorizada pelo Sr. José Galló ou pela Companhia a publicação do texto divulgado no Jornal Valor Econômico.

Nesse sentido, a Companhia não confirma o teor das declarações contidas na matéria do Jornal Valor Econômico, cabendo destacar que qualquer incongruência entre o conteúdo da aludida matéria e o quanto disposto no Prospecto deve-se, única e exclusivamente, à interpretação de eventuais jornalistas presentes na solenidade patrocinada pela Bovespa.

Por fim, a Companhia entende que não descumpriu o quanto disposto no inciso IV do art. 48 da Instrução CVM 400/03, não tendo se manifestado na mídia sobre a oferta ou sobre o ofertante antes do anúncio de encerramento da distribuição da Oferta, e tendo se limitado a (i) participar de evento organizado e patrocinado pela própria Bovespa; e (ii) prestar esclarecimentos, em aludido evento, acerca do quanto já divulgado ao mercado em geral nos termos do Prospecto.¹⁴³ (Grifos nossos)

Em 18.10.07, José Galló reiterou os argumentos retrotranscritos perante a CVM e acrescentou que:

o volume de ações negociadas pela Companhia na Bovespa, a partir da publicação da matéria no Jornal Valor Econômico, não sofreu qualquer alteração significativa que justificasse comunicação da Companhia sobre o assunto

(...)

nesse sentido, não há que se falar em prejuízo ou vantagem a investidores em função da publicação de referida matéria ou da falta de manifestação da Companhia sobre o assunto

(...)

as ações de emissão da Companhia referentes ao lote suplementar somente foram colocadas para suportar a alta demanda já existente no âmbito do período regular da Oferta.

José Galló, em nome da Renner, propôs celebrar Termo de Compromisso¹⁴⁴ com a CVM, previamente à instauração de Processo Administrativo Sancionador, para o pagamento de R\$40.000,00 (quarenta mil reais) ou a oportunidade de apresentar propostas alternativas, caso os membros do Comitê de Termo de Compromisso não concordassem com a proposta.

O Comitê da CVM, após sugerir o aditamento da proposta de celebração de Termo de Compromisso para alterar o valor de pagamento para a quantia de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais), aceitou a proposta da Renner.

¹⁴³ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5988-0.HTM>, acesso em 21/08/2012.

¹⁴⁴ Para maiores informações sobre o Termo de Compromisso, vide parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 e a Deliberação CVM nº 390, de 08/05/2001.

Diante da celebração do Termo de Compromisso, não foi instaurado o Processo Administrativo Sancionador, portanto o mérito não foi analisado pela CVM. De qualquer forma, a simples existência deste caso dá abertura para discussões sobre a atuação do jornalista e os problemas de inexatidão das informações e das fontes de informação.

Sobre o período de silêncio, a Renner se defendeu declarando que ela não se manifestou na mídia sobre a oferta ou o ofertante, mas que o Diretor Presidente apenas prestou esclarecimentos durante solenidade organizada pela BM&FBOVESPA, e que o jornalista do Valor Econômico provavelmente se baseou nas informações deste evento para publicação da matéria, sem autorização da Renner.

Acerca da violação da obrigação do art. 49 da ICVM 400, a Renner alegou que a informação discrepante entre a matéria jornalística e o prospecto da oferta foi fruto de interpretação dos jornalistas.

O art. 49 da ICVM 400 é claro, a emissora, neste caso a Renner, deverá assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no Prospecto.

Nota-se que se está diante de um caso diferenciado, será que a emissora deve ser responsabilizada por qualquer informação divulgada na mídia durante o “período de silêncio”? O caso da Renner não chegou à fase de análise das provas, mas a título de discussão: a entidade emissora deve ser responsabilizada mesmo que fique comprovada a inexistência de relação entre o emissor e a fonte de informações utilizada pelo veículo da mídia que divulgou informações no “período de silêncio”? A emissora deve continuar obrigada a assegurar a precisão e conformidade das informações, mesmo quando não houve autorização da emissora para divulgação de informações? Em caso positivo, como o emissor fará este controle prévio à publicação?

Como o foco do presente trabalho é a atuação do jornalista, presumir-se-á que a Renner comprovadamente não cometeu nenhum dos ilícitos a ela atribuídos, assim restará para análise deste trabalho um caso de atuação irregular de jornalista financeiro. Partindo desta presunção, ou seja, ficando comprovado que não houve autorização do emissor para a publicação de informações, parece que não há que se falar em penalização do emissor, tendo em vista que é impossível manter um controle prévio de tudo que é divulgado sobre o emissor (ou a oferta) em todos os meios de comunicação existentes.

Porém, como fica a situação do jornalista que divulgou informações erradas (incongruentes com as informações do Prospecto) e sem autorização do emissor? Não houve

decisão de mérito, mas se houvesse, será que o jornalista seria penalizado, mesmo que ficasse comprovado que a matéria foi divulgada a partir de informações falsas ou obtidas de forma ilícita (sem autorização e no período de silêncio)? E se o jornalista tivesse alegado que recebeu as informações erradas de uma fonte sigilosa? A resposta não é tão simples, pois esbarra nos direitos do jornalista, na liberdade de imprensa, conforme será descrito no decorrer do presente trabalho. No item 6.1 deste trabalho, serão analisadas as normas atualmente existentes que podem ser aplicadas aos jornalistas que atuem de forma contrária ao bom funcionamento do mercado de capitais, e tal estudo será relevante para verificar se elas são suficientes ou se é necessária uma regulação específica da atividade destes jornalistas financeiros.

Outro caso interessante que faz refletir sobre a atuação do jornalista no mercado de capitais é aquele relatado na Ata da Reunião do Colegiado da CVM nº 45, de 08.11.05, sobre a oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de emissão da Cosan S.A. Indústria e Comércio (“Cosan”)¹⁴⁵.

O site da CVM não traz o voto do relator com maiores detalhes, mas pelo resumo que lá consta, verifica-se que trata-se de recurso apresentado pela Cosan e pelo Banco Morgan Stanley Dean Witter S.A. (“Morgan Stanley”) ao Colegiado da CVM contra decisão que determinou a suspensão da oferta acima citada pelo prazo de quinze dias. A suspensão foi embasada pelo julgador na violação do artigo 48, IV e V “a” e no artigo 49 da ICVM 400, já citados no presente item quando tratamos do Caso Renner acima, artigos estes que tratam do período de silêncio e da precisão e conformidade das informações divulgadas pelas instituições intermediárias ao público investidor.

Segundo a CVM, mais precisamente a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) que primeiramente julgou este caso, os representantes da Cosan e do Morgan Stanley teriam dado uma entrevista à Revista Dinheiro Rural, edição de 13.11.05, contendo declarações sobre a oferta de valores mobiliários que não estariam refletidas no prospecto disponibilizado ao público durante o período de silêncio.

No recurso à decisão da SRE, alegou-se que as declarações otimistas feitas sobre a oferta de ações da Cosan tinham sido erroneamente atribuídas a representante dos participantes da oferta, e, para tanto, juntaram declaração do jornalista responsável pela matéria da Revista Dinheiro Rural afirmando tal ponto.

¹⁴⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Ata da Reunião do Colegiado da CVM nº 45*, de 08.11.05.

Apreciando o recurso, o Colegiado da CVM decidiu acolhê-lo parcialmente e reduzir o prazo de suspensão da oferta, desde que o conteúdo da matéria jornalística fosse esclarecido em anúncio de ampla divulgação, com o objetivo de não permitir que os investidores sejam influenciados por uma informação incorreta.

Tal como no Caso Renner, não é possível saber se o jornalista atuou de forma errônea, pois não se tem certeza se ele atribuiu as declarações aos representantes da Cosan e do Morgan Stanley por conta própria, para dar maior credibilidade à sua matéria, ou se ele realmente recebeu as informações das referidas empresas e, após a condenação pela CVM, resolveu mudar de ideia e auxiliar a empresa a conseguir reduzir o prazo de suspensão da oferta.

Fazendo o mesmo exercício do Caso Renner e imaginando-se que o jornalista agiu de forma incorreta, atribuindo informações a determinados participantes do mercado de capitais que não fizeram tais declarações, o que se deve fazer ao jornalista? Ele não deveria sofrer algum tipo de sanção para coibir que esta prática volte a ocorrer?

Reportagem da Revista Capital Aberto¹⁴⁶ demonstra que, após incidentes semelhantes os descritos acima (Renner e Cosan), os jornalistas passaram a ser proibidos de entrar em apresentações de oferta pública de ações, por exemplo. O texto noticia um episódio ocorrido com a jornalista Maria Christina Carvalho, editora de finanças do jornal Valor Econômico, em que ela foi barrada pela empresa emissora dos ativos com a justificativa de que a empresa poderia ser punida pela CVM se o jornal publicasse algo no “período de silêncio”.

Observa-se que a falta de regulação sobre a atuação do jornalista no mercado de capitais causa dúvidas sobre como agir diante destes profissionais. Se uma companhia, por exemplo, permite que os jornalistas tenham acesso às suas informações, ela pode correr o risco deles distorcerem tais informações ou publicá-las em momento não oportuno. Por outro lado, se a companhia impede o acesso dos jornalistas, pode estar esbarrando na liberdade de imprensa destes e impedindo que a informação seja democratizada no mercado de capitais (como visto no item 3.1 deste trabalho, que trata da função de “agente coletivizador” do jornalismo financeiro).

Em reportagem já citada no item 3.2.1 deste trabalho, o editor Alberto Dines diz que esta é “(...) uma daquelas situações em que todos os lados estão certos: a imprensa, não

¹⁴⁶ BARCELLOS, Marta, *Liberdade x proteção*, pp. 34-36.

querendo restrições, e o órgão regulador, tentando impedir que as informações fiquem vulneráveis à manipulação. O debate é mais importante do que descobrir quem tem razão.”¹⁴⁷

3.2.3. Falta de Conhecimento Técnico

É sabido que os assuntos pertinentes ao mercado de valores mobiliários são extremamente específicos e que é necessário conhecimento técnico para a expressão de opiniões consistentes e para o manuseio dos dados. É por isso que a CVM regulou a profissão dos analistas de investimentos (que será tema do item 4.2 adiante), por exemplo, de modo a exigir que sejam credenciados por entidades que venham a aferir, por meio de exames de ética e qualificação técnica, se os candidatos estão aptos a exercer a atividade¹⁴⁸.

Antes mesmo da regulação da atividade pela CVM, já era possível detectar o alto nível educacional dos analistas, em estudo feito por N. EIZIRIK¹⁴⁹, em 1987, realizado nas cidades de São Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre e Brasília, vide quadro-síntese:

Formação Universitária Completa	Praticamente 100%
Mestrado	19%

Quadro 1: Formação acadêmica dos analistas de valores mobiliários em 1987.

Áreas de Concentração	
1º	Economia
2º	Administração
3º	Ciências Contábeis

Quadro 2: Áreas de concentração da formação universitárias dos analistas de valores mobiliários em 1987.

Ademais, de acordo com a ICVM 483, os analistas necessitam se credenciar em entidade autorreguladora que institua programa de educação continuada. Os analistas credenciados pela APIMEC devem, a cada cinco anos, provar o cumprimento de 160 horas de atividades de formação técnica (o que inclui cursos, seminários etc.) que correspondam a 40

¹⁴⁷ BARCELLOS, Marta, *Liberdade x proteção*, p. 35.

¹⁴⁸ O artigo 7º, inciso IV, da Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010.

¹⁴⁹ EIZIRIK, Nelson, *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*, p. 236 e ss.

créditos. No caso das 160 horas não serem comprovadas, o analista deve realizar o exame de reciclagem que a APIMEC aplica¹⁵⁰.

Constata-se que a preocupação da CVM, no caso deste tipo de profissional, foi além da certificação para alcançar também a atualização do analista de investimentos. A preocupação da CVM é muito pertinente, tendo em vista que trata-se de um mercado em constante evolução, e que demanda dos seus profissionais tal atualização de conhecimentos técnicos.

De outro lado, o jornalista brasileiro não necessita nem de diploma de Jornalismo para atuar como profissional, o Supremo Tribunal Federal (STF) julgou no Recurso Extraordinário (RE) 511.961¹⁵¹ a favor da inconstitucionalidade da exigência do inciso V do artigo 4º do Decreto-Lei nº 972 de 17 de outubro de 1979¹⁵² (“Decreto-Lei 972”), que trata da obrigatoriedade de diploma em Curso Superior de Jornalismo.

¹⁵⁰ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Agora, é aperfeiçoar e educar*, p. 9.

¹⁵¹ O acórdão do RE/511961, interposto no Supremo Tribunal Federal pelo Ministério Público Federal e pelo Sindicato das Empresas de Rádio e Televisão no Estado de S. Paulo (SETERSP), cuja ementa segue parcialmente transcrita abaixo, está disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605643>, acesso em 29/08/2012:

“EMENTA: JORNALISMO. EXIGÊNCIA DE DIPLOMA DE CURSO SUPERIOR, REGISTRADO PELO MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO, PARA O EXERCÍCIO DA PROFISSÃO DE JORNALISTA. LIBERDADES DE PROFISSÃO, DE EXPRESSÃO E DE INFORMAÇÃO. CONSTITUIÇÃO DE 1988 (ART. 5º, IX E XIII, E ART. 220, CAPUT E § 1º). NÃO RECEPÇÃO DO ART. 4º, INCISO V, DO DECRETO-LEI Nº 972, DE 1969. (...) **5. JORNALISMO E LIBERDADES DE EXPRESSÃO E DE INFORMAÇÃO. INTEPRETAÇÃO DO ART. 5º, INCISO XIII, EM CONJUNTO COM OS PRECEITOS DO ART. 5º, INCISOS IV, IX, XIV, E DO ART. 220 DA CONSTITUIÇÃO.** O jornalismo é uma profissão diferenciada por sua estreita vinculação ao pleno exercício das liberdades de expressão e de informação. O jornalismo é a própria manifestação e difusão do pensamento e da informação de forma contínua, profissional e remunerada. Os jornalistas são aquelas pessoas que se dedicam profissionalmente ao exercício pleno da liberdade de expressão. O jornalismo e a liberdade de expressão, portanto, são atividades que estão imbricadas por sua própria natureza e não podem ser pensadas e tratadas de forma separada. Isso implica, logicamente, que a interpretação do art. 5º, inciso XIII, da Constituição, na hipótese da profissão de jornalista, se faça, impreterivelmente, em conjunto com os preceitos do art. 5º, incisos IV, IX, XIV, e do art. 220 da Constituição, que asseguram as liberdades de expressão, de informação e de comunicação em geral. **6. DIPLOMA DE CURSO SUPERIOR COMO EXIGÊNCIA PARA O EXERCÍCIO DA PROFISSÃO DE JORNALISTA. RESTRIÇÃO INCONSTITUCIONAL ÀS LIBERDADES DE EXPRESSÃO E DE INFORMAÇÃO.** As liberdades de expressão e de informação e, especificamente, a liberdade de imprensa, somente podem ser restringidas pela lei em hipóteses excepcionais, sempre em razão da proteção de outros valores e interesses constitucionais igualmente relevantes, como os direitos à honra, à imagem, à privacidade e à personalidade em geral. Precedente do STF: ADPF nº 130, Rel. Min. Carlos Britto. A ordem constitucional apenas admite a definição legal das qualificações profissionais na hipótese em que sejam elas estabelecidas para proteger, efetivar e reforçar o exercício profissional das liberdades de expressão e de informação por parte dos jornalistas. Fora desse quadro, há patente inconstitucionalidade da lei. A exigência de diploma de curso superior para a prática do jornalismo - o qual, em sua essência, é o desenvolvimento profissional das liberdades de expressão e de informação - não está autorizada pela ordem constitucional, pois constitui uma restrição, um impedimento, uma verdadeira supressão do pleno, incondicionado e efetivo exercício da liberdade jornalística, expressamente proibido pelo art. 220, § 1º, da Constituição. (...)”

¹⁵² O artigo 4º diz que “O exercício da profissão de jornalista requer prévio registro no órgão regional competente do Ministério do Trabalho e Previdência Social que se fará mediante a apresentação de: (...) V -

De acordo com o referido Decreto-Lei 972, a fiscalização do cumprimento da exigência seria realizada pelos Auditores-Fiscais do Trabalho e pelas Delegacias Regionais do Trabalho, sendo aplicável aos infratores multa variável de uma a dez vezes o maior salário-mínimo vigente no país. Além da multa, o exercício da atividade jornalística em desacordo com o Decreto-Lei 972 poderia, em tese, enquadrar-se no tipo previsto no art. 47¹⁵³ do Decreto-Lei n.º 3.688, de 3 de outubro de 1941 (Lei de Contravenções Penais), e até cominar em pena de prisão de quinze dias até três meses.

O Ministério Público Federal (MPF) foi o autor da ação que resultou no Recurso Extraordinário (RE) nº 511.961, e o Sindicato das Empresas de Rádio e Televisão no Estado de São Paulo (SETERSP) foi admitido no processo como seu assistente simples.

Em síntese, dentre outros pontos, argumentou-se que o art. 4º, inciso V, do Decreto-Lei 972, não foi recepcionado pela Constituição de 1988, pois viola o art. 5º, incisos IX¹⁵⁴ e XIII¹⁵⁵ e o art. 220¹⁵⁶ da Constituição Federal, e que a restrição feita pelo supracitado art. 5º, inciso XIII, que trata das qualificações profissionais que a lei pode estabelecer para o exercício de determinadas profissões, refere-se somente a atividades que exigem conhecimentos técnicos específicos para o seu exercício regular, sem os quais haja dano à coletividade (profissionais da área da Saúde, por exemplo).

diploma de curso superior de jornalismo, oficial ou reconhecido registrado no Ministério da Educação e Cultura ou em instituição por este credenciada, para as funções relacionadas de ‘a’ a ‘g’ no artigo 6º.”

¹⁵³ “Art. 47. Exercer profissão ou atividade econômica ou anunciar que a exerce, sem preencher as condições a que por lei está subordinado o seu exercício: Pena – prisão simples, de quinze dias a três meses, ou multa, de quinhentos mil réis a cinco contos de réis.”

¹⁵⁴ “IX - é livre a expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação, independentemente de censura ou licença;”

¹⁵⁵ “XIII - é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer;”

¹⁵⁶ “Art. 220. A manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo não sofrerão qualquer restrição, observado o disposto nesta Constituição.

§ 1º - Nenhuma lei conterá dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social, observado o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV.

§ 2º - É vedada toda e qualquer censura de natureza política, ideológica e artística.

§ 3º - Compete à lei federal:

I - regular as diversões e espetáculos públicos, cabendo ao Poder Público informar sobre a natureza deles, as faixas etárias a que não se recomendem, locais e horários em que sua apresentação se mostre inadequada;

II - estabelecer os meios legais que garantam à pessoa e à família a possibilidade de se defenderem de programas ou programações de rádio e televisão que contrariem o disposto no art. 221, bem como da propaganda de produtos, práticas e serviços que possam ser nocivos à saúde e ao meio ambiente.

§ 4º - A propaganda comercial de tabaco, bebidas alcoólicas, agrotóxicos, medicamentos e terapias estará sujeita a restrições legais, nos termos do inciso II do parágrafo anterior, e conterá, sempre que necessário, advertência sobre os malefícios decorrentes de seu uso.

§ 5º - Os meios de comunicação social não podem, direta ou indiretamente, ser objeto de monopólio ou oligopólio.

§ 6º - A publicação de veículo impresso de comunicação independe de licença de autoridade.”

O MPF expôs que o legislador não pode impor restrições indevidas e não razoáveis ao exercício da atividade jornalística, e, que a exigência de diploma estaria sob estes rótulos, pois a atividade jornalística é uma atividade intelectual desprovida de especificidade.

Para o MPF, os principais requisitos para o regular desempenho da atividade jornalística são a ética e o conhecimento acerca do assunto a ser abordado, e que ambos não são matérias lecionadas exclusivamente em faculdades, mas decorrentes da experiência de vida do indivíduo.

À primeira vista, poder-se-ia pensar que os jornalistas seriam contrários à exigência de diploma de Jornalismo, mas o ingresso de duas entidades de classe importantes no pólo passivo da ação, a Federação Nacional dos Jornalistas - FENAJ e o Sindicato dos Jornalistas Profissionais no Estado de São Paulo, na qualidade de assistentes simples da União (ré), mostra que não é exatamente assim, existem opiniões divididas para ambos os lados. Na época a FENAJ preparou documento denominado “Manifesto à Nação”, disponível em seu *website*, no qual há a seguinte declaração:

É direito da sociedade receber informação apurada por profissionais com formação teórica, técnica e ética, capacitados a exercer um jornalismo que efetivamente dê visibilidade pública aos fatos, debates, versões e opiniões contemporâneas. Os brasileiros merecem um jornalista que seja, de fato e de direito, profissional, que esteja em constante aperfeiçoamento e que assuma responsabilidades no cumprimento de seu papel social.¹⁵⁷ (Grifos nossos)

A União e os assistentes afirmaram que o Decreto-Lei 972 foi recepcionado pela Constituição Federal, pois apenas disciplina as questões relacionadas aos conhecimentos técnicos e específicos da área de jornalismo, em conformidade com o que estabelece o art. 5º, inciso XIII. Segundo eles, a profissão de jornalista requer sim qualificação profissional específica, pois é necessário que o profissional tenha conhecimento da legislação e de preceitos técnicos específicos necessários para entrevistar, reportar, editar etc., o que se comprova pela existência de várias matérias específicas estudadas nas faculdades de Jornalismo, como, por exemplo: Redação e Edição Jornalística, Pesquisa e Teoria da Comunicação, Ética e Legislação de Comunicação, Relações Públicas e Sociologia.

Ademais, argumentou-se acerca dos riscos que podem advir do exercício irregular da atividade jornalística, e que a exigência de diploma seria uma proteção à sociedade, que

¹⁵⁷ Federação Nacional dos Jornalistas (FENAJ). *Manifesto à Nação – Em defesa do jornalismo, da sociedade e da democracia no Brasil*.

necessita de informação de qualidade, fornecida com responsabilidade. Nesta esteira, a União alegou que:

(...) por ser o jornalismo profissão umbilicalmente ligada à informação e à expressão de idéias, não se sustenta também a idéia de que seu exercício por pessoa inepta não prejudicaria terceiros, vez que o conteúdo de informações incorretas ou inverídicas poderia causar lesões à ordem pública, como já comprovaram inúmeros casos notórios.¹⁵⁸ (Grifo nosso)

O voto do relator do RE, o Ministro Gilmar Mendes, discorre que, embora o art. 5º, inciso XIII, da Constituição Federal trate de restrições que normas infraconstitucionais podem estabelecer para o exercício de determinadas profissões, deve-se examinar se a restrição é compatível com o princípio da proporcionalidade.

Para o Ministro, não há proporcionalidade neste caso de exigência de diploma, pois ele entende que o desempenho da atividade por pessoa inepta não prejudica diretamente direito de terceiro, mas apenas o próprio jornalista, que não conseguirá leitores para suas matérias, seguindo a mesma linha da argumentação do MPF. Para chegar a esta conclusão, o relator se utiliza do critério de defesa social, ou seja, os direitos alheios (da sociedade) só devem ser protegidos (defendidos) do exercício de atividades que necessitem de capacidade técnica por pessoa inábil, do contrário, não há necessidade de defesa social. O Ministro acrescenta que não há no jornalismo nenhum grupo de verdades científicas que sejam indispensáveis para o desempenho da atividade.

Porém, como já explicitado acima, a União levantou uma crítica importante ao argumento de que o desempenho irregular do jornalista não prejudica diretamente terceiros, pois há casos comprovados de divulgação de notícias inverídicas ou incorretas, por exemplo, que prejudicaram terceiros. E é justamente este o foco do presente trabalho, no qual, inclusive, discorrer-se-á sobre alguns casos que ilustram o prejuízo causado a terceiros em razão da atividade dos jornalistas.

Para rebater este argumento, o relator do RE citou um parecer emitido pelo ex-Ministro Eros Grau, sobre o tema:

(..) a profissão de jornalista não reclama qualificações profissionais específicas, indispensáveis à proteção da coletividade, de modo que ela não seja exposta a riscos; ou, em outros termos, o exercício da profissão de jornalista não se dá de modo a poder causar danos irreparáveis ou prejudicar diretamente direitos alheios, sem culpa das vítimas. Dir-se-á, eventualmente, que a atuação do jornalista poderá, sim, prejudicar diretamente direitos alheios, sem culpa da vítima, quando, por exemplo,

¹⁵⁸ Acórdão do RE/511961, p. 13, disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605643>>, acesso em 29/08/2012.

uma notícia não verídica, a respeito de determinada pessoa, vier a ser divulgada. Sucede que esse não é um risco inerente à atividade, ou seja, risco que se possa evitar em função da exigência de que o jornalista frequente regularmente um curso de formação profissional, no qual deva obter aprovação. Estamos, no caso, diante de uma patologia semelhante à que se manifesta quando um motorista atropela deliberadamente um seu desafeto ou quando, em uma página de romance, o cozinheiro introduza veneno no prato a ser servido a determinado comensal. Ainda que o regular exercício da profissão de motorista coloque em risco a coletividade, o exercício regular da profissão de cozinheiro, como da profissão de jornalista, não o faz. De qualquer forma, nenhuma dessas patologias poderá ser evitada mediante qualificação profissional, que não tem o condão de conformar o caráter de cada um. De outra parte, a divulgação de notícia não verídica por engano, o que não é corrente, decorre de causas estranhas à qualificação profissional do jornalista; basta a atenção ordinária para que erros desse tipo sejam evitados.¹⁵⁹ (Grifos nossos)

De acordo com o parecer acima, não há razão para exigir diploma de Jornalismo dos profissionais, já que as hipóteses em que a atividade deles pode prejudicar diretamente direitos alheios não decorrem da falta de conhecimento técnico, mas da falta de ética do profissional, patologias que não seriam evitáveis com o diploma (notícias falsas, calúnia, injúria e difamação, por exemplo), pois são desvios de conduta. O ex-ministro entende que é claro que a faculdade pode e muito ajudar na formação de princípios éticos dos cidadãos, mas que não é elemento essencial.

Em razão da decisão do STF, qualquer pessoa poderá exercer a atividade jornalística. No jornalismo em geral, parece acertada a decisão de não obrigatoriedade de diploma de jornalismo, tendo em vista que a liberdade de expressão deve ser garantida a todos os cidadãos, e o diploma cercearia este direito constitucionalmente garantido. Entretanto, no âmbito do mercado de capitais, a possibilidade de se exigir alguma certificação não é descabida, tendo em vista a importância da informação neste mercado, e os riscos que podem surgir da divulgação de informações erradas ou, embora corretas, divulgadas de forma inapropriada ou em momento não oportuno.

D. TAMBINI entrevistou diversos jornalistas financeiros e editores no Reino Unido e os entrevistados levantaram o problema de falta de especialistas treinados para publicar sobre assuntos relacionados ao mercado de capitais. O autor diz que uma das respostas sobre o tema colhidas nas entrevistas foi a seguinte: “The people that are really skilled go and make loads of money working in the financial sector. Not writing about it.”¹⁶⁰

Sobre esta questão da falta de conhecimento técnico dos jornalistas sobre o mercado de capitais, o relator do RE transcreve parecer de Geraldo Ataliba com sua solução para

¹⁵⁹ Acórdão do RE/511961, pp. 41-42, disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605643>>. Acesso em: 29/08/2012.

¹⁶⁰ TAMBINI, Damian, *What are financial journalists for?*, p. 3.

resolver o problema (o relator não está tratando do mercado de capitais especificamente, mas pode-se transportar a lição). Para ele um jornalista, diplomado ou não, é livre para publicar uma matéria (sobre o mercado de capitais, por exemplo), porém, quando as informações forem técnicas, os dados precisam ser fornecidos ou analisados por especialista (o analista de valores mobiliários, por exemplo, no caso do mercado de capitais):

A segunda interpretação entende que a liberdade ampla da informação jornalística não pode prejudicar o leitor (ouvinte, telespectador) pela transmissão de informações inidôneas, por falta de qualificação profissional das fontes, quando a matéria informada esteja inserida num universo de conhecimentos especializados cujo manejo dependa, legalmente, de qualificação profissional dos seus operadores. Assim, se a saúde é um valor, informação sobre remédios, instrumentos ou processos terapêuticos só pode provir de fonte qualificada formalmente segundo critérios legais; a fonte, nesse caso, será necessariamente um médico, não um palpiteiro, um charlatão, um feitiçeiro etc. Se a matéria da notícia é a queda de uma ponte, as informações técnicas sobre suas causas, circunstâncias ou consequências terão por fonte um engenheiro e não qualquer do povo, ou um mero curioso.

Enfim, o direito à informação - direito do povo a ser informado, com fidelidade, pelos profissionais do jornalismo - há de ser atendido livremente por pessoas argutas, inteligentes, cultas e dotadas de qualidade comunicativas (escrita, fala, boa expressão), com a condição de que (ao transmitirem notícia sobre fatos e fenômenos objeto de conhecimento específico de profissões regulamentadas) sua interpretação e explicação provirão de profissionais formalmente qualificados (diplomados), a que deverão reportar-se os jornalistas. É desse modo que se obedece ao art. 5º, XIII, da Constituição. Assim, qualquer jornalista poderá informar que foi descoberto um remédio contra a AIDS, ou que caiu uma ponte na cidade de Caixa-Prego. Não poderá, porém - seja por opinião pessoal, seja por ouvir leigos - dizer que o remédio tem tais ou quais efeitos, nem que é elaborado com esmero (ou descuido). Nem poderá dizer que a ponte caiu, porque o concreto não tinha o teor de cimento requerido pela ciência. Evidentemente, poderá relatar que uma autoridade pública (delegado, prefeito, deputado etc.) ou profissional (engenheiro, contador etc.) afirmou 'isto ou aquilo'. Porque, então, a responsabilidade por eventual má informação já será do declarante e não do jornalista.¹⁶¹

A solução é boa, mas como estabelecer os limites entre a função do jornalista e do especialista técnico? A minuta da ICVM 388, proposta pela CVM através do Edital de Audiência Pública nº 09/07 (e que será objeto de estudo no item 4.1 deste trabalho), trata do tratamento diferenciado que deve ser dado ao jornalista e ao especialista técnico (o analista de investimentos, no caso) e de quais critérios podem ser adotados para realizar tal distinção entre as duas atividades.

Embora haja decisão do STF, a questão do diploma ainda não está totalmente definida, pois tramita no Senado a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº 33 de 2009¹⁶², de

¹⁶¹ Acórdão do RE/511961, pp. 42-43, disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605643>>, acesso em 29/08/2012.

¹⁶² Para maiores informações, acessar: http://www.senado.gov.br/atividade/materia/detalhes.asp?p_cod_mate=92006, acesso em 17/09/2012.

autoria do Senador Antonio Carlos Valadares (e outros), que pretende acrescentar o art. 220-A à Constituição Federal, para dispor sobre a exigência do diploma de curso superior de comunicação social, habilitação jornalismo, para o exercício da profissão de jornalista. A PEC 33/2009 foi aprovada em segundo turno no Senado, em 07/08/2012, e não houve mais nenhuma atualização sobre o tema.

Na Câmara dos Deputados também tramita outra PEC, a de nº 386/2009¹⁶³, de autoria do Deputado Paulo Pimenta, que pretende incluir o §1º, no Artigo 220 da Constituição Federal, com a seguinte redação:

Nenhuma lei conterá dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social, atendido o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV e observada a necessidade de diploma de curso superior de jornalismo, devidamente registrado nos órgãos competentes, para o exercício da profissão.

Como visto, a formação do jornalista é um assunto atual e muito discutível. O jornalista econômico tem uma responsabilidade diferenciada se comparado aos jornalistas das demais áreas, pois o que ele noticia pode afetar o funcionamento regular do mercado de capitais, causando prejuízos às companhias emissoras e aos investidores. Adicionalmente, tendo em vista a especificidade e complexidade do assunto, há mais riscos de se divulgar uma notícia com conteúdo errado ou de forma incorreta. Em razão disso, independentemente da exigência de diploma em Jornalismo, é necessário refletir sobre a necessidade de exigir dos jornalistas financeiros a comprovação de que possuem conhecimento técnico sobre o mercado de valores mobiliários, mediante algum certificado, por exemplo.

3.2.4. “Outsiders”

Outra questão problemática que pode surgir da atuação dos jornalistas no mercado de capitais é a da divulgação de informações privilegiadas. Como dito anteriormente, o jornalista possui acesso a muitas informações antes do mercado em geral, e pode ocorrer que ele divulgue a informação antes que o agente responsável por esta função o faça da maneira correta (alertando todo o mercado a um só tempo, como demanda o princípio do *full disclosure*) e pelos meios adequados (prospecto, comunicado de fato relevante etc.)

¹⁶³ Para maiores informações, acessar: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=441295>, acesso em 17/09/2012.

Pessoas que possuem acesso a informações privilegiadas, em razão de sua atividade, mas que não trabalham na empresa possuidora das informações, podem ser chamadas de “outsiders”. Portanto, os *outsiders* são pessoas que, diferentemente dos *insiders* (estes últimos também denominados de “*corporate insiders*”, conforme descrito no item 2.2.2 do presente trabalho), não trabalham internamente na companhia, geralmente são advogados, contadores, e outros profissionais do gênero que mantém certo relacionamento com a companhia.

O conceito de “outsiders” surgiu a partir do caso *Dirks v Securities and Exchange Commission* (doravante “Caso Dirks”), julgado na Suprema Corte norte-americana, em 1º de julho de 1983¹⁶⁴. Dirks era um empregado de uma corretora e sua especialidade era a elaboração de análises e relatórios sobre ativos emitidos por companhias seguradoras, com o objetivo de orientar o investimento de investidores institucionais. Certa vez, Dirks recebeu informações de que determinada companhia de seguros estaria à beira da falência em razão de fraudes, informações estas advindas de um funcionário da própria companhia (um “*corporate insider*”).

Dirks passou a investigar para verificar se a informação era procedente. Ao descobrir sobre a veracidade da informação relativa à fraude, repassou tal informação a investidores e clientes. Dirks não negociou ele próprio com as informações que descobrira, mas as pessoas que receberam as informações por meio dele o fizeram, elas venderam seus ativos rapidamente, com medo de realizar prejuízo.

Com o desfazimento de diversos investimentos, os preços dos ativos da companhia de seguros citada começaram a cair, o que chamou a atenção da SEC, que passou a investigar a empresa e constatou a fraude. Posteriormente aos fatos descritos, o *Wall Street Journal* publicou a matéria confirmando a fraude na companhia seguradora.

Analisando o caso, a SEC entendeu que Dirks teria violado a Seção 10(b) do *Securities Exchange Act of 1934* e o item a *SEC Rule 10b-5*, mas decidiu por sancioná-lo com mera censura, pois o referido órgão admitiu a relevância das investigações de Dirks para que as fraudes da companhia de seguros fossem desvendadas.

O Caso Dirks chegou à Suprema Corte dos EUA e esta não o condenou por *insider trading*, pois concluiu que não foram comprovados todos os elementos essenciais à configuração do referido ilícito, que são: ocupar cargo ou função que proporcione acesso fácil

¹⁶⁴ Caso *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983) 463 U.S. 646, The United States Court Of Appeals For The District of Columbia Circuit, nº 82-276, decidido em 01/07/1983, disponível em: <<http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&vol=463&invol=646>>, acesso em 12/11/2012.

aos negócios da companhia; possuir dever fiduciário perante a companhia ou seus investidores; conhecer a natureza sigilosa da informação a ele repassada pelo *corporate insider*; obtenção de vantagem mediante a divulgação da informação¹⁶⁵.

Verifica-se que a Suprema Corte estabeleceu uma regra de responsabilidade derivada no Caso Dirks: o *outsider* só é obrigado a não negociar com a informação não-pública se o *corporate insider* que lhe passou a informação quebrou seu dever fiduciário para com os acionistas da companhia emissora ao divulgar a informação para o *outsider*, e desde que o *outsider* saiba que houve uma quebra.

N. EIZIRIK e H. M. NETTO descrevem que na França há distinção semelhante entre “*insiders*” e “*outsiders*” ao trazerem à tona um interessante caso sobre a atuação dos jornalistas no mercado de capitais:

Há então na França, claramente, duas categorias de *insiders*: a) aqueles que realmente estão, em termos funcionais, *dentro* da companhia; e b) aqueles que embora *fora* da companhia, têm, no exercício de suas atividades profissionais, acesso a informações privilegiadas. Nesse sentido, o Tribunal de Paris, em decisão de 12/05/76 (COB [2, p. 92]), condenou um jornalista financeiro que, após recolher em entrevistas com os diretores de uma companhia, informações não-disponíveis publicamente, utilizou-as para comprar em Bolsa ações daquela companhia, antes de revelá-las aos seus leitores. Após a publicação de seu artigo, que continha notícias favoráveis sobre a companhia, vendeu as mesmas ações com razoável lucro. O Tribunal condenou-o a dois meses de prisão, com direito a *sursis*.¹⁶⁶

Retornando ao Direito Brasileiro, no Processo Administrativo da CVM nº RJ-2006-6136¹⁶⁷ (que será objeto de estudo no item 4.4 adiante) há referência a um caso que ilustra a questão dos *outsiders* e dos jornalistas. O caso, objeto do Relatório de Análise GMA-1 nº 11/07, de 14 de março de 2007, envolve a fusão entre Americanas.Com S.A. – Comércio Eletrônico (“Lojas Americanas”) e a Submarino S.A. (“Submarino”).

Segundo o Relatório em referência, a fusão entre as empresas foi divulgada na imprensa, pela edição eletrônica da Revista Exame (às 12h31 do dia 22/11/06), antes de ser comunicada ao mercado pelos meios exigidos pelas normas aplicáveis (comunicado de fato relevante divulgado pela Lojas Americanas apenas em 23/11/2006, antes do início do pregão da bolsa de valores de São Paulo), ferindo a transmissão uniforme de informações ao mercado de valores mobiliários. A notícia continha detalhes da operação, tais como, o valor de 7

¹⁶⁵ DIAS, Amanda Tayar Duarte, *Questões atuais envolvendo o “insider trading”*, pp. 136-137.

¹⁶⁶ EIZIRIK, Nelson; NETTO, Horacio Mendonça, *O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás*, p. 11.

¹⁶⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 66-68.

bilhões de reais e a necessidade de aprovação da operação pelos acionistas da Submarino, em assembleia.

Em reportagem posterior, a Revista Exame gabou-se de ter antecipado a informação sobre a fusão das companhias citadas acima:

(...) os dois maiores sites de comércio eletrônico do país confirmaram nesta quinta-feira (23/11) sua fusão. O acordo foi antecipado ontem por EXAME (...)

(...) no dia 22 de novembro, uma quarta-feira, o Portal EXAME noticiou com exclusividade a iminente fusão entre as empresas de comércio eletrônico (...) Foi o que, no jargão jornalístico, chamamos de furo de reportagem. Só a partir de então os demais meios de comunicação, inclusive os especializados, passaram a repercutir a notícia. (...) a internet levou a nossos leitores informação privilegiada (...) Com esse tipo de cobertura, o Portal EXAME se consolida (...) (Grifos nossos)

De acordo com a reportagem objeto do Relatório, denominada “Americanas.com e Submarino negociam fusão”, assinada por Tiago Lethbridge e Cristiane Correa, em 22/11/06, as fontes da informação eram “altos executivos do varejo brasileiro” e “grandes fornecedores”, além de conversas dos repórteres com as “mesas de operação das principais corretoras do país”.

Pelo detalhamento das informações obtidas pela Revista Exame, parece que os repórteres possuíam um contato dentro das empresas emissoras, que lhes passaram as informações privilegiadas que seriam divulgadas aos leitores, pois seria difícil que “altos executivos do varejo brasileiro” possuíssem este tipo de informação tão detalhada antes da divulgação oficial do negócio.

De acordo com o Parecer do Comitê de Termo de Compromisso relativo ao Processo Sancionador resultante deste caso:

Após a verificação dos fatos, incluindo a realização de inúmeras diligências e a tomada de depoimentos, a SPS, em conjunto com a PFE, concluíram pela inexistência de provas que pudessem apontar o uso indevido de informação privilegiada por parte de pessoas que participaram das tratativas sobre a fusão entre as companhias, ou mesmo por terceiros, e que comprovadamente tivessem se beneficiado do vazamento de informações ocorrido em 22.11.2006. (parágrafo 87 do Relatório da SPS/PFE)¹⁶⁸ (Grifo nosso)

Vislumbra-se que não houve comprovação sobre o uso de informação privilegiada, mas supondo que as suspeitas de que os repórteres da Revista Exame tinham um contato interno nas empresas emissoras fosse verdade, e supondo que estes jornalistas tivessem usado

¹⁶⁸ Parecer do Comitê de Termo de Compromisso relativo ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2008, Rio de Janeiro, 01/07/2009, disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6613-0.HTM>>, acesso em 19/11/2012.

a informação privilegiada para negociar no mercado de capitais em benefício próprio, não se estaria tratando de *insider trading*, pois a informação privilegiada não estaria sendo utilizada pelo *insider*, mas por um terceiro.

Para regular casos como o descrito no parágrafo acima, surgiu a ideia do “*outsider*”, já que a conduta do terceiro que utiliza a informação recebida de um *insider* é tão injusta quanto a utilização da informação privilegiada pelo próprio *insider*.

No Direito norte-americano também há discussões sobre a aplicabilidade das regras proibitivas de uso de informação privilegiada (*insider trading*) àqueles não considerados *insiders*, ou melhor, aos *outsiders*. M. A. ROBERTSON e T. C. NEWKIRK lembram que, em 1961, no caso *Cady Roberts & Co. v. SEC*, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) fez uma interpretação de que as normas aplicam-se sim aos *outsiders*, argumentando que:

Analytically, the obligation [not to engage in insider trading] rests on two principal elements: first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone, and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing. In considering these elements under the broad language of the anti-fraud provisions we are not to be circumscribed by fine distinctions and rigid classifications. Thus, it is our task here to identify those persons who are in a special relationship with a company and privy to its internal affairs, and thereby suffer correlative duties in trading in its securities. Intimacy demands restraint lest the uninformed be exploited¹⁶⁹.

A questão da punibilidade dos *outsiders* no Brasil será objeto de estudo no item 6.1.3 deste trabalho, quando serão analisados os ilícitos relativos ao mercado de valores mobiliários. A verificação da existência de normas punitivas ao *outsider* é relevante pois o uso de informação privilegiada por este tipo de agente é tão prejudicial quanto o *insider trading*. Isso porque, seja *insider* ou *outsider*, o ordenamento jurídico precisa combater o uso de informação privilegiada por qualquer agente do mercado de capitais, para que não haja desequilíbrio neste mercado, e todos tenham acesso às mesmas informações.

Em suma, estes são os principais problemas que podem advir da má atuação dos jornalistas no mercado de capitais: conflitos de interesses; inexatidão entre a informação divulgada e os fatos; fontes de informação problemáticas; formação dos jornalistas e atuação como *outsiders*.

¹⁶⁹ NEWKIRK, Thomas C.; ROBERTSON, Melissa A., *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*.

Tendo em vista que tais problemas podem comprometer a eficiência do mercado de capitais e abalar a confiança que os investidores depositam no mercado, cabe agora, ao próximo item do trabalho, analisar quais os meios de combater tais práticas prejudiciais ao mercado de capitais, iniciando pela primeira e única tentativa da CVM: a minuta da ICVM 388.

CAPÍTULO IV – A INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 388

No presente capítulo, o foco será a análise da ICVM 388 (não mais em vigor, pois substituída pela ICVM 483) e a proposta de alteração de seu conteúdo para a criação de um “safe harbor” para a atuação dos jornalistas, por meio do Edital de Audiência Pública nº 09/07. O capítulo trará o raciocínio utilizado pela CVM para diferenciar as atividades de jornalista e de analista de valores mobiliários, baseado no mesmo critério utilizado pela Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6 da Comunidade Europeia e quais os requisitos exigidos pela CVM para dispensar o jornalista do cumprimento de normas relativas ao exercício da atividade de analista.

Ainda sobre o Edital de Audiência Pública nº 09/07, o capítulo trará quais foram os resultados obtidos pela CVM com a consulta aos participantes do mercado e, conseqüentemente, as críticas recebidas em razão da alegada falta de competência constitucional da CVM para regular os jornalistas.

4.1. A Instrução Normativa CVM nº 388 e sua Proposta de Alteração

Na Reunião do “Colegiado sobre Regulação” da Comissão de Valores Mobiliários, realizada em 14 de agosto de 2007, foi colocada em discussão pública a questão da regulação da atividade dos jornalistas especializados na divulgação de informações relacionadas à área de mercado de valores mobiliários. Para proporcionar esta e outras mudanças, o Edital de Audiência Pública nº 09/07, publicado em 15 de agosto de 2007, propunha a alteração da ICVM 388, que regulava a atividade dos analistas de valores mobiliários e as condições para o seu exercício (posteriormente substituída pela ICVM 483).

A ICVM 388 tratava dos assuntos relacionados aos analistas de valores mobiliários, tais como: a entidade credenciadora dos profissionais, as suas normas de conduta, as suas responsabilidades, o seu registro (substituído pelo credenciamento em entidade autorreguladora), as vedações relativas ao exercício da atividade, dentre outros pontos relevantes.

A regulação da atividade de analista é de competência da CVM, e assim dispõe expressamente o artigo 1º, inciso VIII, da Lei n.º 6.385/1976¹⁷⁰. Tal entendimento é reforçado pela leitura de outros dispositivos da mesma lei. O art. 9º, inciso I, alínea “f”, trata dos poderes da CVM para examinar e extrair cópias de documentos de analistas de valores mobiliários. O art. 8º, inciso III, dispõe sobre os poderes para fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários (descritos no art. 1º, o que inclui os analistas), bem como a veiculação de informações relacionadas ao mercado.

O Edital de Audiência Pública, que é um dos meios pelos quais a CVM exerce a sua competência normativa (objeto de estudo do item 1.4.2.2 deste trabalho)¹⁷¹, indicava nove pontos que necessitariam de mudanças, quais sejam:

- 1) previsão de modalidades de exercício da atividade de analista;
- 2) criação de “*safe harbor*” para jornalistas;
- 3) criação de diferentes níveis de registro de analistas;
- 4) reconhecimento da aprovação em exame de certificação realizado no exterior;
- 5) divisão entre as declarações de responsabilidade do analista sênior e da pessoa jurídica à qual ele esteja vinculado e mudança na forma de prestação das declarações do analista;
- 6) ajustes na regra do período de vedação à negociação;
- 7) explicitação da responsabilidade da instituição a que está vinculado o analista pela verificação do registro;
- 8) divulgação, no Brasil, de recomendações de investimento elaboradas por analistas localizados em outras jurisdições; e
- 9) regra de cancelamento e suspensão da autorização.

¹⁷⁰ “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31/10/2001) (...) VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.”

¹⁷¹ O parágrafo 3º do artigo 8º da Lei nº 6.385/76 estabelece que “Art. 8º (...) §3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados; (...)”.

O objetivo deste trabalho é analisar um único ponto do Edital: a criação do “safe harbor” para o exercício da atividade jornalística. O Edital de Audiência Pública nº 09/07 foi uma das escassas vezes em que a CVM, como órgão estatal, tratou da atividade jornalística. A minuta para a nova ICVM 388 propunha duas medidas:

Primeiro, tal minuta sugeria a inserção de um dispositivo, nos moldes encontrados no art. 2º da Diretiva 2003/125/CE da Comunidade Europeia, que dava aos jornalistas de mídia especializada, cuja atividade implica a divulgação de opiniões ou recomendações gerais sobre tendências de mercado, uma ressalva explícita de não estarem exercendo atividade de análise regulada pela CVM. A minuta de 2007 também propunha certas cautelas a serem tomadas pelos jornalistas quando suas atividades envolvessem avaliações sobre valores mobiliários específicos, com o objetivo de assegurar que as análises produzidas ou divulgadas pelos jornalistas estivessem sujeitas a normas de conduta profissional.¹⁷²

Com a nova proposta de redação, houve uma tentativa de esclarecer a interpretação da ICVM 388, de cujo texto não era possível subtrair a distinção entre as atividades dos analistas e dos jornalistas de atuação especializada no mercado de capitais.

Após estabelecer de forma clara a distinção entre as referidas atividades, a CVM pretendia, pela divulgação do Edital de Audiência Pública, que os jornalistas não ficassem sem nenhuma regulação quando da publicação de análises “assegurando que as análises produzidas ou divulgadas pelos jornalistas, além de disponíveis publicamente, estejam também sujeitas às normas de conduta profissional da classe, ou à norma interna aprovada pelo veículo de informação que divulgar as recomendações.”¹⁷³

Resumidamente, a intenção da CVM com a Audiência Pública era colher dos participantes do mercado e demais interessados, principalmente dos órgãos de classe dos jornalistas, respostas e sugestões para os seguintes questionamentos relacionados à nova minuta da ICVM 388:

- 1) Os requisitos exigidos pela minuta para a dispensa de registro quando se tratar de atividade jornalística que envolva avaliações sobre valores mobiliários específicos estão corretos? Que requisitos diferentes dos ali explicitados poderiam ser propostos?
- 2) As normas de conduta profissional aplicáveis aos jornalistas — oriundas de seus órgãos de classe ou, ainda, dos veículos de comunicação ao qual estão ligados — são suficientes para evitar a possibilidade de abuso?

¹⁷² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 496.

¹⁷³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública nº 09/07*, p. 2.

3) O conteúdo mínimo previsto para as normas de conduta profissional está adequado? Que outros requisitos diferentes dos ali previstos poderiam ser requeridos?¹⁷⁴

O prazo estabelecido pela CVM para o encerramento do recebimento de sugestões dos agentes do mercado sobre o Edital de Audiência Pública nº 09/07 foi o dia 17 de setembro de 2007. Contudo, devido a problemas técnicos em seu endereço eletrônico, a CVM prorrogou o prazo para 17 de outubro de 2007.

A minuta da ICVM 388 sugerida pela CVM suscitou muitas críticas, as quais permaneceram em fase de análise pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), órgão encarregado da consolidação das sugestões e comentários, até a publicação do Edital de Audiência Pública nº 03/2008, em 25 de junho de 2008 (edital este que será tratado no item 4.4 adiante). Nos próximos itens deste trabalho haverá um estudo, com mais profundidade, sobre o Edital de Audiência Pública nº 09/07 e a tentativa de resposta a cada uma das indagações da CVM transcritas acima.

4.2. Diferenças entre Analistas e Jornalistas

Como dito no item acima, o primeiro passo sugerido pela CVM era realizar uma análise das principais diferenças e semelhanças existentes entre as atividades dos analistas e dos jornalistas no âmbito do mercado de valores mobiliários. Em razão disso, este é também o objetivo do presente item, a fim de que se possa medir como a ICVM 388 poderia ser aplicável aos jornalistas e em quais termos.

A diferenciação é importante, pois para os casos em que o jornalista atua de maneira semelhante ao analista, a minuta da ICVM 388 dispunha que o jornalista deveria submeter-se às mesmas regras aplicáveis aos analistas, o que incluiria o registro na CVM. Cabe ressaltar que na época da vigência da ICVM 388, o analista necessitava de registro na CVM para o exercício de sua profissão (art. 10 da ICVM 388). Contudo, a ICVM 483, substituta da ICVM 388, passou a dispor que os analistas não necessitam mais de tal registro, mas, por outro lado, devem ser obrigatoriamente credenciados por entidades autorizadas pela CVM (art. 5º da ICVM 483).

¹⁷⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública nº 09/07*, pp. 2-3.

A minuta da nova ICVM 388 propunha que o registro do jornalista poderia ser dispensado se determinados requisitos fossem aplicáveis (requisitos estes que serão objeto do item 4.3: divulgação pública, submissão do jornalista às normas de conduta, e normas de conduta disponíveis para consulta em endereço eletrônico).

Para o presente trabalho, foram colhidas algumas definições sobre os analistas de mercado que podem trazer luz ao entendimento e diferenciação dos “analistas” e “jornalistas”. Tem-se a definição da APIMEC, da ICVM 388 e da ICVM 483, enriquecidas pelas definições de juristas, conforme segue abaixo.

A Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), criada em junho de 1988, tem como objetivo declarado ser o órgão de classe responsável por certificar os referidos profissionais, realizar a sua representação política institucional frente ao governo e entidades representativas congêneres do mercado, e atuar no intercâmbio internacional com outras confederações de profissionais¹⁷⁵.

É uma associação importante para os analistas de valores mobiliários, pois é dirigida por profissionais eleitos diretamente pelos associados, o que demonstra a representatividade que o órgão possui.

É possível encontrar uma definição para o analista no documento elaborado pela APIMEC e denominado “Código dos Processos da Apimec” - que tem por objetivo regular a instauração de procedimentos de averiguação de irregularidades e de processos administrativos e regular o funcionamento dos componentes organizacionais da autorregulação da APIMEC (Art. 2º, parágrafo único)¹⁷⁶:

Art. 2º (...)

Parágrafo único - O Analista de Valores Mobiliários é a pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes.

No site da APIMEC, ainda, encontra-se declaração de que são analistas de investimentos os profissionais que atuam como “analistas de valores mobiliários, administradores de portfólio, analistas de *project finance*, gerentes de *corporate finance*,

¹⁷⁵ Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=188&id_materia=869>, acesso em 12/10/2011.

¹⁷⁶ Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3761&id_materia=29370>, acesso em 16/10/2011.

gerentes de *underwriting* de renda fixa e variável, *business planning* e profissionais de direção das instituições para as quais trabalham”¹⁷⁷.

Entretanto, o próprio “Estatuto Nacional da APIMEC”, em seu artigo 2º, retira toda a clareza que os dois conceitos transcritos acima (art. 2º, parágrafo único e site da APIMEC) trouxeram e coloca o analista e os demais “profissionais de investimento” sob um mesmo regime. São diversas profissões do mercado capitais, desde atuários a advogados, juntas em um conglomerado, inclusive o “jornalista econômico-financeiro.”:

Artigo 2º - Consideram-se Analistas e Profissionais de Investimento dos Mercados Financeiro e de Capitais (adiante simplesmente denominados Profissionais de Investimento), para os fins da APIMEC NACIONAL, os indivíduos que exerçam profissionalmente uma ou mais das seguintes atividades: analista de commodities, analista de compliance, analista de crédito, analista de derivativos, analista de performance de investimentos, analista de private equity, analista de rating, analista de renda fixa, analista de renda variável, analista de risco, atuário, auditor, conselheiro de administração ou fiscal, consultor financeiro, contabilista, desenvolvedor de produtos financeiros, economista, estrategista, estudante de cursos dos mercados financeiro ou de capitais, executivo de instituição financeira, executivo financeiro em geral, gestor de commodities, gestor de derivativos, gestor de investimentos imobiliários, gestor de private equity, gestor de renda fixa, gestor de renda variável, jornalista econômico-financeiro, operador de mercado financeiro, planejador financeiro, professor de disciplina dos mercados financeiro ou de capitais, profissional de banco de investimentos, profissional de controle financeiro, profissional de corporate finance, profissional de financiamento, profissional de fundo de pensão, profissional de fundos de investimentos, profissional de fusão e aquisição, profissional de marketing de produto financeiro, profissional de órgãos reguladores dos mercados financeiro ou de capitais, profissional de planejamento empresarial, profissional de private banking, profissional de relações com investidores, profissional de underwriting, profissional de venda de produtos financeiros, profissional de venture capital e consultoria jurídica relativa a essas atividades.

§ Único - Para os fins do disposto no caput deste artigo, outras atividades compatíveis poderão ser definidas através de resolução do Conselho Diretor.” (Grifo nosso)¹⁷⁸

Salienta-se que houve a inclusão do conceito “jornalista econômico-financeiro” sob o conceito geral de “Profissionais de Investimento”. Sob este último também se encontra o conceito de “analista”. Da inclusão de “jornalista” e “analista” sob o mesmo título “Profissionais de Investimento”, é possível visualizar que a separação entre as duas profissões realmente não é tarefa simples, elas estão no mesmo campo de atuação e, por isso, se confundem.

¹⁷⁷ Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=188&id_materia=869>, acesso em 16/10/2011.

¹⁷⁸ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Estatuto Nacional da APIMEC*.

O artigo 2º da antiga ICVM 388, que não foi objeto de alterações pelo Edital de Audiência Pública nº 09/07, esclarecia que os analistas são os que têm por profissão realizar avaliações de valores mobiliários e as publicar como fonte de auxílio na tomada de decisão dos investidores¹⁷⁹.

A nova instrução sobre os analistas de valores mobiliários, a ICVM 483, que substituiu a ICVM 388, utilizou o mesmo conceito do “Código dos Processos da Apimec” para o *caput* do artigo 1º, apenas acrescentando algumas informações nos parágrafos de tal artigo. Os referidos parágrafos contribuem para a compreensão do conceito de “analista”, pois tratam do conceito de “relatório de análise”, conforme transcrito abaixo:

Art. 1º (...)

§ 1º Para os fins da presente Instrução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

§ 2º Exposições públicas, apresentações, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não-escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise, para os fins do disposto nesta Instrução.

§ 3º A presente Instrução não se aplica a pessoas naturais ou jurídicas que desenvolvam atividades de classificação de risco.

Deixando um pouco de lado a análise dos conceitos encontrados nas normas, A. Z. SANVICENTE¹⁸⁰ simplifica a definição de “analista” dizendo que este é o profissional que tem a função de responder (ou fornecer subsídios suficientes para que os investidores consigam obter respostas) os seguintes questionamentos: “Para onde vai o mercado?”, “Qual o melhor investimento?”, “Qual a carteira ideal para um cliente?”.

Das definições vistas até o momento, conclui-se que o analista é o profissional do mercado de capitais que elabora relatórios de análises sobre valores mobiliários e recomendações, com o objetivo de fornecer maiores informações aos investidores, para que estes possam tomar decisões com maior segurança.

¹⁷⁹ “Art. 2º. A atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento.”

¹⁸⁰ SANVICENTE, Antonio Zoratto, *Analistas de mercado de capitais: Como formar e aperfeiçoar?*, p.7.

Visto o conceito de analista, e tendo em vista que se está tratando da definição do analista e sua diferenciação com o jornalista, é interessante abordar o surgimento da regulação do analista, que reside em uma das diferenças para com o jornalista: a divulgação do relatório de análise. Tal análise se dará com base no artigo citado abaixo.

N. EIZIRIK escreveu um artigo de muita relevância para o presente debate, denominado “O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)”¹⁸¹, elaborado em razão de um pedido de parecer contendo o seguinte questionamento: quais deveriam ser os princípios necessários para nortear a regulamentação da atividade do analista de valores mobiliários?

Na época do artigo – o ano de 1984 – não havia uma Instrução ou algum outro normativo equivalente, emitido pela CVM ou qualquer outro órgão regulador, sobre esta profissão de analista. Mas a necessidade de regulamentação já era tema de debate, tendo em vista que o analista figurava no rol das atividades sob competência da CVM descrito na Lei nº 6.385/76 (art. 1º, inciso VIII, conforme já citado anteriormente no item 4.1 deste trabalho).

O artigo impressiona pelo seu caráter prático, pois o autor, além de se preocupar com a elaboração de análise do direito comparado, parte para uma pesquisa empírica com entrevistas de analistas de valores de mercado de capitais¹⁸², o que não é muito comum nos trabalhos jurídicos no Brasil.

De início, o autor admite que a expressão “analista” possa ser tomada em uma acepção mais ampla, abrangendo a atividade de emissão de recomendações a partir de análises financeiras. Sobre a emissão de recomendações e através de estudos sobre análises financeiras, o autor concluiu que uma recomendação de investimento pode influenciar o mercado alterando, por exemplo, a cotação de um valor mobiliário:

Conforme foi referido em estudos sobre análise financeira, é perfeitamente possível que, independentemente de sua correção, uma recomendação de investimento pode precipitar mudanças dramáticas na cotação de determinado título, desde que divulgada por profissional de reconhecida competência. Nesse sentido, deve-se mencionar que os pesquisadores na área de finanças há muito tempo intrigam-se com a possibilidade de que os serviços de consultoria financeira emitem previsões que podem não estar originalmente corretas, mas que causam tal impacto sobre o mercado que acabam tornando-se acuradas.

¹⁸¹ EIZIRIK, Nelson, *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*, p. 221-243.

¹⁸² A pesquisa foi realizada pela empresa *Mailing e Sampling*.

Nessa linha de investigação, vários estudos buscaram medir as respostas do mercado à publicação de recomendações de investimento, sendo que um deles concluiu que, no curtíssimo prazo, as recomendações tendiam a influenciar os preços de dois terços das ações nas direções indicadas, embora no longo prazo não houvesse evidências de maiores impactos nas cotações de tais títulos. Outros títulos ajustavam-se para refletir as “novas” divulgadas por serviços de consultoria de investimento. Assim, verifica-se que opiniões profissionais e técnicas divulgadas em larga escala podem influenciar, principalmente no curto prazo, os movimentos das cotações do mercado.¹⁸³ (Grifo nosso)

Diante da demonstrada relevância das recomendações e seu grande impacto no preço dos ativos (ao menos no curto prazo), a atividade de analista necessitaria sim de regulação. Porém, para o autor, na época do artigo, a definição legal de “analista de valores mobiliários” não englobava a elaboração de recomendações, pois esta atividade seria exercida pelo “consultor de investimentos” e não pelo analista (que se restringiria à elaboração de análises financeiras):

(...) o analista de valores mobiliários, em termos de sua definição legal, pode ser conceituado como aquele que estuda as companhias com seus títulos negociados no mercado, com vistas à formulação de pareceres técnicos, sem participação, portanto, no processo decisório de investir ou não em determinados títulos, seja para fins de emitir recomendações (as quais competiriam aos consultores), ou de administrar recursos de terceiros (o que competiria ao administrador de carteiras).¹⁸⁴ (Grifos nossos)

Levando em conta o conceito de “analista” descrito acima, no qual o analista não emite recomendações, mas elabora apenas análises, o autor argumentou que o analista não teria contato com os investidores (já que as suas análises não seriam divulgadas ao público), e que pelo fato de não elaborar recomendações, sua atividade não poderia influenciar o mercado. Baseado nisso, N. EIZIRIK entendeu que não havia necessidade de regulamentar a atividade, pois esta seria realizada apenas no âmbito interno das instituições, sem divulgação pública, bastando a aplicação de normas advindas da autorregulação, como ocorria no direito comparado à época do artigo e, no máximo, o estabelecimento de critérios uniformes por órgão governamental para o credenciamento dos profissionais.

Atualmente, a situação não é mais a mesma da época do artigo de N. EIZIRIK, os analistas produzem sim recomendações, como visto nas definições contidas na ICVM 388 e, posteriormente, na ICVM 483, e as análises realizadas pelos analistas de valores mobiliários

¹⁸³ EIZIRIK, Nelson, *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*, p. 225.

¹⁸⁴ EIZIRIK, Nelson, *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*, p. 226.

podem sim ser divulgadas, o que não é incomum, principalmente após o surgimento da internet:

Historicamente, os relatórios e recomendações dos analistas eram endereçados para os clientes institucionais ou para grandes clientes individuais, por telefone, fax ou correio. Com o crescimento da internet a partir de meados da década de 90, as análises passaram a ser disponibilizadas por suas páginas e endereços eletrônicos, atingindo indistintamente os clientes institucionais e os de varejo.¹⁸⁵

Se a justificativa de N. EIZIRIK para a não regulação do analista de valores mobiliários era a não influência de seus relatórios no comportamento do público investidor e na cotação dos ativos no mercado de capitais, com a alteração desta realidade, parte-se para a conclusão de que a regulação é sim necessária. A edição da ICVM 388 e da sua substituta (a ICVM 483), comprovaram tal necessidade de regulação.

Na atividade do jornalista especializado em atuar no mercado de capitais, por sua vez, a divulgação de informações aos investidores, através dos meios de comunicação, é ponto central. Se a influência exercida no mercado de capitais em razão da publicação de recomendações ou análises é suficiente para justificar a regulação do analista de investimento, não parece absurdo que a CVM tenha se preocupado com a situação regulatória do jornalista, já que este pode exercer tanta influência quanto o analista.

Uma primeira diferença entre os analistas e os jornalistas está no quesito “independência”. Os jornalistas, em razão das características próprias da profissão, precisam ser independentes, diferentemente dos analistas, que podem sim ser vinculados a instituições financeiras, corretoras, fundos de investimento, ou outras instituições interessadas em ter um profissional capacitado em auxiliá-las na tomada de decisões de investimento.

Os analistas de investimento podem ser classificados em *sell side* e *buy side*, dependendo de sua atuação. Os analistas *sell side* são aqueles que avaliam o mercado de capitais para recomendar a compra ou a venda de valores mobiliários para seus clientes, eles trabalham em instituições financeiras e corretoras, e seu objetivo é gerar negócios para a instituição para a qual trabalham. Os *buy side*, por sua vez, atuam como avaliadores internos, geralmente para gestoras e investidores institucionais, recomendando a compra ou a venda de valores mobiliários para a carteira de seus clientes.

¹⁸⁵ RIBEIRO, Marcelo Vieira, *Analistas de Investimento – Aspectos Econômicos e Regulatórios*, p. 10.

Sobre o exercício da profissão de jornalista, tem-se o Decreto nº 83.284, de 13 de março de 1979, que dá nova regulamentação ao Decreto-Lei nº 972, de 17 de outubro de 1969. Para o legislador, o jornalista é aquele que possui como profissão as atividades como redação, entrevista, elaboração de crônicas, dentre outras assemelhadas descritas nos incisos do artigo 2º de tal norma, desde que exercidas de forma habitual e mediante remuneração¹⁸⁶.

Da leitura do artigo é possível visualizar que um jornalista não é aquele que apenas divulga dados, pois dentre suas atividades está também a interpretação e a análise das informações. Portanto, na prática, as funções de jornalista e de analista acabam por se confundir, afinal, a ambos é possível atribuir a emissão de comentários sobre o mercado de capitais aos investidores ou leitores.

Esta semelhança entre as atividades de jornalista e analista dificultava o entendimento dos agentes do mercado acerca da aplicação ou não da ICVM 388 e em que termos ela poderia ser aplicada. Por isso surgiu a ideia do Edital de Audiência Pública nº 09/07. Sobre esta semelhança A. A. S. de CAMARGO, ao comentar sobre a proposta da CVM de revisão das normas de atuação dos analistas de investimento, diz que as atividades confundem-se e defende a discussão do tema, ainda que polêmico:

A atividade jornalística especialista em temas voltados ao mercado de capitais confunde-se em muitos casos com o trabalho dos analistas de investimento, que precisam ter um registro específico na CVM para poderem atuar profissionalmente.

Meros fatos diferem de interpretações e opiniões. Em uma época em que o tráfego de informações está cada vez mais rápido, os ilícitos praticados no mercado de capitais precisam ser combatidos de todas as formas. A preocupação da CVM, ainda que polêmica por determinar a divulgação de fontes por parte dos jornalistas, é válida e o debate está longe de chegar a um fim.¹⁸⁷

De início, pode-se dizer que a CVM posicionou seu entendimento no sentido de que, em regra, os jornalistas não se submetem às regras aplicáveis aos analistas de valores

¹⁸⁶ “Art. 2º A profissão de Jornalista compreende, privativamente, o exercício habitual e remunerado de qualquer das seguintes atividades: I - redação, condensação, titulação, interpretação, correção ou coordenação de matéria a ser divulgada, contenha ou não comentário; II - comentário ou crônica, por meio de quaisquer veículos de comunicação; III - entrevista, inquérito ou reportagem, escrita ou falada; IV - planejamento, organização, direção e eventual execução de serviços técnicos de Jornalismo, como os de arquivo, ilustração ou distribuição gráfica de matéria a ser divulgada; V - planejamento, organização e administração técnica dos serviços de que trata o item I; VI - ensino de técnicas de Jornalismo; VII - coleta de notícias ou informações e seu preparo para divulgação; VIII - revisão de originais de matéria jornalística, com vistas à correção redacional e à adequação da linguagem; IX - organização e conservação de arquivo jornalístico e pesquisa dos respectivos dados para elaboração de notícias; X - execução da distribuição gráfica de texto, fotografia ou ilustração de caráter jornalístico, para fins de divulgação; XI - execução de desenhos artísticos ou técnicos de caráter jornalístico, para fins de divulgação.”

¹⁸⁷ CAMARGO, André Antunes Soares de, *Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações*, p. 118.

mobiliários quando emitem opiniões ou recomendações gerais sobre a evolução e as tendências do mercado de capitais, é o que expressa o *caput* do artigo 2º-A da minuta sugestiva para a ICVM 388¹⁸⁸.

Entretanto, o parágrafo único¹⁸⁹ deste mesmo artigo 2º-A definiu que, se as opiniões ou recomendações dos jornalistas forem emitidas de forma especificamente relacionada a tendências e evoluções de valores mobiliários determinados, a publicação deixa de ser apenas uma atividade jornalística para transformar-se em análise, tal como a realizada pelo analista de valores mobiliários.

Sendo assim, a distinção entre jornalistas e analistas da qual a CVM se utilizou foi a divisão entre as duas formas de divulgação de informações relativas a valores mobiliários: recomendações gerais sobre as tendências do mercado como um todo ou análise específica de determinados valores mobiliários. Para a CVM, quando um jornalista analisa o mercado de valores mobiliários partindo de uma visão macro, em que a publicação aborda um setor como um todo, por exemplo, o agronegócio, não seria razoável entender que ele está atuando da mesma forma que um analista (já que ele não está se reportando a um ativo diretamente, mas a um ramo do mercado), neste caso tratar-se-ia de um texto jornalístico.

Nesta linha, a CVM entendeu que um jornalista que escolhe dissertar sobre os valores mobiliários emitidos por determinada empresa nada mais faz senão atuar como analista, que é o profissional que dirige sua análise a pontos mais específicos. Assim, a publicação feita pelo jornalista, neste caso, passa a ser um texto de recomendação de investimento.

¹⁸⁸ “Art. 2º-A. A atividade jornalística que envolva divulgação de opiniões ou recomendações gerais sobre evolução e tendências de mercado não constitui análise de valores mobiliários, para os efeitos desta Instrução. (...)”

¹⁸⁹ “Art. 2º-A. (...)”

Parágrafo único. Caso se trate de atividade exercida através de veículo jornalístico, consistente na divulgação periódica de opiniões ou recomendações sobre evolução e tendências de valores mobiliários específicos, caracterizando a atividade de que trata o art. 2º, será dispensado o registro de que trata esta Instrução, desde que: I – o acesso a tais análises seja público; II - norma de conduta profissional da classe ou norma interna de conduta aprovada pelo veículo de informação que divulgar as recomendações:

a) determine que os fatos sejam claramente distinguidos das interpretações, estimativas, opiniões ou qualquer outro tipo de informação não factual;

b) estabeleça que as fontes das informações utilizadas sejam fidedignas ou, existindo alguma dúvida sobre sua fidedignidade, que essa dúvida seja claramente indicada; c) discipline os requisitos e eventuais restrições para a negociação de valores mobiliários pelos responsáveis pela divulgação das opiniões, em padrão no mínimo equivalente àquele estabelecido no art. 7º, inciso IV, e seus parágrafos 1º e 2º; e, d) determine que os profissionais adotem as devidas precauções no sentido de poderem demonstrar, em eventual investigação sobre a prática de ilícitos no mercado de capitais, o caráter razoável das recomendações efetuadas; III - as normas de conduta referidas no inciso II, e as informações de que trata o art. 5º desta Instrução, fiquem disponíveis em endereço eletrônico indicado ao final da recomendação.”

Se o analista e o jornalista podem ocasionar, igualmente, impacto no mercado de capitais com as suas publicações (impacto este demonstrado no item 3.1 deste trabalho), realmente não faz sentido que um seja regulado e outro não. Assim, a CVM acertadamente decidiu pela regulação do jornalista quando sua função se assemelha a de um analista, pois o objetivo da norma é proteger o público investidor de análises enganosas, regulando aquele que as emite.

Em 23 de maio de 2003, nos Estados Unidos, ocorreu um painel de discussões na *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capitais do país, envolvendo a necessidade de sempre conceituar e delimitar muito bem um tema antes de regulá-lo. O tema, no caso, era “*What’s Happening in the World of Financial Portals and Internet Marketing?*”¹⁹⁰, e um dos assuntos discutidos foi a possibilidade da SEC regular os portais financeiros com o mesmo tipo de regulação que a aplicável aos “*broker-dealers*” (os portais na internet que realizam negociação de valores mobiliários). Muitos representantes de portais financeiros que trabalham apenas com a divulgação de informações sobre o mercado de capitais se manifestaram discordando da eventual regulação. O representante da CBS MarketWatch, por exemplo, resumiu bem o que os representantes deste tipo de portal pensam do assunto: “I think it is very important that the Comission [SEC] carefully defines what exactly a financial portal is. Not all financial websites are portals and at CBS MarketWatch we consider ourselves as much an online newspaper as a portal”¹⁹¹. (Grifo nosso)

O mesmo participante descrito acima continua dizendo que:

If you look at us from the perspective of an online newspaper and decide more regulation, I would have to ask why then would those regulations not be extended to also include traditional publications like The Wall Street, Barron’s, The Financial Times, or The New York Times.¹⁹²

Este debate vai ao encontro da questão da definição de conceitos que a CVM enfrentou na ICVM 388, pois antes de regular é necessário definir as atividades de jornalista e analista e, para isso, diferenciá-las. Se não ficassem claras as distinções e semelhanças entre o jornalista e o analista, não haveria como justificar a criação de um “safe harbor” para o

¹⁹⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *United States Securities and Exchange Commission Portals Roundtable: Relationships Between Broker-Dealers and Internet Web Sites*.

¹⁹¹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *United States Securities and Exchange Commission Portals Roundtable: Relationships Between Broker-Dealers and Internet Web Sites*.

¹⁹² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *United States Securities and Exchange Commission Portals Roundtable: Relationships Between Broker-Dealers and Internet Web Sites*.

jornalista, bastaria regulá-lo de forma idêntica ao analista (se a conclusão fosse pela idêntica função das duas profissões) ou pela regulação de um e não regulação do outro (se a conclusão fosse pela total diferenciação de ambos).

No presente item, salientou-se que o critério adotado pela CVM para distinguir as atividades dos jornalistas e dos analistas foi a especificidade ou não da informação publicada, ou seja, a presença ou não de uma análise sobre valores mobiliários específicos. Se a publicação não tratar de valores mobiliários específicos, não se trata de análise, mas de texto jornalístico. O item 4.2.1 a seguir irá dispor sobre o motivo para a escolha de tal critério pela CVM.

4.2.1. A Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6

A escolha do critério realizada pelos redatores da nova minuta da ICVM 388, bem como praticamente a totalidade do texto da minuta, foi baseada na Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6, de 28 de janeiro de 2003, da Comunidade Europeia¹⁹³, mais especificamente no art. 6º, parágrafo 10¹⁹⁴, e nas medidas de implementação do *Council of European Securities Regulators* (CESR), como a própria CVM admite no Edital.

A Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6 tem como objetivo, na esteira de contribuir para a formação de um mercado eficiente e único de valores mobiliários na Comunidade Europeia, combater o “abuso de mercado”¹⁹⁵. Tal expressão é utilizada para englobar as práticas de utilização de informação privilegiada e de manipulação do mercado, através da

¹⁹³ EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council*. Para maiores informações sobre o histórico de normas acerca do abuso de mercado e consulta a documentos da CESR, vide: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm, disponível em 15/04/2012.

¹⁹⁴ O art. 6º da Diretiva 2003/6, parágrafo 10, dispõe que: “In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 17(2), implementing measures concerning: (...) technical arrangements, for the various categories of person referred to in paragraph 5, for fair presentation of research and other information recommending investment strategy and for disclosure of particular interests or conflicts of interest as referred to in paragraph 5. Such arrangements shall take into account the rules, including self-regulation, governing the profession of journalist, (...)”.

¹⁹⁵ O compêndio de documentos da CESR sobre abuso de mercado pode ser consultado, em ordem cronológica, no seguinte endereço: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm, acesso em 04/11/2012.

tentativa de criação de normas que possam ser aplicadas em todos os Estados Membros da Comunidade Europeia, de forma padronizada.

A primeira vez em que o documento cita “jornalista” é na definição de “manipulação do mercado”. Para os fins da Diretiva 2003/6, a manipulação do mercado ocorre, dentre outras situações, quando há disseminação de informação, através da mídia, que dê indicações falsas ou enganosas acerca dos participantes ou dos ativos do mercado de capitais, quando quem divulgou as informações sabia que estas eram falsas ou enganosas¹⁹⁶. A Diretiva 2003/6, ao tratar da referida definição de manipulação de mercado, reconhece que os jornalistas podem vir a cometer esta prática, mas que devem receber um tratamento especial, tendo em vista as normas que regulam a sua profissão:

In respect of journalists when they act in their professional capacity such dissemination of information is to be assessed, without prejudice to Article 11, taking into account the rules governing their profession, unless those persons derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the dissemination of the information in question.¹⁹⁷ (Grifos nosso)

O tratamento especial parece sensato, já que a divulgação de informações é o cerne da profissão do jornalista e igualar o jornalista aos demais participantes do mercado poderia envolver questões mais complexas, como o cerceamento à liberdade de imprensa, por exemplo. Assim, segundo a Diretiva, nos casos de disseminação consciente de informações enganosas ou falsas no mercado de capitais por jornalistas, devem ser aplicadas as regras próprias aos jornalistas, a não ser que o jornalista tenha obtido vantagem financeira na divulgação da informação, neste caso o tratamento é igual ao dado aos demais participantes do mercado.

Este critério da Diretiva 2003/6 de diferenciar aqueles que obtiveram vantagem é igualmente sensato, já que a obtenção da vantagem financeira demonstra que o jornalista não divulgou a informação em razão do puro exercício de sua profissão, mas sim para benefício próprio, por isso não merece tratamento diferenciado.

A segunda vez em que a Diretiva 2003/6 cita o jornalista, é justamente no art. 6º, parágrafo 10, citado no Edital de Audiência Pública nº 09/07 como norma base de maior relevância para a alteração da ICVM 388. O parágrafo dispõe que para viabilizar a aplicação uniforme da Diretiva 2003/6 nos Estados Membros da Comunidade Europeia, a Comissão

¹⁹⁶ Artigo 1º, parágrafo 2º, item “c”, da Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6 (primeira parte).

¹⁹⁷ Artigo 1º, parágrafo 2º, item “c”, da Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6 (parte final).

(*Commission of the European Communities*) deverá implementar medidas que estabeleçam disposições técnicas com orientações para a divulgação, pelas pessoas citadas no parágrafo 5º do mesmo artigo (transcrito no parágrafo seguinte), de recomendações de investimento ou relatórios, mas que estas disposições técnicas devem levar em conta o que já existe de norma aplicável aos jornalistas, incluindo as normas de autorregulação.

Para melhor compreensão do parágrafo 10, é importante saber que as pessoas citadas no art. 6º, parágrafo 5º, da Diretiva 2003/6, são as seguintes (vide transcrição):

Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that persons who produce or disseminate research concerning financial instruments or issuers of financial instruments and persons who produce or disseminate other information recommending or suggesting investment strategy, intended for distribution channels or for the public, take reasonable care to ensure that such information is fairly presented and disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates. Details of such regulation shall be notified to the Commission. (Grifos nossos)

Vê-se que o parágrafo 5º transcrito acima engloba tanto os analistas quanto os jornalistas visto que trata dos que “produzem” ou “disseminam” recomendações de investimento ou análises de valores mobiliários.

Mas da leitura do art. 6º, parágrafo 10, em conjunto com o parágrafo 5º do mesmo artigo, nota-se que a menção às normas já existentes é aplicável apenas aos jornalistas. Segundo a Diretiva, as novas normas acerca da divulgação de relatórios ou recomendações de investimento devem levar em conta as normas já existentes aplicáveis aos jornalistas. Ou seja, se já existirem normas sobre divulgação de recomendações de investimento, inclusive regras de autorregulação, estas não deverão ser desconsideradas pelo texto das novas normas.

Até este ponto, da simples leitura da Diretiva 2003/6, se tem apenas os princípios a serem perseguidos, ainda é necessário analisar as demais normas relacionadas ao tema, (as medidas de implementação), para conseguir vislumbrar como a CVM inspirou-se na Diretiva para criar a minuta da ICVM 388.

Para implementação do artigo 6º, parágrafo 5º, da Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6, primeiramente foi elaborado o “*DG Internal Market Services’ Working Document ESC 13/2003*”¹⁹⁸, com a intenção de estabelecer padrões para prover um guia prático para regulação da conduta das pessoas que produzem ou divulgam informações recomendando ou

¹⁹⁸ Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf>, acesso em 03/11/2012.

sugerindo estratégias de investimento, seja para um público específico (“distribution channels”) ou para o público em geral. Conforme determinou a Diretiva 2003/6, o documento deveria estabelecer tais padrões levando em conta as normas (incluindo a autorregulação) aplicáveis aos jornalistas.

O “*Working Document ESC 13/2003*” previa os padrões gerais para a apresentação de recomendações de investimento em seu artigo 3º, e citava expressamente a situação do jornalista, de forma muito semelhante ao que foi adotado pela CVM no Edital de Audiência Pública nº 09/07 (matéria que será objeto de maior detalhamento no item 4.3 deste trabalho):

Article 3 (General standard for presentation of recommendations)

(1) Member States shall require that all relevant persons:

- take reasonable care to ensure that facts are clearly distinguished from interpretations, estimates, opinions and other types of non-factual information;
- take reasonable care to ensure that all sources are reliable or that, where a source is not considered reliable, this is clearly indicated;
- take reasonable care to ensure that all projections, forecasts and price targets are clearly labelled as such and that the material assumptions made in producing or using them are indicated.

(2) Paragraph 1 shall not apply to journalists subject to appropriate regulation in these Member States.

O documento em referência abria espaço para que o Estado Membro permitisse que o jornalista não fosse tratado como o analista de valores mobiliários e demais agentes divulgadores de recomendações de investimento, desde que houvesse regulação específica para jornalistas.

Este “*Working Document ESC 13/2003*” foi disponibilizado para comentários e sugestões do público e de instituições interessadas no assunto¹⁹⁹. Dentre os comentários recebidos pela CESR, vale frisar os encaminhados pela *Thomson Reuters Corporation* (“Reuters”)²⁰⁰ (companhia norte-americana provedora de serviços relacionados à divulgação de informações) e pela *European Publishers Council*²⁰¹ (um grupo que reúne representantes de companhias de mídia líderes na Europa), visto que instituições atuantes na mídia.

¹⁹⁹ A íntegra dos comentários do público ao “Working Document ESC 13/2003” podem ser lidos no seguinte endereço: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/2003-05-contributions_en.htm>, acesso em 03/11/2012.

²⁰⁰ Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/reuters_en.pdf>, acesso em 03/11/2012.

²⁰¹ EUROPEAN PUBLISHERS COUNCIL. *Joint Media Industry and Journalists comments on the Working Document of DG Market on the implementation of Article 6§5 of the Directive on market manipulation*.

A Reuters elogia a iniciativa da CESR em tentar esclarecer as implicações da Diretiva 2003/6 para os jornalistas que trabalham no mercado de capitais, mas identifica alguns pontos sobre os quais o “*Working Document ESC 13/2003*” precisaria de adaptações. As principais reclamações da Reuters são: a falta de dispositivos na “Minuta da Diretiva (anexo I)” que tratem dos assuntos tratados nos “Descrição dos Artigos” do documento, e a inclusão do jornalista no termo genérico “disseminação”.

Com relação à primeira reclamação, cumpre esclarecer que o “*Working Document ESC 13/2003*” continha basicamente duas partes. A primeira, que tratava dos “Comentários Gerais” e da “Descrição dos Artigos” tinha um papel mais introdutório e explicava cada um dos artigos da “Minuta da Diretiva (anexo I)”. A segunda parte é a própria “Minuta da Diretiva (anexo I)” que, como é possível deduzir, trazia a minuta da norma de implementação da Diretiva 2003/6.

A Reuters afirmou que o texto do segundo parágrafo do artigo 8º da parte geral (“Descrição dos Artigos”) do “*Working Document ESC 13/2003*” não foi refletido em nenhum dispositivo da minuta contida no anexo I, o que seria um prejuízo, já que o texto é bastante esclarecedor no que tange aos jornalistas que apenas reportam recomendações de investimentos feitas por terceiros:

Pure news reporting on recommendations produced by third parties does not fall within the scope of this article. Moreover, the rules relating to the disclosure of the identity of third parties producing investment recommendations address the specific professional situation of journalists and guarantees them that their sources may be protected.²⁰²

Da leitura, conclui-se que segundo tal parágrafo, os jornalistas que puramente divulgassem recomendações produzidas por terceiros (ou seja, não produzissem recomendações eles próprios), não estariam englobados no artigo 8º da minuta (anexo I). Lembrando que tal artigo 8º da minuta tem como tema justamente o estabelecimento de condutas padrão para a divulgação de recomendações. Porém, o texto transcrito acima não foi refletido na minuta da norma (anexo I), deixando tal questão sem tratamento normativo.

A segunda crítica da Reuters está relacionada com a primeira e trata sobre englobar o jornalista no termo genérico “disseminação”, o que, segundo ela, gera confusão, pois um mesmo termo inclui atividades jornalísticas e não-jornalísticas. Sem a referida diferenciação,

²⁰² Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf> acesso em 03/11/2012, p. 5.

a Reuters afirma que a norma não esclarece como será tratado o jornalista que apenas dissemina informações perante as normas relativas ao mercado de capitais.

A Reuters ainda faz uma sugestão muito válida, que vai ao encontro do que foi utilizado na minuta da CVM para a ICVM 388:

In our view, the text should explicitly limit the application of the regulations to journalists who are themselves producers of recommendations e.g. journalists who make investment recommendations. The overwhelming majority of financial journalists do not themselves make investment recommendations-they merely report on newsworthy markets developments, of which third party investment recommendations are just one example. It is supremely important that the new regulations do not restrict or impede this ‘overwhelming majority’ in their daily work as financial journalists.²⁰³ (Grifo nosso)

Ou seja, se os jornalistas apenas reportarem recomendações de investimento elaboradas por terceiros, que é o mais comum, não serão submetidos às regras de divulgação de recomendações. Do contrário, se elaborarem recomendações de investimento, serão submetidos às mesmas regras de divulgação, exceto se tiverem regras específicas a eles aplicáveis.

Os comentários do *European Publishers Council* foram muito semelhantes aos da Reuters, eles entenderam que o documento deu grandes passos, como a ratificação da intenção da CESR de não infringir a liberdade de imprensa, mas que alguns aspectos estão contidos apenas na parte geral necessitando ser refletidos na minuta do anexo I, e que a palavra “disseminators” gera certa confusão.

O *European Publishers Council* ainda recomendou que o parágrafo 2º do art. 3º do “*Working Document ESC 13/2003*”, já transcrito no presente item do trabalho, seja complementado para que fique claro que a regulação específica aplicável a jornalistas possa ser proveniente de autorregulação.

Posteriormente ao recebimento dos comentários sobre o “*Working Document ESC 13/2003*”, e abarcando tais comentários emitidos pelos participantes do mercado de capitais, o “*Working Document 23/2003*”²⁰⁴ foi elaborado pelo *European Securities Committee* na

²⁰³ Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/reuters_en.pdf> acesso em 03/11/2012, p. 1.

²⁰⁴ “Proposta de Directiva da Comissão que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses”. Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/esc-23-2003/esc-23-2003-final_pt.pdf, acesso em 09/01/2012.

reunião de 29.10.2003. O novo documento detalha como o referido Comitê entende que os Estados Membros devem regular a questão da divulgação de recomendações de investimento direcionadas ao público, com o objetivo de garantir a imparcialidade e a transparência de tais informações.

O estudo feito no presente item do trabalho sobre o histórico e a evolução da Diretiva e dos *Working Documents* é importante para demonstrar o quanto foi discutido sobre o assunto, e o quanto a opinião de entidades representativas dos jornalistas foi levada em conta para se chegar à redação final.

Um dos pontos mais relevantes do “*Working Document 23/2003*” para a discussão do presente trabalho é a gama de importantes definições e conceitos que o documento traz, tais como: “recomendação” e “relatório”.

A “recomendação”, segundo o documento acima citado (item 3 do art. 1º), é um “relatório” que recomende ou sugira uma determinada estratégia de investimento, seja de forma implícita ou explícita, tratando de um ou mais instrumentos financeiros ou emissores destes, seja sobre o presente ou o futuro valor, desde que tal recomendação seja destinada à canais de distribuição ou divulgação ao público.

O conceito de “relatório”, como visto acima, é parte integrante do conceito de “recomendação”. O “relatório” consiste na emissão de informações contendo uma recomendação de investimento acerca de um instrumento financeiro ou de um emissor específicos. O relatório, para ser definido como tal, pode ser emitido por um analista de investimento, ou por qualquer outra pessoa que faça uma recomendação acerca de uma determinada decisão de investimento, inclusive um jornalista.

Da leitura das duas definições acima, vê-se que o “*Working Document 23/2003*” teve grande influência sobre a minuta da ICVM 388 proposta pela CVM, visto que baseou o critério de distinção entre os analistas e os jornalistas: a atividade jornalística fica afastada da equiparação à análise de valores mobiliários quando envolver a divulgação de opiniões ou recomendações gerais (evolução e tendências de mercado), mas equipara-se quando envolver avaliações sobre valores mobiliários específicos.

Outro ponto importante trazido pelo documento é a inclusão expressa do jornalista em diversos artigos, conforme sugerido pela Reuters e pelo European Publishers Council. O “*Working Document 23/2003*” considera que os jornalistas podem atuar como analistas de

investimento (produzindo recomendações de investimento). Na maioria dos capítulos há um parágrafo final que dispõe sobre quais itens do capítulo podem não ser aplicados aos jornalistas caso eles já possuam alguma norma semelhante regulando a mesma situação, ou seja, nos demais casos as normas que regulam os analistas são aplicáveis aos jornalistas.

Apenas a título de ilustração, o artigo 2º do “*Working Document 23/2003*”, que trata da necessidade dos Estados Membros criarem normas exigindo a divulgação da identidade dos produtores das recomendações, dispõe em seu parágrafo final que esta exigência não será aplicável ao jornalista se este já estiver sujeito à regulação equivalente (podendo até ser proveniente de autorregulação). A única condição que parágrafo final estabelece para excepcionar o jornalista é: que a regulação própria do jornalista atinja os mesmos efeitos da regulação advinda da exigência do “*Working Document 23/2003*” aos Estados Membros.

O documento em referência ainda estabelece outros relevantes pontos sobre os quais os Estados-Membros precisam elaborar normas no que tange à publicação de recomendações de investimento: divulgação de eventuais conflitos de interesse que o autor venha a ter, obrigação de divulgar a identidade de recomendação elaborada por terceiro etc. Em todos estes casos há a exceção ao jornalista que já estiver submetido à regras próprias com o mesmo conteúdo.

Em 22 de dezembro de 2003, surge a Diretiva 2003/125/CE²⁰⁵ da Comissão (já citada no item 4.1 do presente trabalho) com o mesmo texto do “*Working Document 23/2003*”, com a diferença de que o texto não seria mais um mero documento para discussão dos participantes do mercado, mas um documento oficial que deverá ser respeitado como norma vigente por todos os Estados Membros da Comunidade Europeia.

Após a análise da Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6, juntamente com os “*Working Documents*” e a norma resultante destes (a Diretiva 2003/125/CE), conclui-se que inicialmente os dispositivos das normas que tentam inibir a manipulação de mercado (através da divulgação de informações sabidamente falsas ou enganosas) são direcionados aos analistas de investimento que publicam seus relatórios ou recomendações de investimento ao público, por qualquer meio de comunicação. Porém, existem os jornalistas do mercado de capitais que, quando recomendam investimentos ao público atuam como um analista e são regulados de forma igual.

²⁰⁵ Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2003:339:0073:0077:pt:pdf,>> acesso em 07/11/2012.

Segundo Pedro Frade de Andrade e Lizete Nakao Iha²⁰⁶, representantes da Assessoria Jurídica Corporativa e Societária da antiga instituição financeira União de Bancos Brasileiros S.A. - Unibanco (atual Itaú Unibanco S.A.), vários países da própria Comunidade Europeia não recepcionaram essas Diretivas tendo em vista a problemática que envolve a regulação da atividade jornalística no mercado de capitais (problemas com a alegação de censura, por exemplo).

A informação sobre a não recepção é um tanto vaga e de difícil confirmação, tendo em vista que se teria que analisar as normas de cada Estado da União Europeia. A única jurisdição que será objeto de análise deste trabalho e que pertence à União Europeia é o Reino Unido e, neste caso, houve sim incorporação das Diretivas às normas reguladoras do mercado de capitais (conforme será visto no item 5.3 deste trabalho). Portanto, o argumento descrito acima, sobre a não recepção, não pode ser totalmente considerado.

Realmente a escolha deste critério de especificidade da informação divulgada (análise do mercado no geral ou análise de valores mobiliários específicos) pode trazer problemas, já que é possível alegar que um jornalista deve possuir total liberdade para escrever sobre o assunto que desejar, e no mercado de valores mobiliários isso incluiria a análise macro e também a análise específica de ativos determinados.

A melhor forma de distinguir o “jornalista” do “analista” parece ser a verificação caso a caso, de acordo com o critério da finalidade da divulgação. Embora pareça um tanto subjetivo, o intuito seria verificar se o autor da publicação desejava expressar sua opinião, mesmo que esta consista na análise de valores mobiliários, ou se evidentemente apenas se utilizava do meio de comunicação para burlar a necessidade de registro na CVM (obrigatória ao analista na época da ICVM 388). Contudo, mesmo que se adote a análise caso a caso, é importante manter uma norma geral sobre o assunto e, neste caso, o critério da especificidade da informação divulgada é o que há de mais eficiente.

Com a compreensão da diferenciação que a CVM estabeleceu entre analistas e jornalistas, segue-se para o próximo ponto. Nos casos em que o jornalista atua realizando recomendações e dando opiniões sobre valores mobiliários específicos, ou seja, quando atua de maneira semelhante ao analista, a minuta da nova ICVM 388 (anexa ao Edital de Audiência Pública nº 09/07) dispunha que o jornalista deveria submeter-se às regras

²⁰⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 145.

aplicáveis aos analistas e, conseqüentemente, teria a obrigação de registrar-se no supracitado órgão regulador do mercado de valores mobiliários (obrigação substituída pelo credenciamento em órgãos autorizados pela CVM, como visto anteriormente).

Na concepção dessa nova minuta da ICVM 388, o jornalista que atua como analista, ainda assim, poderia ser dispensado de obter registro na CVM (então vigente), desde que houvesse o cumprimento dos requisitos descritos nos incisos do parágrafo único do artigo 2º-A da minuta da ICVM 388. Segue-se para a análise de tais requisitos de dispensa no item 4.3.

4.3. Requisitos para Dispensa do Registro dos Jornalistas na CVM

Na versão da ICVM 388 anterior ao Edital de Audiência Pública nº 09/07, o analista, para obter autorização para atuar no mercado de capitais, necessitava de registro na CVM (art. 10) e tal situação não tinha sido alterada pela nova minuta da ICVM 388 (constante do referido Edital).

Em um mercado onde a divulgação de informações de forma completa e acurada é princípio basilar, o controle da qualidade das informações é conseqüentemente importante e, para isso, a melhor forma que o Estado encontrou para controlá-la foi submeter os seus divulgadores ao registro no órgão regulador do mercado de capitais. Nota-se que a atividade dos analistas estava fortemente cercada pela regulação estatal.

Cabe lembrar que com a ICVM 483 a obrigatoriedade do registro na CVM foi substituída pelo credenciamento em entidades autorreguladoras autorizadas pela CVM (arts. 5º e 6º), mas a ideia, que é a de manter um controle sobre quais profissionais podem ingressar neste mercado, permanece, seja por registro ou por credenciamento.

Na concepção da minuta da ICVM 388 sugerida no Edital de Audiência Pública nº 09/07, o jornalista que atua como analista poderia ser dispensado de obter registro na CVM, desde que houvesse o cumprimento dos requisitos descritos nos incisos do parágrafo único do artigo 2º-A da minuta da ICVM 388 constante do Edital.

Uma das questões que a CVM levantava na Audiência Pública é sobre a exatidão dos requisitos exigidos pela minuta da ICVM 388 para dispensar a atividade jornalística de

registro. Neste item 4.3 será realizada análise de cada um deles separadamente, na tentativa de, ao final, obter uma resposta ao questionamento da CVM.

4.3.1. Divulgação Pública

O primeiro requisito de dispensa de registro consiste na ideia de que a atividade jornalística está intrinsecamente ligada à publicação, à divulgação ao público. Uma análise do mercado de valores mobiliários feita sob pedido para assessorar uma determinada entidade, por exemplo, em nada se distingue de um estudo feito por um analista. Se não há divulgação ao público, o jornalista estaria atuando irregularmente como um analista de valores mobiliários, esta é a justificativa da existência deste requisito.

O requisito parece acertado, já que o jornalismo, por essência, necessita de divulgação ao público, é uma característica a ele intrínseca. J. B. LIBERO BADARÓ, em seu artigo sobre a liberdade de imprensa, demonstra esta característica do jornalismo:

“(…) A imprensa livre não é arma ofensiva, é o exercício natural das nossas faculdades por meio de um instrumento semelhante (digamo-lo assim) à nossa língua, e onde a diferença é só de sermos ouvidos por um maior número de pessoas (…).”²⁰⁷ (Grifos Nossos)

4.3.2. Submissão do Jornalista às Normas de Conduta

O segundo requisito de dispensa ao registro é o que considera a existência de submissão do jornalista a normas de conduta. Em setembro de 2004, a Gallup²⁰⁸ realizou uma pesquisa que demonstrou que, nos Estados Unidos, apenas 21% das pessoas acreditam que os jornalistas adotam altos padrões éticos de conduta. No ranking de profissionais, tal porcentagem os posicionou abaixo dos mecânicos de automóveis e dos membros do Congresso²⁰⁹. Em outubro de 2009, a mesma empresa publicou outra pesquisa demonstrando que em média 18% dos norte-americanos não confiam nos jornalistas de forma alguma²¹⁰.

²⁰⁷ LIBERO BADARÓ, João Batista. *Liberdade de Imprensa*.

²⁰⁸ A Gallup é uma empresa norte-americana de pesquisas, para maiores informações acessar o seguinte endereço eletrônico: <<http://www.gallup.com/corporate/115/about-gallup.aspx?ref=f>>, acesso em 17.12.2012.

²⁰⁹ HUANG, Weihua, *The Role of Financial Media in Corporate Financing*, p. 2.

²¹⁰ HUANG, Weihua, *The Role of Financial Media in Corporate Financing*, p. 2.

Com a inclusão deste item, é possível verificar que a CVM não deixa de considerar importante que os jornalistas tenham sua atividade regulada, apenas permite que a regulação já existente seja aproveitada, privilegiando os órgãos de classe que tiveram a iniciativa de elaborar normas de conduta.

As normas de conduta podem ser estabelecidas por entidade de classe dos jornalistas, pelo próprio jornal ou outro meio de comunicação no qual ele atue, ou ainda por qualquer entidade interessada e disposta a colaborar neste sentido.

Porém, a simples existência de submissão a normas de conduta não pareceu suficiente ao regulador, afinal não é possível conhecer o conteúdo de documentos tão dispersos entre os diversos órgãos interessados na ética do exercício da profissão para saber se seu conteúdo é suficiente. Por isso, através do artigo 2º-A da nova minuta da ICVM 388, contida no Edital de Audiência Pública, inspirado no Artigo 3º, parágrafo 1º, da Diretiva 2003/125/EC²¹¹ (objeto de análise no item 4.2.1 deste trabalho), a CVM estabeleceu que as regras de conduta dos jornalistas deveriam conter no mínimo os pontos a seguir (que serão avaliados um a um neste item da dissertação):

a) determine que os fatos sejam claramente distinguidos das interpretações, estimativas, opiniões ou qualquer outro tipo de informação não factual;

Quando da leitura de um texto jornalístico, o investidor, que busca informações que o norteiem em seus investimentos, não pode ter dúvidas sobre o que é “dado” e o que é “opinião”. Os “dados” são fatos, o jornalista ou o leitor pode concordar ou deixar de fazê-lo, porém estes não serão alterados, por exemplo: pesquisas e gráficos de comportamento do mercado ou de desempenho de ativos mobiliários.

Se o jornalista divulgasse apenas fatos relacionados aos valores mobiliários, em grande parte das ocasiões seus textos se resumiriam a quadros informativos, gráficos ou qualquer outro tipo de representação de números. Entretanto, como bem se sabe, seu trabalho

²¹¹ “Article 3. General standard for fair presentation of recommendations. 1. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that all relevant persons take reasonable care to ensure that: (a) facts are clearly distinguished from interpretations, estimates, opinions and other types of non-factual information; (b) all sources are reliable or, where there is any doubt as to whether a source is reliable, this is clearly indicated; (c) all projections, forecasts and price targets are clearly labelled as such and that the material assumptions made in producing or using them are indicated. (...)”. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2003:339:0073:0077:pt:pdf>>, acesso em 07/11/2012.

também envolve a interpretação destes dados, até para que a informação se torne mais acessível e facilite a melhor compreensão pelos leitores. A questão é que os dados devem ser expressamente segregados das opiniões e das estimativas, o investidor que recorre aos jornais e demais canais de comunicação precisa ter certeza de que pode confiar em um fato ou que, ao contrário, está diante da opinião do autor, e que necessitará de uma análise para concordar ou discordar da matéria jornalística.

A dificuldade é saber se é possível, na prática, fazer esta segregação. Para G. D. C. PEREIRA²¹², de cujo estudo valer-se-á na análise do presente item 3.3.1 deste trabalho, um ato comunicativo, utilizando o critério da finalidade, pode ser distinguido em: informação jornalística propriamente dita, informação publicitária e informação de entretenimento.

A “informação jornalística propriamente dita”, por sua vez, pode ser classificada em três categorias: “(1) expressão de ideias, concepções gerais, teorias, doutrinas etc.; (2) a opinião crítica sobre condutas, pessoas, fatos ou instituições; (3) narração de fatos”.²¹³

Cada tipo de informação possui um regime jurídico diferente. O autor aponta que o quesito que mais se distingue de regime para regime é a questão da análise da veracidade, indispensável para a narração de fatos, mas dispensável para a expressão de ideias e para a crítica.

Na “narração de fatos”, o jornalista tem um sério compromisso com a denominada “prova da verdade”. Nestes casos, a divulgação de informações deve ater-se à veracidade dos fatos, do contrário, a falsidade pode lesar bens jurídicos.

Com a “opinião” a situação é diferente, não é que seja permitido divulgar opiniões falsas, o que acontece é que a opinião não pode ser taxada como “verdadeira” ou “falsa”, são percepções da realidade, ou seja, é a percepção que um indivíduo tem dos dados.

Não há como passar pelo crivo judicial uma opinião ou crítica, não haveria como avaliar se estas são verídicas ou não. Para discutir e confrontar ideias e críticas é possível valer-se do âmbito acadêmico, por exemplo, mas não do Judiciário.

A diferenciação dos tipos de informação gera distintas “liberdades”: a liberdade de crônica (de narração de fatos) e a liberdade de opinião subdividida em liberdade de crítica (ou liberdade de opinião *stricto sensu*, manifestada sobre fatos, pessoas etc.) e em liberdade de expressão de ideias (convicções, doutrinas, teses etc.)²¹⁴.

²¹² PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, pp. 53 e ss.

²¹³ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, p. 54.

²¹⁴ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, p. 66.

O art. 220 da Constituição Federal, em seu *caput*, estabelece que a “manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo não sofrerão qualquer restrição, observado o disposto nesta Constituição”.

Vislumbra-se que a Constituição Federal protegeu todos os atos de comunicação, sejam ideias, opiniões ou narrações de fatos. Porém, no parágrafo primeiro do mesmo artigo citado acima, há a escolha de apenas um dos tipos de informação para nova proteção constitucional: “Nenhuma lei conterà dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social, observado o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV”²¹⁵. (Grifo nosso)

Assim, nota-se que a Constituição pátria reconhece a diferenciação entre opiniões, ideias e narração de fatos e também a existência de regime jurídico diferenciado para a cada uma das “liberdades”. Parece que “liberdade de informação jornalística” tem o mesmo sentido que a “liberdade de crônica” listada na classificação apresentada em parágrafo anterior deste item do trabalho.

No Brasil, parte do jornalismo do mercado de capitais consiste não na emissão de opiniões pelos jornalistas, mas na reprodução de análises de especialistas do mercado que, ainda assim, são capazes de influenciar uma grande massa de leitores e, principalmente, a cotação de ativos negociados no mercado²¹⁶. Assim, na maioria dos casos, o jornalista transmite a informação como uma narração de fatos, ele reproduz o que obteve de sua fonte e, conseqüentemente, se submete rigidamente à prova da verdade. Ele precisa demonstrar, quando necessário, que os dados publicados refletem fielmente as pesquisas realizadas no mercado de valores mobiliários, as análises de profissionais de investimento, ou qualquer outro tipo de dado por ele utilizado.

Quando um investidor lê uma notícia acerca do mercado de valores mobiliários, sua expectativa normalmente é encontrar informações verdadeiras, que lhe tragam segurança para a tomada de suas decisões de investimento. Nos casos em que a publicação deixa de ser uma

²¹⁵ Na Constituição Federal o artigo 5º dispõe que: “Art. 5º (...) IV – é livre a manifestação do pensamento, sendo vedado o anonimato; V – é assegurado o direito de resposta, proporcional ao agravo, além da indenização por dano material, moral ou à imagem; (...) X – são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação; (...) XIII – é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer; XIV – é assegurado a todos o acesso à informação e resguardado o sigilo da fonte, quando necessário ao exercício profissional; (...)”.

²¹⁶ REIS, Cláudia, *CVM quer regular jornalistas?*

simples reprodução de fatos e dados obtidos no mercado, quando tratamos das opiniões e das ideias, existe o perigo de os investidores receberem como fato uma opinião de uma pessoa, por vezes, desconhecedora do assunto, por isso a preocupação da nova minuta da ICVM 388 em exigir a segregação.

A ICVM 522 (já citada no item 3.1 deste trabalho) demonstra que a CVM tem interesse em adotar esta divisão entre fatos e opiniões, pois inseriu na ICVM 409, que regula os fundos de investimento, no item sobre “Regras Gerais Sobre Divulgação de Informação”, a exigência abaixo (art. 38-F), repetindo a redação da ICVM 480 (conforme citado no item 2.3 deste trabalho):

Art. 38-F. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.

Parágrafo único. Informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes.

Somente esta segregação bem definida poderá permitir ao investidor uma análise correta da divulgação de informações, e assim ele saberá que diante da narração de fatos deve deparar-se com a veracidade, e que diante de uma opinião necessitará de uma análise mais apurada para basear qualquer tomada de decisão.

Como já dito no presente item, o problema a ser enfrentado é que a divisão entre o que é “fato” e o que é “opinião” pode não ser tão clara, mesmo quando o jornalista apenas reproduz informações que obteve em fontes especializadas, a maneira de manusear esta informação e colocá-la à disposição do público pode carregar a publicação, mesmo que implicitamente, de opiniões do autor.

Portanto, vê-se que a divisão entre “fato” e “opinião” dentro do resultado da atividade jornalística não é tão simples, por vezes impossível, mesmo os meros dados podem ser “contaminados” pela percepção individual do jornalista. G. D. C. PEREIRA²¹⁷ diz que

(...) a diferença entre fato e opinião é, em boa parte, uma questão de grau, de mais a menos determinado. Isso explica a dificuldade extrema, ou melhor, a impossibilidade de se traçar, no caso concreto, uma linha demarcatória clara entre o que é opinião e o que é puro fato.

²¹⁷ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, pp. 66-67.

O autor continua o texto propondo uma solução para o problema: “O melhor critério é o bom senso e a compreensão costumeira das coisas, a compreensão do homem comum, tendo em vista a finalidade pragmática que se quer alcançar: uma decisão justa.”²¹⁸

Adotando este tipo de solução para o nosso caso prático, teríamos que a CVM seria instada a decidir caso a caso se houve a segregação ou não das “opiniões” dos “fatos” nos textos jornalísticos ao analisar se determinado jornalista cumpriu ou não os requisitos de dispensa do registro como analistas. Quanto mais conceitos indefinidos uma norma apresenta, mais insegurança jurídica, pois os indivíduos regulados, no caso os jornalistas, não conseguirão prever quais são as condutas exigíveis pelo órgão regulador.

Embora haja essa questão da insegurança jurídica, a manutenção da exigência da CVM de que as normas de conduta aplicáveis aos jornalistas determinem a segregação entre “fato” e “opinião” ainda é uma boa saída. Provavelmente, com o passar do tempo e conforme casos práticos sejam levados ao julgamento da CVM, a jurisprudência que surgir destes julgamentos irá guiar a futura conduta dos jornalistas. A partir de tal jurisprudência, será mais fácil chegar a uma solução sobre como a divisão entre “fato” e “opinião” pode ser feita em uma matéria jornalística.

b) estabeleça que as fontes das informações utilizadas sejam fidedignas ou, existindo alguma dúvida sobre sua fidedignidade, que essa dúvida seja claramente indicada;

Sobre a questão da fidedignidade das fontes das informações (na qualidade de requisito de dispensa ao registro na CVM), o artigo 4º do supracitado “Código de Ética dos Jornalistas Brasileiros” da FENAJ declara que o compromisso do jornalista é, fundamentalmente, com a verdade no relato dos fatos²¹⁹. Este compromisso se traduz em duas outras condutas: apuração precisa e divulgação correta.

O jornalista não pode inventar as informações que divulga, pois seus textos são resultado da junção entre o compêndio de dados coletados no mercado e as suas próprias observações do tema. Ao consultar suas fontes de informação, ao jornalista não é possível esquivar-se da responsabilidade advinda de suas escolhas, por isso que ele deve ser cuidadoso

²¹⁸ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, p. 67.

²¹⁹ “Art. 4º O compromisso fundamental do jornalista é com a verdade no relato dos fatos, razão pela qual ele deve pautar seu trabalho pela precisa apuração e pela sua correta divulgação.”

e optar pelas informações que sejam fidedignas. O investidor que ler uma matéria jornalística sobre o mercado de capitais deve ter a garantia de que o texto foi produzido a partir de informações de fontes seguras. Como já dito no item 2.1 deste trabalho, a informação é base para o mercado de valores mobiliários.

Sabe-se que existem circunstâncias em que a informação não passa de um rumor, de boatos sem fonte certa, e que mesmo nestes casos pode acontecer do jornalista, desejar divulgar as informações incertas, pois acredita que são presságios do que está por acontecer. Não há óbice a esse tipo de divulgação segundo o dispositivo que a nova minuta da ICVM 388 desejava incluir, desde que haja referência expressa a não fidedignidade da informação.

O requisito da fidedignidade das fontes de informação é bem razoável, já que nem nos casos em que a fonte não é fidedigna há qualquer cerceamento à liberdade de imprensa. Nestes casos, basta que o jornalista divulgue acerca da dúvida sobre a fidedignidade da fonte de informação. Isto porque o objetivo da norma que a CVM pretendia editar era o de proteger o investidor do mercado de valores mobiliários de informações enganosas, e não cercear o jornalista. Ademais, a CVM deve cuidar para que haja transparência de informações, e não para que o investidor seja restringido do acesso a determinadas informações.

c) discipline os requisitos e eventuais restrições para a negociação de valores mobiliários pelos responsáveis pela divulgação das opiniões, em padrão no mínimo equivalente àquele estabelecido no art. 7º, inciso IV, e seus parágrafos 1º e 2º;

O ponto acima cita o “art. 7º, inciso IV, e seus parágrafos 1º e 2º”, porém tal artigo 7º, na minuta nova ou na antiga da ICVM 388, não possui tais parágrafos, existe apenas o parágrafo único. Talvez tenha ocorrido algum equívoco e a CVM tenha tentado citar apenas o que segue abaixo (inciso IV e parágrafo único do art. 7º):

Art. 7º (...)

IV - negociar, no período compreendido entre o décimo dia útil que anteceder a divulgação ao público de análises de investimento sobre um emissor ou seus valores mobiliários até o quinto dia útil subsequente, inclusive, os respectivos valores mobiliários que tenham sido objeto de sua análise.

Parágrafo único. A vedação de que trata o inciso IV deste artigo aplica-se ao cônjuge, companheiro e parentes de primeiro grau do analista.

A restrição à negociação de valores mobiliários no período que antecede (10 dias úteis) e o período subsequente (5 dias úteis) objetiva evitar o problema do conflito de interesse citado no item 3.2.1 deste trabalho. Esta restrição é uma boa forma de impedir que jornalistas possam se utilizar da divulgação de matérias jornalísticas para “esquentar” ações que possuam em suas carteiras, por exemplo.

A ampliação da vedação de negociação aos cônjuges, companheiros e parentes de primeiro grau do jornalista também é muito acertada, tendo em vista que não é rara (não só no mercado de capitais, mas no cometimento de fraudes em geral) a utilização dos denominados “laranjas” ou “testas-de-ferro”, como conhecidos vulgarmente. Para dificultar eventuais investigações, ou até para descaracterizar algum tipo penal que dependa de determinadas características do sujeito ativo para ser considerado crime, é comum utilizar-se de um terceiro que emprestará o seu nome para a realização de determinada ação, sem que os resultados benéficos sejam repassados a este terceiro. Resumidamente, o “laranja” é apenas um “instrumento” utilizado pelo infrator.

Se não houvesse tal ampliação, o jornalista poderia utilizar um membro de sua família para fazer uso da informação por ele divulgada e transacionar no mercado de capitais com o ativo objeto da matéria jornalística. Após a transação, os resultados positivos obtidos seriam repassados do parente ao jornalista (ou ele faria proveito dos resultados indiretamente, nos casos de parentes próximos) e não haveria como punir o jornalista, pois ele não teria sido o autor das transações.

Analizando-se o dispositivo transcrito acima, talvez a sua única falha seja a de citar datas específicas (10 e 5 dias úteis), já que pode ocorrer de uma transação feita no 11º dia útil anterior à publicação de matéria pelo jornalista, por exemplo, também caracterizar-se como operação realizada com conflito de interesses. Porém, se a norma se utilizasse de termos relativos à “recentemente” ou “futuro próximo”, o seu conteúdo poderia ficar muito subjetivo e isto atrapalharia a sua aplicação. No item 5.3 do presente trabalho, que trata de casos práticos de atuação irregular de jornalistas no Reino Unido, com a leitura do caso da coluna denominada “City Slickers”, será possível verificar a dificuldade da utilização de termos mais vagos.

d) determine que os profissionais adotem as devidas precauções no sentido de poderem demonstrar, em eventual investigação sobre a prática de ilícitos no mercado de capitais, o caráter razoável das recomendações efetuadas;

Primeiramente, cabe esclarecer que o estudo mais detalhado dos ilícitos do mercado de capitais será adiado para o item 6.1.3 deste trabalho, nele se discorrerá, inclusive, sobre a aplicabilidade de tais ilícitos às condutas dos jornalistas financeiros.

Com o requisito descrito nesta letra “d”, a CVM objetivou que as normas de conduta dos jornalistas dispusessem sobre precauções que pudessem ser tomadas pelos jornalistas para demonstrar que as recomendações divulgadas eram razoáveis.

Como foi visto no item 3.3.2 deste trabalho, os jornalistas possuem direito de resguardar o sigilo da fonte. A CVM, provavelmente, ciente deste direito do jornalista, mas preocupada com a possibilidade de abuso do direito em prejuízo do mercado de capitais, optou por estabelecer este item “d”, solicitando que os jornalistas, se não puderem apresentar suas fontes de informação, que ao menos atuem para demonstrar, de outras formas, que não divulgaram informações falsas, por exemplo, intencionalmente.

Analizados os itens de “a” a “d”, cabe lembrar que, conforme descrito no item 4.1. deste trabalho, no Edital de Audiência Pública nº 09/07 a CVM havia feito dois questionamentos sobre as normas de conduta²²⁰.

Com o primeiro questionamento sobre normas de conduta, a CVM queria saber do mercado se as normas de conduta profissional atualmente aplicáveis aos jornalistas — oriundas de seus órgãos de classe ou, ainda, dos veículos de comunicação ao qual estão ligados — são suficientes para evitar a possibilidade de abuso. A resposta a este questionamento será adiada para o item 6.4.2 do presente trabalho, pois nele haverá uma breve análise sobre a existência de normas atualmente aplicáveis sobre o jornalismo financeiro.

A segunda pergunta da CVM, por sua vez, indagava se o conteúdo mínimo previsto para as normas de conduta profissional estaria adequado e, se existiriam outros requisitos diferentes dos ali previstos que poderiam ser requeridos. Tendo em vista que o item 6.4.2 deste trabalho trata da análise de proposta de órgão autorregulador para o jornalista financeiro, este questionamento também terá sua discussão adiada para o referido item.

²²⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública nº 09/07*, pp. 2-3.

4.3.3. Normas de Conduta Disponíveis para Consulta em Endereço Eletrônico

Este item tratará do terceiro requisito de dispensa de registro do jornalista, por ele a CVM exige que as normas de conduta às quais o jornalista esteja submetido sejam disponibilizadas na internet. Exige, ainda, que o endereço eletrônico seja citado ao final da publicação, para que o leitor tenha acesso ao endereço no qual poderá ter total ciência de quais regras disciplinam a atuação daquele jornalista, e para que tenha condições de avaliar possíveis conflitos de interesse ou o quanto ele está comprometido com determinadas restrições.

Com a democratização do acesso à internet, o meio eletrônico se tornou um dos mais eficazes na proliferação de informações e a CVM tem se mostrado um órgão regulador que acompanha essa modernização da comunicação. Tal constatação é possível pela análise do site da CVM, que disponibiliza todas as normas por ela emitidas e demais informações de relevância para o mercado. H. E. S. KISTLER, sobre a utilização da internet pela CVM, declara que “Hoje, a CVM não só dissemina instantaneamente suas regras pela *Internet*, como o público pode participar de seu processo de criação através de comentários por e-mail a projetos em audiência pública.”²²¹

A utilização da internet para manutenção de cópia das normas de conduta aplicáveis ao jornalista é um grande facilitador. Com a utilização do endereço eletrônico, é possível utilizar um pequeno espaço na matéria jornalística para fazer referência ao endereço onde se encontram as normas de conduta, sem a internet seria necessário fazer um extenso *disclaimer* contendo a transcrição ou o resumo das normas de conduta.

Com relação a este requisito, talvez a norma pudesse ter previsto um método alternativo para aqueles que ainda não possuem acesso à internet, ou que preferem não utilizar-se dela, exigindo que o meio de comunicação responsável pela publicação mantivesse uma versão física em suas dependências para eventual consulta de investidores.

Esta exigência de manutenção concomitante de documentos em endereço eletrônico e por meio de arquivo de via física não é inédito, já é utilizado pela CVM em outros normativos. A ICVM 400, por exemplo, em seu art. 42, parágrafo 3º, dispõe que o Prospecto

²²¹KISTLER, Henri Eduard Stupakoff, *Comissão de Valores Mobiliários – Um estudo de caso sobre a evolução na recepção e disseminação eletrônica de informações*.

Definitivo de determinada oferta de valores mobiliários, deve estar disponível (na data do início da distribuição dos referidos ativos) na sede e na página da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, das instituições intermediárias do consórcio, da própria CVM e da bolsa de valores ou mercado de balcão onde os valores mobiliários da emissora estão admitidos à negociação.

Após a análise de cada um dos itens que consistem em requisitos para dispensa do registro dos jornalistas na CVM, vale retornar ao primeiro questionamento feito pela CVM no Edital de Audiência Pública nº 09/07²²² para tentar respondê-lo (conforme transcrito no item 4.1 deste trabalho): se tais requisitos estariam corretos e quais outros requisitos poderiam ser propostos. Entende-se que os requisitos estão corretos e são suficientes, não havendo a necessidade de outros, conforme será explanado abaixo.

O primeiro requisito, sobre a divulgação pública, é essencial, pois sem divulgação pública não há caracterização da atividade jornalística.

Igualmente essencial é o segundo requisito, pois a exigência de submissão a normas de conduta de órgão regulador (ou autorregulador) vai ao encontro da principal preocupação demonstrada pela CVM: não permitir que o jornalista financeiro fique sem nenhuma regulação. Submetendo o jornalista a normas de conduta, há possibilidade de suprir a maioria dos problemas relativos à atuação do jornalista financeiro, conforme visto no item 4.3.2, quando se analisou o conteúdo mínimo exigido pela CVM.

Por fim, o terceiro requisito é relevante por ser complementar ao segundo, ou seja, se não houvesse a exigência de disponibilização das normas de conduta na internet, não haveria como o leitor verificar se o jornalista está submetido à norma suficientes para garantir a credibilidade da sua matéria jornalística.

4.4. Resultados do Edital de Audiência Pública nº 09/07

Os itens 4.1 a 4.3 deste trabalho trataram de explanar sobre o conteúdo do Edital de Audiência Pública nº 09/07, no que tange ao jornalista do mercado de capitais (inclusão do

²²² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública nº 09/07*, pp. 2-3.

artigo 2º-A na ICVM 388). Cumpre ao presente item tratar dos resultados da audiência pública, ou seja, verificar qual foi a reação do mercado às propostas.

Em consulta ao Processo nº RJ-2006-6136²²³, que une as sugestões encaminhadas pelos interessados nas alterações propostas pela CVM no Edital de Audiência Pública nº 09/07, é possível ter acesso às manifestações dos agentes do mercado e constatar que a minuta foi duramente criticada pelo mercado.

Da leitura do processo, salienta-se que as principais críticas direcionavam-se à ausência de competência da CVM para regular a atividade jornalística, e ao cerceamento da liberdade característica da profissão. Neste item serão analisadas algumas de tais críticas.

Iniciando pelos comentários encaminhados pela Associação Nacional de Jornais (ANJ)²²⁴, através de seu presidente na época (Nelson P. Sirotsky), a instituição declarou que a nova minuta para a ICVM 388 era inaceitável e que constituía cerceio da liberdade de informação jornalística:

(...) a ANJ aponta a completa inadequação da pretensão da CVM de legislar sobre o exercício da atividade jornalística. Trata-se de iniciativa claramente inconstitucional, diante do disposto no parágrafo primeiro do artigo 220 da Constituição: Nenhuma lei conterá dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social.²²⁵

A ANJ também argumentou que a credibilidade que o público tem nos jornalistas está intimamente ligada à liberdade com que exercem a profissão e que a regulação pela CVM eliminaria tal liberdade que lhes é tão essencial.

Outra entidade representativa dos jornalistas a se manifestar no Processo nº RJ-2006-6136 foi a Associação Nacional de Editores de Revistas (ANER)²²⁶, representada por seu diretor jurídico Lourival J. Santos, que manifestou sua contrariedade à nova minuta da ICVM 388 com a justificativa de que esta fere a liberdade de expressão e comunicação (art. 5º, IX e XIV, e art. 220, parágrafo 1º da Constituição Federal). A ANER afirma que, segundo a nova minuta da ICVM 388, os textos a serem publicados pelos jornalistas deveriam passar a ser

²²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*.

²²⁴ A ANJ tem como associados importantes jornais brasileiros: O Estado de S. Paulo, O Globo, Folha de S. Paulo, Correio Braziliense, por exemplo. Para maiores informações sobre a associação, acessar: www.anj.org.br.

²²⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 446.

²²⁶ A ANER tem como associados, por exemplo, a Editora Abril S.A. e a Editora Três. Para maiores informações sobre a associação, acessar: www.aner.org.br.

submetidos à prévia aprovação da CVM, o que manifestaria a intenção da CVM de criar uma instância disciplinadora das informações a serem divulgadas, ou melhor, um órgão de censura.

O argumento da ANER, descrito acima, demonstra que a entidade não entendeu a proposta da CVM. Embora a minuta para a nova Instrução possa receber críticas sobre o seu conteúdo, não cabe dizer que ela condiciona “a publicação de texto jornalístico à aprovação prévia e a aplicação de determinados crivos”²²⁷, não há qualquer dispositivo que remeta ao entendimento de que os textos jornalísticos precisariam ser submetidos ao prévio crivo da CVM com a nova ICVM 388.

O Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI²²⁸, em sua resposta ao Edital de Audiência Pública nº 09/07, focou mais nas alterações da ICVM 388 relativas aos analistas de valores mobiliários e mais brevemente sobre os jornalistas. Com relação aos jornalistas, o IBRI manifestou sua opinião de que, como o assunto é muito polêmico, dificilmente se chegaria a uma unanimidade, e sugeriu que a CVM recomendasse a adoção de práticas de autorregulação aos jornalistas com normas próximas às aplicáveis aos analistas, e que sugerisse que os jornalistas sempre consultassem a empresa antes da divulgação da reportagem²²⁹.

A manifestação do Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. (atual Itaú Unibanco S.A.)²³⁰, por meio de sua Assessoria Jurídica Corporativa e Societária, foi no mesmo sentido da manifestação do IBRI. O Unibanco entendeu que a questão é muito delicada pela possibilidade de conflitar com os princípios constitucionais da liberdade de expressão e regras da Lei de Imprensa, e recomendou o mesmo que o IBRI.

A APIMEC²³¹, já citada no item 4.2 deste trabalho, em conjunto com o IBCPI – Instituto Brasileiro de Certificação dos Profissionais de Investimento, entendeu que não existem motivos para diferenciar qualquer tipo de profissional quando este exercer a atividade própria de analista, seja ele gestor, administrador, consultor, autônomo, analista técnico, médico, advogado, engenheiro, jornalista, economista ou qualquer outra profissão. E, ainda, que:

²²⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 450.

²²⁸ Para maiores informações sobre o IBRI, acessar: www.ibri.com.br.

²²⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, pp. 85-91.

²³⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, pp. 144-145.

²³¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, pp. 91-104.

Lembramos que existem situações que poderiam ser melhor monitoradas e coibidas pelos próprios veículos de comunicação e suas entidades associativas, empregadores de profissionais abrangidos nesta instrução, bem como associações de classe. Atendendo o princípio de transparência, todas essas providências e orientações deveriam ser divulgadas para conhecimento geral das regras que regem cada veículo de comunicação, entidades associativas e empregadores.

Embora a APIMEC e o IBCPI comecem seu texto discordando da CVM, observa-se que na verdade a sua sugestão é bem parecida com o que a CVM propõe, qual seja, criar uma forma para que os órgãos ligados aos jornalistas possam monitorar o desenvolvimento de suas atividades (as normas de conduta) e que, quando o jornalista agir como analista, aí sim a CVM seja competente, ou seja, tratar o jornalista que atua como analista da mesma forma que o analista.

A única que se manifestou expressamente de forma favorável à minuta da ICVM 388 foi a antiga ANBID²³², pois entendeu que o trabalho dos jornalistas abrange um público investidor de varejo relevante, e, talvez, até maior do que o alcançado pela divulgação de recomendações de analistas e que, por essa razão, os jornalistas necessitariam de alguma regulamentação. A ANBID concordou que a adoção de requisitos mínimos estabelecidos pela CVM ao invés do registro, como era exigido dos analistas, seria razoável e capaz de mitigar os riscos da divulgação de informações inadequadas aos investidores²³³.

Após o encerramento do prazo da Audiência Pública, a CVM publicou novo Edital, no dia 25 de junho de 2008, sob o número 03/2008²³⁴, declarando que o artigo que constava no Edital nº 09/07, sobre a regulação da atividade jornalística, não seria incluído na minuta da Instrução, ou seja, que a CVM não estabeleceria tratamento diferenciado aos jornalistas:

Referidas propostas não foram consideradas necessárias ou convenientes por nenhum setor do mercado. De um lado, os analistas, por meio de sua entidade representativa, argumentaram que não há justificativa para o tratamento privilegiado dos jornalistas, se estes exercerem atividades típicas de analistas. De outro lado, os jornalistas não viram vantagens no tratamento diferenciado proposto pela minuta de 2007.

O referido artigo 2º-A não foi alterado na época, conforme mencionado acima, e hoje a ICVM 483, que é a atual norma reguladora da atividade do analista, também não tratou do jornalista, o assunto foi abandonado em razão da resistência do mercado em discuti-lo.

²³² A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) realizou fusão com a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA), resultando na Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ABFIMA).

²³³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p, 131.

²³⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS *Edital de Audiência Pública nº 03/2008*.

Quando a CVM publicou o Edital de Audiência Pública nº 03/2008, citado acima, o advogado Paulo Guilherme Hostin Sămy argumentou que mesmo que a CVM tenha tirado o art. 2º-A da minuta da ICVM 388, a expressão “quaisquer textos” contida no conceito de “relatório de análise”, do parágrafo 1º do artigo 1º, acabaria criando a possibilidade da CVM regular o jornalista, segue transcrição para análise:

Art. 1º (...)

§1º Para efeitos da presente Instrução, a expressão ‘relatório de análise’ significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários ou sobre emissores de valores mobiliários que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.²³⁵

Segundo Paulo Guilherme Hostin Sămy, o conceito de “relatório de análise” estaria muito amplo e poderia gerar censura dos jornalistas pela CVM:

Jornalistas e comentaristas políticos e econômicos precisarão sempre, em suas análises, inferir tendências dos diversos mercados para compor suas respectivas análises, mencionando-as em seus artigos, o que se diferencia de qualquer aconselhamento de compra, venda ou manutenção de determinado ativo. Assim, supor que o dólar ou a bolsa possam subir ou cair num determinado período de tempo e derivadamente provoquem desdobramentos políticos determinados, tal suposição e correlação – hipótese de trabalho e não afirmação - não se traduz em aconselhamento a investidores para que assumam tais ou quais posições de compra ou de venda no mercado financeiro. Mas, a luz do texto da Instrução em audiência, são enquadráveis como infração, censura e risco aos comentaristas.²³⁶

Paulo Guilherme Hostin Sămy entende que o conceito de “relatório de análise” precisa ser mais específico e, indiretamente, acaba sugerindo que deveria existir (nas normas da CVM) uma distinção entre uma “análise de valores mobiliários” e uma “reportagem”. Segundo ele, a reportagem seria aquela feita por jornalista e que não recomenda a compra ou venda de ativos, ou seja, uma matéria jornalística pura, sem recomendações (que é função dos analistas).

Em resposta às críticas do parágrafo acima, a CVM, no MEMO/SDM/Nº 02/10, datado de 03 de março de 2010²³⁷, apontou que a exata abrangência do conceito de “relatório de análise” deve ser feita, quando da entrada em vigor da norma, pela interpretação dos usuários da norma, em especial as áreas técnicas da CVM e seu Colegiado. Além do mais,

²³⁵ Redação do parágrafo 1º do art. 1º da minuta para a ICVM 388 sugerida pelo Edital de Audiência Pública nº 03/2008. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS *Edital de Audiência Pública nº 03/2008*, p. 9.

²³⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 534.

²³⁷ Memorando elaborado em razão da reunião do Colegiado nº49/09, realizada em 22 de dezembro de 2009, na qual o Colegiado debateu a minuta de Instrução proposta pelo Edital de Audiência Pública nº 03/2008 e aprovou a minuta editada como ICVM 483. O Memorando pode ser consultado no seguinte documento: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, pp. 864-865.

esclareceu que o parágrafo 1º deve ser lido em conjunto com o *caput* do art. 1º da minuta para a nova ICVM 388, que diz que analista de valores mobiliários é a pessoa natural que elabora os relatórios de análise “em caráter profissional”, não abrangendo qualquer debate ou comentário em meios de comunicação relativo ao mercado de capitais.

Em outro documento²³⁸, mas ainda sobre as críticas realizadas por Paulo Guilherme Hostin Sämy, a CVM manifestou expressamente não querer exercer papel de censura em relação ao exercício da atividade jornalística, e que não era intenção da nova minuta da ICVM 388 exigir qualquer registro para comentaristas econômicos, o objetivo era apenas barrar os analistas que desejassem divulgar análises sem registro na CVM sob a alegação de que são jornalistas.

Na versão final da minuta da ICVM 388, editada após a Audiência Pública nº 03/2008 (que resultou na edição da ICVM 483), o supracitado parágrafo 1º do artigo 1º foi inserido e está em vigor até hoje. Entretanto, foram realizadas pela CVM algumas alterações na redação do parágrafo, cuja versão final na ICVM 483 segue (com as alterações em destaque):

Art. 1º (...)

§1º Para os fins da presente Instrução, a expressão ‘relatório de análise’ significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.” (Grifos nossos destacando as alterações)

As inserções de “específicos” e “determinados” têm muita relação com os requisitos que a CVM utilizou no Edital da Audiência Pública nº 09/07 para diferenciar os analistas de valores mobiliários dos jornalistas, conforme discutido no item 4.2 deste trabalho. Tais inserções também contribuíram para amenizar o ponto levantado por Paulo Guilherme Hostin Sämy.

Vê-se que, de alguma forma, mesmo que mínima, no texto da norma vigente (a ICVM 483) ainda restou um pouco do “safe harbor” que a CVM pretendia garantir aos jornalistas. Assim, se o jornalista escreve uma reportagem analisando o mercado em geral não há que se falar em “relatório de análise”, mas se houver análise de valores mobiliários “específicos” ou “determinados”, a atividade do jornalista poderá ser equiparada à do analista. Nota-se que segundo o texto da ICVM 483, o jornalista ainda poderia ser enquadrado como emissor de um “relatório de análise”.

²³⁸ Relatório de Análise SDM – Minuta de Relatório – Pós Audiência Pública, de 29 de outubro de 2008. O Relatório pode ser consultado no seguinte documento: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, pp. 739-740.

Interessante que, mesmo após tantas críticas recebidas pela CVM durante a audiência pública do Edital nº 09/07, a ideia geral do “safe harbor” tenha permanecido na ICVM 483 sem mais críticas dos participantes do mercado ou outros interessados. Comparando os textos, a principal diferença entre a primeira minuta da ICVM 388 e a vigente ICVM 483 é que nesta última não há qualquer menção expressa ao jornalista, e talvez isto tenha evitado as críticas do mercado.

Talvez os autores das críticas recebidas no Edital da Audiência Pública nº 09/07, conforme analisadas no presente item, não tenham compreendido o correto objeto da discussão, pois com a norma vigente (ICVM 483) a situação do jornalista está muito mais nebulosa do que na minuta que a ICVM 388 traria. Na minuta da ICVM 388, por exemplo, havia requisitos de dispensa ao registro do jornalista na CVM que levavam em consideração a existência de normas de conduta já aplicáveis aos jornalistas, e isto não existe mais na norma vigente.

Pode ser que a questão da possibilidade da CVM estar regulando uma atividade sobre a qual não é competente (os jornalistas) tenha ofuscado a visualização da real intenção da CVM pelos participantes do mercado que participaram da audiência pública: regular os analistas (mesmo que agindo sob outra roupagem, a de jornalistas, por exemplo). Em razão disto, o tema da “competência” merece estudo mais pormenorizado no item 4.5 seguinte.

4.5. Competência Constitucional da CVM para Regular os Jornalistas

Uma das principais críticas ao Edital de Audiência Pública nº 09/07, por isso o destaque em um novo item no presente trabalho, foi a falta de competência da CVM para regular a atividade do jornalista. Porém, da análise do referido edital, não pareceu que a intenção da CVM tenha sido a de regular a atividade jornalística. Este item irá verificar se realmente houve tentativa de regulação da atividade do jornalista pela CVM, tendo em vista que ela alegou a intenção de apenas criar um “safe harbor”, com o objetivo de simplesmente proteger a atividade do jornalista da equiparação com a do analista de valores mobiliários em determinadas situações em que isto não deveria ocorrer.

No Processo Administrativo nº RJ-2006-6136 da CVM, a ANJ diz que a CVM extrapolou as suas competências descritas na Lei nº 6.385/76 e que mesmo com relação aos analistas a lei pode ser considerada inconstitucional:

Além de ferir o princípio básico da liberdade de expressão, a iniciativa da CVM também extrapola as atribuições da autarquia. A ANJ considera que não cabe à CVM até mesmo regulamentar a profissão de analista de valores mobiliários, embora isto esteja previsto na Lei nº 6.385/76. Estabelecer qualificações profissionais é competência constitucionalmente atribuída ao legislador ordinário (vide o art. 5º, XIII da Constituição Federal), e não ao administrador público federal, ainda que do mais alto cargo da instituição. A opinião de juristas notáveis é a de que a Lei na qual se baseia a CVM para pretender nova Instrução Normativa não resiste também a um exame constitucional mais rigoroso.²³⁹

O jornalista não é considerado pela Lei nº 6.385/76 como intrinsecamente ligado ao mercado de capitais e, por conseguinte, a profissão não é submetida expressamente à regulação da CVM, cujos participantes do mercado por ela regulados estão descritos no artigo 1º da referida lei. Porém, desmesurada é a declaração da ANJ quanto ao analista de valores mobiliários, tal profissão é sim competência da CVM, tendo em vista que a lei ordinária assim o estabeleceu expressamente (a Lei nº 6.385/76). A ANJ nem se deu ao trabalho de citar quais seriam estes renomados juristas que defendem a incompetência da CVM para regular as matérias previstas na Lei nº 6.385/76. No item 1.4.2.2 deste trabalho, que discorre sobre a função normativa da CVM, já se discutiu esta questão.

A ANER também seguiu a linha da ANJ e criticou a competência da CVM para editar normas disciplinadoras da atividade jornalística, para a ANER há:

(...) absoluta incompetência da CVM ao pretender, por força de medidas administrativas internas, criar regras disciplinares para o jornalista e a atividade por ele desenvolvida (...)²⁴⁰

A ANER expõe que a profissão de jornalista já foi devidamente regulamentada por normas jurídicas com posição hierárquica superior a uma simples Instrução Normativa, o Decreto-Lei 972 (objeto de discussão no item 3.2.3 deste trabalho), e a Lei nº 7.360, de 10 de setembro de 1985 (que alterou dispositivos do Decreto-Lei 972), regulamentado pelo Decreto nº 91.902, de 11 de novembro de 1985. A entidade também sugere que o artigo 2º-A da ICVM 388 não seja incluído na nova minuta por ser ato manifestamente ilegal e

²³⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 446.

²⁴⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, p. 451.

inconstitucional e, portanto, desprovido de qualquer conteúdo que os legitime dentro do sistema legal brasileiro.

Além das críticas registradas no Processo nº RJ-2006-6136, houve outras manifestações propagadas na mídia, principalmente advindas das entidades de classe dos jornalistas, sobre o eventual cerceamento do exercício de suas atividades por órgão incompetente para tanto. A Federação Nacional dos Jornalistas (FENAJ) e a Associação Brasileira de Imprensa (ABI)²⁴¹, de início, já se mostraram contrárias a um futuro “cerceamento” de conteúdo jornalístico. O presidente da FENAJ na época, SÉRGIO MURILLO, chegou a declarar que se realmente houvesse cerceamento e restrições sobre o conteúdo jornalístico, haveria oposição aguerrida por parte da FENAJ e dos sindicatos²⁴². MAURÍCIO AZÊDO, presidente da ABI, declarou que acreditava que a proposta fosse claramente inconstitucional, que a CVM não possui poder para legislar sobre conteúdo jornalístico e disse ainda que sua posição independia da análise do Edital de Audiência Pública.²⁴³

Os jornalistas, representados por suas entidades de classe, temiam que qualquer tipo de regulação por parte da CVM pudesse interferir na sua liberdade de divulgação de informações. Maurício Azêdo citou um caso envolvendo o jornal Monitor Mercantil²⁴⁴ no qual, mesmo sem a normatização adequada, a CVM interveio na publicação de informações sobre o mercado de capitais. Segundo Marcos de Oliveira, diretor de redação do jornal, em 2006 ele recebeu ofício da CVM cujo intuito era impedir a publicação da coluna de Rogério Marques, sobre mercado de capitais, no jornal do Rio de Janeiro, obrigação que, se não cumprida, acarretaria multa diária de R\$ 2 mil reais. O diretor do referido jornal declarou que a intimação foi um atentado à liberdade de expressão dos jornalistas e, portanto, inconcebível, e diz que “A CVM não é a entidade adequada para dizer o que o jornalista deve fazer, ou o que o jornal deve publicar”²⁴⁵.

Pesquisando sobre a ocorrência acima no endereço eletrônico da CVM, é possível encontrar o Parecer do Comitê de Termo de Compromisso referente ao Processo

²⁴¹ Para maiores informações sobre a ABI, acessar o seguinte endereço eletrônico: <http://www.abi.org.br/>.

²⁴² *Entidades reagem a restrição da CVM a jornalistas*, Estado de São Paulo.

²⁴³ *Entidades reagem a restrição da CVM a jornalistas*, Estado de São Paulo.

²⁴⁴ Para maiores informações sobre o jornal, acessar o seguinte endereço eletrônico: <http://www.monitormercantil.com.br/index.php?pagina=Empresa>.

²⁴⁵ *Entidades reagem a restrição da CVM a jornalistas*, Estado de São Paulo.

Administrativo CVM nº RJ2006/6572²⁴⁶. Tal processo não é exatamente sobre as condutas de Rogério Marques, mas sim de Gil Ari Deschatre (apesar de citar brevemente Rogério Marques). De qualquer forma, é válida a análise do caso, pois demonstra um pouco a intenção da CVM com relação aos jornalistas.

Tal processo foi originado de fiscalização efetuada pela CVM em abril de 2006, pela qual se detectou recomendações, análises e estudos sobre valores mobiliários de autoria de Gil Ari Deschatre, divulgados através do site “www.deschatre.com.br”²⁴⁷ e da coluna "Análise Técnica"²⁴⁸ do Jornal Monitor Mercantil. A CVM entendeu que as publicações resultavam do exercício da atividade de analista de valores mobiliários e que Gil Ari Deschatre não estaria registrado junto à Comissão para tanto (exigência que ainda estava em vigor na época, pois anterior às mudanças trazidas pela ICVM 483).

Gil Deschatre, na época da fiscalização, era registrado na CVM como administrador de carteira de valores mobiliários, mas não como analista. O Parecer cita manifestação da Procuradoria Federal Especializada – PFE sobre a matéria, declarando que faz-se necessária obtenção do registro específico de analista de valores mobiliários junto a CVM, ainda que o profissional seja registrado como administrador de carteira de valores mobiliários.

Em 24/04/06, a CVM oficiou Gil Deschatre para a imediata suspensão da divulgação de qualquer recomendação, relatório de acompanhamento ou estudo sobre valores mobiliários que ele tivesse realizado, e sua retirada de todas as bases de dados acessíveis ao público investidor (ainda que público restrito). O autor das colunas respondeu à CVM que tomara as providências cabíveis e a CVM constatou que no site “www.deschatre.com.br”, Rodolfo Luiz Cavina de Lima e Silva (registrado como analista de valores mobiliários junto à CVM) passara a constar como analista responsável pelas análises e recomendações sobre valores mobiliários.

A nova fiscalização da CVM também foi realizada em exemplares do “Jornal Monitor Mercantil”, e neste a CVM verificou que a coluna "Análise Técnica" passou, a partir de 26/05/06, a ser assinada por Rogério Marques (aqui aparece o nome do caso citado mais

²⁴⁶ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5568-0.HTM>>, acesso em 01/01/2013.

²⁴⁷ Pesquisando no referido endereço eletrônico, não se encontram mais análises de valores mobiliários, o site apenas descreve os serviços da empresa “Deschatre”, quais sejam: montagem de fundos e clubes de investimento, administração de carteiras e consultoria.

²⁴⁸ Atualmente o jornal não possui mais a referida coluna, porém existe coluna denominada “Opinião do Analista”, cujo conteúdo parece ser equivalente ao da coluna “Análise Técnica” e são sempre assinadas por analistas.

acima pelo presidente da ABI), na qualidade de "interino", mas que a coluna manteve a forma e o conteúdo similares aos da coluna assinada anteriormente por Gil Deschatre.

Ocorre que Rogério Marques também não figurava como analista de valores mobiliários nos registros da CVM (como era exigido na época), e esta última oficiou o “Jornal Monitor Mercantil” para a adoção das providências cabíveis. O referido jornal respondeu à CVM que o nome “Rogério Marques” é pseudônimo de um jornalista, mas que não informaria os demais dados de identificação deste, a não ser que fossem intimados judicialmente para tanto. O jornal também argumentou que a coluna não continha atividade de analista, mas apenas comentários jornalísticos a respeito de valores mobiliários. Todavia, a atuação do Jornal Monitor Mercantil não foi objeto do Processo nº RJ2006/6572 em questão, e não foi possível encontrar mais informações sobre o ocorrido.

Com relação à atuação de Gil Deschatre, objeto do supracitado processo administrativo, foi encaminhada à CVM proposta de Termo de Compromisso, que foi aceita pela CVM. Gil Ari Deschatre teve que realizar o pagamento da quantia de R\$ 10 mil, à vista, para a CVM.

A aceitação da proposta pela CVM deu-se em razão da cessação da atividade irregular por parte de Gil Deschatre, com a retirada das recomendações e relatórios de análise de todas as bases de dados acessíveis ao público investidor. Ademais, a CVM entendeu que o fato de pessoa devidamente registrada como analista passar a figurar como responsável pela coluna no site, e o fato do Jornal Monitor Mercantil também não ter publicado mais a coluna assinada por Gil Deschatre (desde maio até a data do julgamento da proposta de Termo de Compromisso), demonstraram o comprometimento dele com o cumprimento das normas emitidas pela CVM.

Neste caso de Gil Deschatre, resta clara a intenção da CVM: regular o analista de valores mobiliários. Gil Deschatre estava agindo como “analista” e não como “jornalista”, e até admitiu isso, conforme demonstra trecho do referido Parecer do Comitê de Termo de Compromisso, nele ele declara, dentre outras assertivas, que:

Conhece a Instrução CVM nº 388/03, tanto que fez o exame da APIMEC em março de 2007, para obter o credenciamento de analista de valores mobiliários;

Confirma que após 31/03/05 até o recebimento do ofício da CVM divulgou análises de valores mobiliários para o mercado, pois entendia que o seu credenciamento

como administrador de carteira permitia a divulgação dessas análises;²⁴⁹ (Grifo nosso)

Portanto, conclui-se que a CVM não intenta regular a atividade do jornalista, mas a atividade do jornalista que atua como analista, o que faz todo sentido, já que o analista é regulado pela CVM, órgão competente para regular sobre a matéria. O Edital de Audiência Pública nº 09/07 explica exatamente isto:

A minuta deixa claro que a atividade jornalística não constitui análise de valores mobiliários para os efeitos da CVM, estando afastada, portanto, a necessidade de registro, quando envolver a “divulgação de opiniões ou recomendações gerais sobre evolução e tendências de mercado” (grifou-se). Já nas situações em que a atividade jornalística envolver avaliações sobre valores mobiliários específicos propõe-se que o registro seja dispensado, desde que adotadas certas cautelas (parágrafo único, art. 2-A).²⁵⁰ (Grifos nossos)

Aline de Menezes Santos Aragão, superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM na época, declarou que o único objetivo da minuta da ICVM 388 constante do edital de audiência pública, com relação aos jornalistas, era a de coibir conflitos de interesses entre analistas e jornalistas e que achara muito injustas as críticas recebidas pela CVM²⁵¹

A intenção da CVM não é regular diretamente o jornalista, mas apenas garantir que sua atividade não fique sem qualquer fiscalização quando envolver o mercado de valores mobiliários. O jornalista estaria sob as normas da CVM no caso em que exercer atividade de analista, e mesmo nestes casos, existe a possibilidade dele não se submeter à CVM, desde que se submeta a outras regras de conduta (cumprimento dos requisitos de dispensa descritos na ICVM 388). No item 6.4.1 do presente trabalho será feita uma análise mais aprofundada sobre como a ICVM 388 não está ultrapassando os limites da competência da CVM, visto que, se entrasse em vigor, seria aplicável apenas aos jornalistas que atuam como analistas de investimento.

²⁴⁹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5568-0.HTM>>, acesso em 01/01/2013.

²⁵⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 09/07*, p. 2.

²⁵¹ *Entidades reagem a restrição da CVM a jornalistas*, Estado de São Paulo.

CAPÍTULO V – EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA

Embora este trabalho tenha como foco a regulação do jornalista no mercado de valores mobiliários brasileiro, neste capítulo alguns casos práticos do direito comparado serão analisados para verificar se a experiência estrangeira pode trazer-nos algum auxílio para a regulação da matéria no Brasil.

5.1. Casos Práticos envolvendo a Atividade dos Jornalistas no Mercado de Capitais de Outras Jurisdições

Para o estudo de casos práticos envolvendo a atividade dos jornalistas no mercado de capitais, foram escolhidas duas jurisdições: Estados Unidos da América (EUA) e Reino Unido. A escolha dos EUA deu-se em razão de possuírem um mercado de capitais mais antigo que o brasileiro, e do fato do Brasil ter buscado muito a experiência norte-americana para a construção dos atos normativos brasileiros²⁵². O item 5.2 a seguir discorrerá sobre o Caso Winans e o Caso Chiarella.

O Reino Unido, por sua vez, foi escolhido em razão de ter incorporado em suas normas a “Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6” da Comunidade Europeia (objeto de estudo no item 4.2.1 deste trabalho) e por ter-se encontrado nesta jurisdição um caso prático muito semelhante ao Caso Winans, porém envolvendo a autorregulação e não a regulação estatal. A semelhança com o Caso Winans será muito útil para fins comparativos. Ademais, é interessante que conste no presente trabalho, além da atuação de um órgão regulador estatal (a SEC dos EUA), a atuação de um órgão autorregulador, no caso do Reino Unido, a *Press Complaints Commission* (PCC).

A ideia deste capítulo é analisar a aplicação das normas existentes em cada uma das jurisdições aos respectivos casos práticos, e vislumbrar as duas formas de regulação (a estatal e a autorregulação), para que ao final seja possível verificar quais experiências poderiam ser transportadas para o direito brasileiro.

²⁵² “Ademais, é inequívoco que a legislação de nosso mercado de capitais foi fortemente influenciada pela legislação federal sobre *securities* norte-americana, constituindo o recurso ao direito comparado, no caso, elemento indispensável para uma análise jurídica consistente.” EIZIRIK, Nelson, *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*, pp. 222-223.

5.2. EUA: o Caso Winans e o Caso Chiarella

Um caso que ocorreu nos Estados Unidos muito em linha com o tema do presente trabalho é o do jornalista R. Foster Winans, do *Wall Street Journal*, um dos dois autores da coluna “*Heard on the Street*”. Sobre este caso, o qual será denominado “Caso Winans”, e que ficou muito famoso na época, vale a pena refletir nas linhas seguintes²⁵³.

Da leitura deste caso, será possível analisar o problema sobre a falta de normas expressamente aplicáveis à conduta ilícita de jornalistas. De acordo com T. L. HAZEN²⁵⁴, a maioria das normas norte-americanas sobre valores mobiliários são federais, pelo menos as que produzem maior impacto sobre este mercado. E as principais normas federais sobre o tema são as seguintes: *Securities Act of 1933*²⁵⁵, *Securities Exchange Act of 1934*²⁵⁶ (que criou a SEC), *Trust Indenture Act of 1939*²⁵⁷, *Investment Company Act of 1940*²⁵⁸ e *Investment Advisers Act of 1940*²⁵⁹. Realizando pesquisa nestes normativos, não há nenhuma referência expressa à atividade jornalística no mercado de capitais.

A coluna “*Heard on the Street*”, citada acima, era um texto jornalístico de publicação diária, que continha análises sobre valores mobiliários, além da divulgação de pesquisas sobre este tipo de ativo e outros assuntos relacionados ao mercado de capitais. Estas últimas sempre continham o ponto de vista dos jornalistas, incluindo dicas ao investidor sobre quais ativos, na opinião dos autores, poderiam trazer lucros ou quais não deveriam ser objeto de investimento.

Com o tempo, a coluna conquistou tamanha confiança do público leitor que seu conteúdo era comprovadamente capaz de influenciar o fluxo de negociações e, conseqüentemente, o preço dos ativos do mercado de capitais. Percebendo a influência da coluna, Winans aproveitou-se da situação para montar um esquema de obtenção de lucros. O esquema consistia na antecipação do conteúdo da coluna “*Heard on the Street*” a um grupo de pessoas próximas a Winans, e na utilização desta informação para negociação na bolsa de valores, sempre de acordo com o provável impacto que a coluna traria ao ser publicada.

²⁵³ Para maiores detalhes sobre os fatos do Caso Winans, é possível consultar a íntegra da decisão de primeira instância, disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10674902570512469523&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 14/06/2012.

²⁵⁴ HAZEN, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*.

²⁵⁵ Íntegra da norma disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>, acesso em 05/01/2013.

²⁵⁶ Íntegra da norma disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>, acesso em 05/01/2013.

²⁵⁷ Íntegra da norma disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>>, acesso em 05/01/2013.

²⁵⁸ Íntegra da norma disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>>, acesso em 05/01/2013.

²⁵⁹ Íntegra da norma disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>>, acesso em 05/01/2013.

No começo o esquema era apenas entre Winans e David Carpenter, com quem mantinha relacionamento amoroso, e a primeira negociação realizada pela dupla foi com ações da empresa American Surgery. Em 10 ou 11 de janeiro de 1983 (o texto da decisão judicial não deixa claro), Winans comprou ações da American Surgery, utilizando uma conta em nome de Carpenter, por US\$1.814,17. Poucos dias depois, em 13 de janeiro e, posteriormente, em 23 de março do mesmo ano de 1983, Winans publicou dois artigos em sua coluna com conteúdo favorável às ações da referida companhia. Em 17 de maio, após a publicação das colunas, Carpenter vendeu as ações e recebeu o valor de US\$4.673,64, valor muito superior ao valor inicial investido.

Como já foi dito, a coluna “*Heard on the Street*” gozava da confiança do público, e Winans e Carpenter sabiam que, provavelmente, após a publicação das duas colunas favoráveis à *American Surgery*, muitos leitores decidiram comprar ações da companhia. Eles também supuseram que o aumento da demanda pelo ativo elevaria o seu preço no mercado, e foi justamente o que aconteceu. Assim, pouco tempo depois da valorização decorrente da grande procura pelo ativo, eles venderam os ativos e realizaram lucro, conforme planejado.

Este ato, isoladamente, dificilmente chamaria a atenção da SEC, por exemplo, pois seria necessário comprovar a relação entre as colunas e a compra, sendo que a dupla poderia alegar ter sido uma mera coincidência, alegação esta que seria verossímil. O problema começou a crescer com a entrada de mais participantes no esquema e a ocorrência de mais transações semelhantes.

Para escrever sobre a *American Surgery*, Winans precisou, como é comum aos jornalistas, do auxílio do consultor de relações públicas da companhia, que era Mark Delotte, o qual prestou as informações que Winans precisava sobre a empresa para inserir em sua coluna. Este contato com Mark Delotte foi importante para o início da expansão do esquema, pois foi Delotte quem apresentou Winans a Peter Brant, que passaria a integrar o esquema posteriormente.

Delotte apresentou Brant a Winans com a intenção de indicar ao jornalista um profissional que pudesse ser objeto de matéria jornalística, caso Winans desejasse escrever, por exemplo, algum artigo sobre corretores de sucesso (“*superbrokers*”) em sua coluna. A indicação de Brant por Delotte não foi por acaso, pois Peter Brant era o melhor corretor, naquela época, do banco de investimento *Kidder, Peabody & Company*.

Após alguns encontros e várias conversas sobre o mercado em geral, em meados de outubro de 1983, Brant e Winans perceberam que poderiam unir-se para ganhar dinheiro no mercado de capitais. Os dois viram que poderiam unir seus papéis (corretor e jornalista) e chegaram a um acordo: o jornalista adiantaria a Brant o conteúdo da coluna para que este, com seu conhecimento técnico e experiência no mercado de capitais, pudesse utilizar a informação e buscar lucro para ambos com a compra e venda dos ativos objeto da coluna de Winans. Para tentar disfarçar a ligação de Winans com o esquema, este pediu que Brant fizesse os cheques (referentes aos lucros do esquema que coubessem a ele) sempre em nome de Carpenter, seu companheiro.

No mesmo mês de outubro de 1983, Brant incluiu Keneth P. Felis no esquema, que também era corretor na *Kidder, Peabody & Company*, e, logo após, David W. C. Clark, seu amigo e cliente. As funções de cada integrante eram bem segregadas: Winans escrevia os artigos como sempre fazia, sem qualquer influência dos outros participantes do acordo (segundo seu próprio testemunho registrado nos processos judiciais), e as operações financeiras eram sempre realizadas por Brant, que discutia sua estratégia com Felis ou Clark. Carpenter, por sua vez, era apenas o recebedor dos recursos que Brant repassava a Winans, disfarce este que, mais tarde, mostrou-se inútil, tendo em vista que a conta na qual os cheques eram depositados por Carpenter era conjunta, de titularidade de Winans e Carpenter.

Do início do esquema até fevereiro de 1984, Winans chegou a antecipar a Brant o conteúdo de cerca de 27 artigos, nem todos escritos por Winans (ele era um dos dois autores efetivos da coluna). Somando os valores recebidos por todos os participantes do esquema, chega-se ao montante total de US\$ 690.000,00 de lucros obtidos com o uso da informação a ser publicada na coluna de Winans.

A confidencialidade do esquema começou a ser quebrada quando Stephan Spratt, sócio de Felis, passou a copiar as transações deste, utilizando-se das dicas repassadas por Felis e obtidas com o esquema. Spratt foi um dos primeiros a notar a semelhança entre as operações de Felis e o conteúdo da coluna “*Heard on the Street*”, e a utilização que Spratt fazia das informações antecipadas da coluna só fez aumentar o número de operações suspeitas, chamando mais atenção.

Em novembro de 1983, o departamento de *compliance* da *Kidder, Peabody & Co.* constatou certa correlação entre a coluna e as transações financeiras dos integrantes do grupo

de Winans e o cerco começou a se fechar contra Winans e seus comparsas. A desconfiança do departamento de *compliance* da *Kidder, Peabody & Co.* sobre a irregularidade das operações de Brant e Felis gerou a solicitação, pela referida corretora, de um parecer legal ao escritório *Sullivan & Cromwell*. A versão preliminar do parecer concluiu que Clark e Brant provavelmente teriam alguma fonte de informações dentro do *Wall Street Journal* e que, caso a situação fosse confirmada, eles poderiam ser indiciados criminalmente e civilmente.

Brant e Felis, após terem sido avisados da emissão do parecer e contatados pela corretora para dar explicações, tentaram esconder o esquema liquidando suas posições e encaminhando os recursos provenientes da operação para a Suíça. A ideia dos dois era retornar os recursos da Suíça aos EUA e proceder com a abertura de novas contas em outras corretoras, para continuarem negociando com base no esquema de Winans sem mais intervenções.

As operações continuaram a chamar atenção e a SEC começou a investigar o caso em março de 1984. Os integrantes do esquema foram chamados para depor perante o órgão regulador norte-americano do mercado de capitais, inclusive Winans e Carpenter, e deram respostas falsas, negando a relação entre as transações e o conteúdo da “*Heard on the Street*”. Para tentar “costurar” os depoimentos, os interrogados começaram a se comunicar secretamente para buscar uma forma de manter versões únicas sobre as atividades que realizavam que pudesse mascarar os fatos reais.

Diante das iniciativas da SEC descritas acima, Winans e Carpenter foram pressionados por Brant e Felis a tentar forjar notas fiscais relativas à uma falsa prestação de serviços de decoração (confeção de cortinas) que pudessem encobrir o acordo do grupo. Todavia, Winans e Carpenter, após produzirem os documentos solicitados por Brant e Felis, abandonaram o esquema e foram voluntariamente à SEC testemunhar sobre o ocorrido, pois deixaram de confiar neles e temeram as consequências de seus atos relativos à falsificação. A falta de confiança em Brant e Felis, posteriormente, pareceu bem precavida da parte deles, tendo em vista que a sentença de primeira instância relata que Brant e Clark até tiveram, em algum momento, planos de fugir para o Brasil e deixar Winans e Carpenter com toda a responsabilidade pelo esquema.

Em razão das investigações iniciadas pela SEC e da colhida de depoimentos feita por esta, o governo norte-americano acabou levando o caso ao Judiciário, na qualidade de autor

do processo. Na primeira instância²⁶⁰, os acusados eram apenas Foster Winans, David Carpenter e Kenneth P. Felis, que foram acusados de participação no esquema de negociação de valores mobiliários baseada em informações apropriadas indevidamente do *Wall Street Journal*. As acusações eram de violação da Seção 10(b) (ou § 10b) do *Securities Exchange Act of 1934*²⁶¹, da *SEC Rule 10b-5*²⁶², e dos *mail*²⁶³ and *wire*²⁶⁴ *fraud statutes*.

²⁶⁰ United States District Court, S.D. New York, Caso: 612 F.Supp. 827 (1985), UNITED STATES of America v. R. Foster WINANS, David Carpenter and Kenneth P. Felis, No. SS 84 Cr. 605 (CES), disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10674902570512469523&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 04/01/2012.

²⁶¹ Segue a íntegra do dispositivo: “SEC. 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.” Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>, p. 115, acesso em 02/07/2012.

²⁶² Segue a íntegra do dispositivo codificado no capítulo 17 do “Code of Federal Regulations” no §240.10b-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.” Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2012-title17-vol3/xml/CFR-2012-title17-vol3-sec240-10b-5.xml>>, acesso em 05/01/2013.

²⁶³ Segue a íntegra do dispositivo (18 USC § 1341 - Frauds and swindles): “Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, or to sell, dispose of, loan, exchange, alter, give away, distribute, supply, or furnish or procure for unlawful use any counterfeit or spurious coin, obligation, security, or other article, or anything represented to be or intimated or held out to be such counterfeit or spurious article, for the purpose of executing such scheme or artifice or attempting so to do, places in any post office or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by the Postal Service, or deposits or causes to be deposited any matter or thing whatever to be sent or delivered by any private or commercial interstate carrier, or takes or receives therefrom, any such matter or thing, or knowingly causes to be delivered by mail or such carrier according to the direction thereon, or at the place at which it is directed to be delivered by the person to whom it is addressed, any such matter or thing, shall be fined under this title or imprisoned not more than 20 years, or both. If the violation occurs in relation to, or involving any benefit authorized, transported, transmitted, transferred, disbursed, or paid in connection with, a presidentially declared major disaster or emergency (as those terms are defined in section 102 of the Robert T. Stafford Disaster Relief and Emergency Assistance Act (42 U.S.C.5122)), or affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$1,000,000 or imprisoned not more than 30 years, or both.” Disponível em: <<http://www.law.cornell.edu/uscode/text/18/1341>>, acesso em 04/01/2012.

²⁶⁴ Segue a íntegra do dispositivo (18 USC § 1343 – Fraud by wire, radio, or television): “Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, transmits or causes to be transmitted by means of wire, radio, or television communication in interstate or foreign commerce, any writings, signs, signals, pictures, or sounds for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined under this title or imprisoned not more than 20 years, or both. If the violation occurs in relation to, or involving any benefit authorized, transported, transmitted, transferred, disbursed, or paid in connection with, a presidentially declared major

Segue-se para uma breve análise sobre o conteúdo das normas que originaram as acusações e sobre como elas foram discutidas no Judiciário. A Seção 10 do *Securities Exchange Act of 1934* trata do uso de dispositivos enganosos e/ou de manipulação no mercado de capitais. O item 10(b), sob o qual Winans e o grupo foram acusados, traz uma proibição para qualquer pessoa que, direta ou indiretamente, por meio da utilização de meio ou instrumento de comércio interestadual, dos correios ou de bolsa de valores, empregar qualquer dispositivo enganoso e/ou manipulador em conexão com a compra ou venda de qualquer ativo ou valor mobiliário (registrado ou não em bolsa de valores), em violação às normas da SEC.

A *SEC Rule 10b-5*, por sua vez, foi promulgada pela SEC em decorrência da autorização concedida pela Seção 10(b) do *Securities Exchange Act of 1934*, conforme visto acima. Ela também trata da utilização de dispositivos enganosos e/ou de manipulação do mercado de capitais e, portanto, as duas devem ser lidas e interpretadas em conjunto. A *SEC Rule 10b-5* proíbe, resumidamente, qualquer ato ou omissão decorrente de fraude ou engano em conexão com a compra ou venda de qualquer título ou valor mobiliário.

O dispositivo descreve as seguintes práticas como caracterizadoras de “fraude no mercado de capitais”: a) utilização de qualquer dispositivo, esquema, ou artifício para enganar; b) fazer qualquer declaração falsa de um fato relevante ou omitir um fato relevante necessário para tornar as declarações feitas, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não enganosas; e c) participar de qualquer ato, prática, ou curso de negócios que opera ou operaria como uma fraude ou engano. Em todos os casos, para ser caracterizada sob a *SEC Rule 10b-5*, a fraude deve ter sido praticada em conexão com a compra ou venda de qualquer título ou valor mobiliário.

M. KIMEL²⁶⁵, na época da publicação da decisão da primeira instância do Caso Winans, fez um estudo aprofundado sobre a aplicabilidade da *SEC Rule 10b-5* aos jornalistas e mais especificamente sobre a aplicabilidade ao Caso Winans, estudo do qual se utilizará no presente item do trabalho.

disaster or emergency (as those terms are defined in section 102 of the Robert T. Stafford Disaster Relief and Emergency Assistance Act (42 U.S.C. 5122)), or affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$1,000,000 or imprisoned not more than 30 years, or both.” Disponível em: <<http://www.law.cornell.edu/uscode/text/18/1343>>, acesso em 04/01/2012.

²⁶⁵ KIMEL, Martin, *The Inadequacy of Rule 10b-5 to Address Outsider Trading by Reporters*, pp. 1549-1576.

Primeiramente, tratando do histórico da norma, o autor explica que a *SEC Rule 10b-5* foi originalmente criada para evitar casos de uso de informação privilegiada por *corporate insiders*, ou seja, pelos *insiders* propriamente ditos, conforme tratado no item 2.2.2 deste trabalho. Para os *insiders* a *SEC Rule 10b-5* originava uma obrigação conhecida como “*disclose-or-refrain*”, algo como “divulgue ou abstenha-se”, ou seja, os *insiders* só poderiam negociar no mercado de capitais se utilizando de informação não-pública relevante se divulgassem a posse de tal informação ao público (*disclose*), do contrário, estariam proibidos de transacionar (*refrain*).

Com o tempo, o autor afirma que a SEC passou a expandir a aplicação da norma a outros agentes que não eram *insiders*, tal como os *outsiders* (conceito apresentado no item 3.2.4 deste trabalho), por exemplo, mas ainda não havia um caso de expansão de tal regra a jornalistas.

Em 1980, lembra M. KIMEL, alguns anos antes do caso envolvendo Winans e o *Wall Street Journal*, foi julgado na Suprema Corte dos EUA um caso cuja decisão poderia ser aplicada ao Caso Winans, em razão da semelhança dos fatos. Este caso é o *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108, 63 L.Ed.2d 348 (1980)²⁶⁶, o qual será denominado, daqui em diante, “Caso Chiarella”. O Caso Chiarella não envolvia propriamente um jornalista, mas cabe uma breve análise sobre ele, tendo em vista a correlação feita entre os casos na decisão do Caso Winans, e o fato da atividade do acusado (impressão) estar diretamente relacionado ao jornal e aos jornalistas.

O acusado, Vincent Chiarella, trabalhava numa gráfica especializada na impressão de documentos financeiros chamada Pandick Press, Inc., de 1975 a 1976. Pela leitura da decisão judicial, sabe-se que durante este período Chiarella recebeu para impressão cinco anúncios de companhias que fariam “takeover bids²⁶⁷”. Quando Chiarella recebeu os documentos, a identidade das empresas adquirentes e das empresas objeto de aquisição estava preservada com espaços em branco ou nomes falsos, para que fosse revelada à empresa gráfica apenas na noite anterior à impressão final.

²⁶⁶

Disponível

em:

<http://scholar.google.com/scholar_case?case=10825917999603935900&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 25/06/2012.

²⁶⁷ Segue definição da expressão: “Takeover bids are only one technique for exercising corporate control. In its technical sense it could be defined as a bid made by one party for the shares of another, in order to acquire or reinforce control.” WYMEERSCH, Eddy O., *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*.

Porém, o acusado conseguiu deduzir quais seriam as empresas citadas nos anúncios pelo contexto dos documentos e se utilizou desta informação para negociar no mercado de capitais com vantagem sobre os demais participantes, sem fazer qualquer divulgação sobre o conhecimento que obteve. Chiarella comprou ações das companhias alvo para vendê-las logo após o anúncio de “takeover bid” ser disponibilizado ao público e, com esta manobra, ele realizou um lucro de um pouco mais de USD\$30.000,00 em apenas 14 meses.

O alto valor chamou a atenção da SEC, que começou a investigar as transações financeiras de Chiarella. Em maio de 1977, após intimações da SEC, o acusado fez um acordo com tal órgão regulador para devolver os lucros aos vendedores dos ativos. Neste mesmo mês, Chiarella acabou sendo demitido da empresa de impressão onde trabalhava, em razão do ocorrido. Mesmo após o acordo com a SEC, o caso foi levado ao Judiciário.

Na *Court of Appeals for the Second Circuit*²⁶⁸, Chiarella foi condenado, pois os julgadores decidiram (em conformidade com o entendimento que a SEC vinha tendo há algum tempo) que qualquer pessoa, seja ela *insider* ou não, que receber material sobre informações confidenciais, não deve utilizar tais informações para negociar valores mobiliários sem que cumpra com o dever de divulgar ao público que obteve informação confidencial. Segue trecho da decisão:

(...) anyone – corporate insider or not – who regularly receives material nonpublic information may not use that information to trade in securities without incurring an affirmative duty to disclose.²⁶⁹

Percebe-se que, para a *Court of Appeals for the Second Circuit*, a *SEC Rule 10b-5* deveria ser aplicada à Chiarella, mesmo que este não possa ser caracterizado como um *insider*, pois entendeu que este elemento não é requisito para aplicação da norma.

Entretanto, na Suprema Corte dos EUA²⁷⁰, os julgadores reverteram a decisão, pois entenderam que para haver descumprimento da Seção 10(b) do *Securities Act of 1934* e da *SEC Rule 10b-5*, normas sob as quais ele foi acusado (da mesma forma que no Caso Winans relatado acima), é necessária a existência prévia de um dever de divulgar o conhecimento de informação privilegiada. Foi decidido que:

²⁶⁸ Processo nº: 588 F. 2d Cir. 1358, 1365 (1978), United States v. Chiarella.

²⁶⁹ Decisão da Suprema Corte no Caso Chiarella, disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10825917999603935900&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 25/06/2012.

²⁷⁰ Processo nº: 445 U.S. 222 (1980), cuja íntegra da decisão encontra-se disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10825917999603935900&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 25/06/2012.

Thus, administrative and judicial interpretations have established that silence in connection with the purchase or sale of securities may operate as a fraud actionable under § 10 (b) despite the absence of statutory language or legislative history specifically addressing the legality of nondisclosure. But such liability is premised upon a duty to disclose arising from a relationship of trust and confidence between parties to a transaction.²⁷¹ (Grifos nossos)

Assim, entendeu-se na Suprema Corte que as normas em referência não podem ser aplicadas a qualquer pessoa, é necessária a existência de uma obrigação prévia entre as partes, baseada na confiança entre tais partes.

No caso de Chiarella, o acusado não tinha nenhum relacionamento com os acionistas das companhias alvo das negociações anunciadas e também não havia obtido as informações na qualidade de *insider*. O *insider* tem dever fiduciário para com os acionistas do emissor dos ativos em função de seu cargo no emissor, e poderia ser condenado em situação semelhante, mas este não era o caso de Chiarella. Não havia, por parte de Chiarella, a quebra de um dever fiduciário, pois os acionistas das companhias alvo não tinham relacionamento com ele, seja comercial ou qualquer que fosse, Chiarella era um terceiro estranho aos acionistas vendedores.

A Suprema Corte entendeu que não via como condenar Chiarella com base na Seção 10(b) do *Securities Act of 1934* ou na *SEC Rule 10b-5*, pois faltava um elemento, que é justamente o dever de divulgar a obtenção de informação confidencial em razão de algum relacionamento prévio com os detentores ou emissores dos valores mobiliários. Segundo os julgadores, a mera posse da informação não gera tal dever:

But such liability is premised upon a duty to disclose arising from a relationship of trust and confidence between parties to a transaction.

(...)

Petitioner's use of that information was not a fraud under § 10 (b) unless he was subject to an affirmative duty to disclose it before trading.

(...)

The Court of Appeals, like the trial court, failed to identify a relationship between petitioner and the sellers that could give rise to a duty.

(...)

(...) the element required to make silence fraudulent—a duty to disclose—is absent in this case. No duty could arise from petitioner's relationship with the sellers of the target company's securities, for petitioner had no prior dealings with them. He was not their agent, he was not a fiduciary, he was not a person in whom the sellers had

²⁷¹ Decisão da Suprema Corte no Caso Chiarella, disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10825917999603935900&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 25/06/2012.

placed their trust and confidence. He was, in fact, a complete stranger who dealt with the sellers only through impersonal market transactions.²⁷² (Grifos nossos)

A acusação (neste caso, o governo norte-americano) argumentou que Chiarella possuía sim um relacionamento prévio que originava o dever de divulgar, e que tal relacionamento seria aquele que se tem com todos os participantes do mercado de capitais, quando se transaciona em tal mercado. Sobre este argumento, a Suprema Corte manifestou que a redação do §10(b) do *Securities Act of 1934*, e o histórico legislativo deste, não traziam qualquer evidência de que esse relacionamento geral com todo o mercado seria um exemplo de relação de confiança geradora do dever de *disclosure*.

Tal corte, ainda, declarou que se tal argumento da acusação fosse aceito, se estaria admitindo que o mercado de capitais está sujeito à regra da “paridade de informação”, ou seja, que existe uma regra que exige que todos os participantes do mercado de capitais tenham acesso a informações idênticas e na mesma quantidade para poder participar de uma operação. A “paridade de informação” excluiria, por exemplo, a possibilidade de um investidor contratar um relatório ou pesquisa elaborados por analista de investimento, pois isso o colocaria em situação de vantagem em relação aos demais investidores. A Suprema Corte também esclareceu que nem o Congresso norte-americano, nem a SEC, teriam em algum momento adotado tal regra da “paridade de informação”. Ademais, como visto no item 2.2.1 deste trabalho, a assimetria informacional é uma falha inerente ao mercado de capitais, seria praticamente impossível garantir uma paridade de informação a todos.

A última tentativa da acusação antes da decisão final da Suprema Corte foi a de inferir que a relação de confiança que Chiarella teria, e que o obrigaria a fazer a divulgação sobre a posse de informação não-pública, seria a relação empregatícia entre Chiarella e a empresa de impressão na qual trabalhava.

Todavia, como este argumento surgiu apenas no âmbito das discussões na Suprema Corte, ou seja, não foi objeto de apreciação nas instâncias inferiores, os julgadores entenderam que o mérito do assunto não deveria ser objeto de análise naquele momento, já que foi tardiamente levantado.

A decisão contou também com um interessante voto dissidente²⁷³ sobre o qual vale discorrer em algumas linhas, pois tal discussão ajudará, mais adiante, na compreensão do

²⁷²

Disponível

em:

<http://scholar.google.com/scholar_case?case=10825917999603935900&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 03/07/2012.

²⁷³ *Mr. Chief Justice Burger.*

motivo da Suprema Corte não ter seguido a mesma linha de entendimento do Caso Chiarella no Caso Winans. O dissidente dizia que, tendo em vista que Chiarella se apropriou indevidamente (mais precisamente, ilegalmente) de informações confidenciais enquanto atuava na sua profissão na gráfica, e que, ainda, confessou que sabia que sua conduta era errada, ou seja, atuou voluntariamente, não haveria necessidade de relacionamento de confiança entre ele e os acionistas das companhias alvo para caracterizar a fraude. Segue trecho do voto dissidente demonstrando como o julgador faz a leitura do § 10(b) do *Securities Act of 1934* e da *SEC Rule 10b-5*:

I would read § 10 (b) and Rule 10b-5 to encompass and build on this principle: to mean that a person who has misappropriated nonpublic information has an absolute duty to disclose that information or to refrain from trading.

(..)

The history of the statute and of the Rule also supports this reading. The antifraud provisions were designed in large measure "to assure that dealing in securities is fair and without undue preferences or advantages among investors." H. R. Conf. Rep. No. 94-229, p. 91 (1975). These provisions prohibit "those manipulative and deceptive practices which have been demonstrated to fulfill no useful function." S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess., 6 (1934). An investor who purchases securities on the basis of misappropriated nonpublic information possesses just such an "undue" trading advantage; his conduct quite clearly serves no useful function except his own enrichment at the expense of others.²⁷⁴ (Grifos nossos)

Esta teoria do voto dissidente sobre a apropriação indevida de informações não-públicas é denominada "misappropriation of information theory". W. QUINN RANDALL sintetiza o conceito desta teoria da seguinte forma:

Under that theory, "a person commits fraud 'in connection with' a securities transaction, and thereby violates [section] 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934] and Rule 10b-5, when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information."²⁷⁵

Na verdade não houve menção expressa ao nome desta teoria na decisão da Suprema Corte ou do voto dissidente, mas apenas uma citação indireta, como explica o texto abaixo:

The SEC has long held that the anti-fraud provisions of the securities laws are violated when an employee misappropriates proprietary material information from his or her employer and trades on that information. Although the Supreme Court has not explicitly endorsed this theory, in Chiarella and Dirks, the Court implicitly supported it. The *Chiarella* Court stated that it need to decide whether the Misappropriation Theory has merit, but stated elsewhere in the opinion that where a

²⁷⁴

Disponível

em:

<http://scholar.google.com/scholar_case?case=10825917999603935900&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 03/07/2012.

²⁷⁵ RANDALL, W. Quinn, *The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: A (Brief) Response to the (Many) Critics of United States v. O'Hagan*.

trader acquires information in a fiduciary capacity or through a relationship of trust and confidence, a duty to disclose would arise.²⁷⁶

O julgador do voto dissidente ainda esclarece que a questão da “misappropriation of information theory” não foi objeto de análise de mérito pela Suprema Corte, e apenas por este motivo não teria sido considerada no julgamento de Chiarella, para condená-lo. Fato é que a matéria realmente não foi objeto de análise da Suprema Corte, a questão restou em aberto.

Retornando à análise do Caso Winans, cabe frisar que da mesma forma que no Caso Chiarella, no Caso Winans também não havia dever da parte do jornalista de divulgar acerca da posse de informação não pública, pois Winans também não tinha qualquer relacionamento (de confiança ou não, fiduciário ou não) com os acionistas vendedores dos ativos ou com a companhia emissora destes. Tal semelhança entre os casos levava à conclusão de que Winans teria o mesmo destino de Chiarella e não seria condenado.

Porém, a primeira instância, contrariamente às expectativas, entendeu que havia sim um dever prévio da parte de Winans de divulgar a posse de informação não-pública, mas que este dever era em razão do seu relacionamento empregatício com o jornal:

Winans' disclosures can only be seen as an abuse of his employers' confidences since he owed a fiduciary duty to the Wall Street Journal not to disclose the contents of the column in advance.²⁷⁷ (Grifos nossos)

Assim, embora não houvesse relacionamento entre Winans e os acionistas da empresa emissora (como ocorre no caso de *insiders*), o relacionamento do jornalista com o *Wall Street Journal* foi considerado suficiente para a aplicação da *SEC Rule 10b-5*.

Para que os julgadores chegassem à conclusão de que havia um relacionamento empregatício gerador do dever de *disclosure*, discutiu-se se havia conhecimento ou não, por Winans, das normas internas do *Wall Street Journal* relativas à política de conflito de interesses. A ideia de se trazer à tona o tema era a de reafirmar a relação fiduciária entre o jornal e o jornalista, para embasar a aplicação da *SEC Rule 10b-5*.

O jornalista alegou não ter recebido qualquer documento descrevendo tal política, numa tentativa de esquivar-se de qualquer responsabilidade perante o jornal, já que a “*Dow*

²⁷⁶ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, p. 8.

²⁷⁷ Íntegra da decisão de primeira instância disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10674902570512469523&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 14/06/2012.

Jones Conflicts of Interest Policy”²⁷⁸ expressamente proibia que os jornalistas negociassem no mercado de capitais com ativos objeto de matéria jornalística e que os empregados do jornal divulgassem o futuro conteúdo do jornal a terceiros, além de estabelecer que o conteúdo do jornal é de propriedade exclusiva da companhia.

Pelas provas apresentadas no processo, os julgadores entenderam que Winans estava ciente da política interna do jornal, mesmo que não tenha recebido o documento (o que parecia pouco provável), pois foi alertado pelos seus superiores e colegas de trabalho em diversas ocasiões, verbalmente ou por escrito. Mesmo que ele não tivesse recebido nenhum documento, é quase intuitivo pensar que não é ético negociar com ativos objeto de matéria jornalística produzida por si mesmo. Winans chegou a dizer, em seus testemunhos, que tinha conhecimento de uma “prática” do mercado relacionada a esse assunto, mas que não conhecia a política interna do jornal, porém esta declaração só reforça a ideia de que o argumento de desconhecimento da política do jornal não é aceitável.

Esta discussão demonstra a importância dos meios de comunicação, como os jornais, possuírem códigos internos de política de conflito de interesses, mesmo que haja normas de regulação específica sobre a atuação do jornalista no mercado de capitais. Havendo uma norma interna, fiscalizada pelo empregador, o jornalista terá mais clareza sobre as condutas que deve seguir e quais são inapropriadas à sua profissão. Mais detalhes sobre este ponto serão visto mais adiante, quando se falar sobre a autorregulação dos jornalistas, no item 6.4.2 deste trabalho.

Após a análise das acusações feitas a Winans com relação às fraudes ao mercado de capitais (Seção 10(b) do *Securities Exchange Act of 1934* e *SEC Rule 10b-5*), e antes de desvendar o que foi decidido pela Suprema Corte neste caso, segue-se para a análise das demais normas aplicadas ao Caso Winans na primeira instância, ou seja, os dispositivos dos *mail and wire fraud statutes*. Tais normas dispõem acerca da utilização de meios de comunicação para a prática de fraudes, iniciando pelo dispositivo 18 USC § 1341, este trata da utilização dos correios para a prática de esquema ou artifício para fraudar ou para obter dinheiro ou outros bens de forma ilícita. Por sua vez, o dispositivo 18 USC § 1343 trata da prática de fraude com a utilização de rede, rádio, ou televisão ou meio de comunicação interestadual ou comércio com outros países.

²⁷⁸ Dow Jones & Co. é o grupo empresarial que publicava o *Wall Street Journal*.

Estes dispositivos teriam sido aplicados ao Caso Winans em razão do uso de telex (antigo sistema de comunicação escrita) para envio dos artigos pelo jornalista à redação do jornal (o que caracterizaria a *wire fraud*), e pela utilização dos correios para envio de exemplares do jornal aos seus assinantes (o que caracterizaria, por sua vez, a *mail fraud*). Pela semelhança entre os dois normativos, as decisões judiciais sobre o caso passaram a se referir às duas fraudes (*mail* e *wire*) em conjunto, sendo denominados apenas “*mail fraud*”, posição que será adotada neste trabalho também.

Um dos pontos de discussão relacionados à *mail fraud* foi sobre a “pureza” do conteúdo da coluna escrita por Winans. No processo judicial, nesta primeira instância de que se tem tratado, Winans disse que a coluna era de sua inteira responsabilidade e que não aceitava que os demais integrantes do esquema influenciassem sua decisão sobre o que recomendar aos leitores. Porém, tal declaração contrasta com o depoimento que Winans deu na SEC de que um dos seus artigos, o que tratou da análise dos ativos emitidos pela empresa Digital Switch, teve seu tema escolhido em razão de investimento feito por Brant na companhia, já que ela não tinha uma situação financeira tão benéfica quanto o artigo da coluna tentava demonstrar.

A discussão sobre a referida “pureza” do artigo poderia definir diferentes consequências aos atos cometidos por Winans, já que o ilícito de *mail fraud* (conforme visto acima neste mesmo item do trabalho) envolve o uso dos meios de comunicação para o cometimento da fraude. Se Winans alterasse o conteúdo da coluna, ficaria ainda mais claro a *mail fraud*, mas partindo do pressuposto de que não houve alteração, houve espaço para a defesa argumentar que a publicação da coluna no jornal não teria sofrido qualquer influência e que, por tal razão, não haveria *mail fraud*.

Parece que o argumento da defesa sobre a “pureza” da coluna faz todo sentido de ser verdadeiro, e talvez o caso envolvendo a *Digital Switch* tenha sido pontual. Como Winans mesmo testemunhou, a coluna tinha muito poder sobre a decisão de investimento dos leitores, o que foi conseguido ao longo do tempo devido à qualidade da coluna. Se o conteúdo da coluna fosse fraudado por Winans, talvez os leitores percebessem alguma mudança nas matérias jornalísticas e a coluna perdesse credibilidade, o que afetaria o esquema, pois Winans e os demais integrantes se beneficiavam justamente da confiança dos leitores e do efeito nos preços que a coluna causava quando os leitores acreditavam em suas recomendações e compravam ou vendiam os ativos indicados pelos jornalistas.

Embora tenha existido toda essa discussão sobre a “pureza” da coluna de Winans, tal ponto foi indiferente para a conclusão dos julgadores sobre a caracterização de *mail fraud*. Para eles, a publicação e a distribuição do jornal eram partes integrantes do esquema de fraude encabeçado por Winans, assim, mesmo que a defesa tivesse argumentado que a coluna restava inalterada, eles não poderiam afirmar que a coluna não era relacionada ao esquema:

Here, however, the publication and distribution of the Wall Street Journal was an integral part of the scheme to defraud. While defendants argue that the mailings were unaffected by the fraud, they do not, and cannot assert that the mailings were unrelated to the scheme, which is the proper focus. The fact that an innocent third party actually made the jurisdictional communication is of no consequence, since the wirings and mailings were reasonably foreseeable. *United States v. Muni*, 668 F.2d 87, 89 (2d Cir.1981). This is hardly a situation where the nexus between the mailings and wirings and the alleged fraud is too remote; without publication and distribution of the copies of the Journal containing the columns in question there would be no point to the scheme.²⁷⁹ (Grifos nossos)

Pelo trecho transcrito acima, entende-se que, para os julgadores, bastou o relacionamento dos meios de comunicação com o esquema para caracterizar a *mail fraud*, não importando a alteração ou não do conteúdo da coluna. Os julgadores entenderam que sem a publicação da coluna no jornal não haveria esquema, sendo que a coluna publicada era peça chave para o sucesso do esquema, portanto, estaria sim caracterizada a *mail fraud*.

Ainda sobre este tema, a defesa alegou que para ocorrer *mail fraud* é necessária a comprovação do prejuízo à vítima que, neste caso, seria o próprio *Wall Street Journal*. Já que havia uma relação empregatícia entre Winans e o jornal, seria essencial comprovar que o esquema abalou a reputação do jornal, elemento que é de suma importância para os meios de comunicação. O ponto central deste argumento da defesa foi de que não há como provar que houve prejuízo ao jornal e que por isso os acusados não poderiam incorrer no cometimento deste tipo específico de fraude.

Entretanto, os julgadores entenderam que a apropriação indevida da informação da coluna para negociação no mercado de capitais, pelo jornalista e seu grupo, já demonstra por si só a existência de prejuízo ao jornal, e que não há necessidade de provas. Se a informação é o objeto central dos negócios conduzidos pelos meios de comunicação, o furto dessa propriedade do jornal já caracteriza prejuízo. Ademais, o envolvimento de um jornal com

²⁷⁹ Íntegra da decisão de primeira instância disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10674902570512469523&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 14/06/2012.

qualquer tipo de fraude, pode causar sérios riscos à sua imagem, que também é uma das propriedades mais importante a este. Segundo os julgadores:

Moreover, the fraudulent misappropriation or theft of the WSJ's property is in itself sufficient to satisfy the requirement of contemplation of harm. The theft of valuable property is of course a crime even if the victim is unaware of the loss. Here, the fraudulent taking and misuse of the confidential information stolen from the WSJ placed immediately in jeopardy probably its most valuable asset — its reputation for fairness and integrity. These conspirators, with their intimate knowledge of the financial and stock markets and of the influential role that the *Heard* column played in these markets, were hardly unaware of the potentially devastating harm that their fraudulent acts could cause to the WSJ.²⁸⁰ (Grifos nossos)

Por fim, além da Seção 10(b) do *Securities Exchange Act of 1934*, da *SEC Rule 10b-5* e das normas relativas à *mail fraud*, houve acusações sobre obstrução da investigação da SEC por tentarem encobrir a existência do esquema e fazerem declarações falsas à *Kidder, Peabody & Co.*, ao *Wall Street Journal* e à própria SEC.

Tendo passado pela análise dos normativos aplicáveis ao Caso Winans e pelas discussões ocorridas, cumpre agora sintetizar a decisão final da primeira instância (*United States District Court of New York*), de 24 de junho de 1985. A sentença prolatada dispôs que Winans, Carpenter e Felis seriam condenados por violação à *SEC Rule 10b-5*, em diferentes graus de pena, tendo em vista o papel diferenciado que cada um possuía no esquema. Carpenter, por exemplo, foi incluído no esquema apenas em razão do relacionamento amoroso com Winans, o que ameniza sua culpabilidade, mas mesmo assim recebeu a sua punição, tendo em vista que acabou aceitando o esquema e participando dele. Será dado enfoque apenas à situação de Winans, já que o presente trabalho tem o “jornalista no mercado de capitais” como tema.

Winans foi condenado não só por violação à *SEC Rule 10b-5*, mas também por *mail fraud* e por obstrução à justiça, ou seja, por todos os crimes pelos quais foi acusado. Ele foi sentenciado a 18 meses de prisão, uma multa de 5 mil dólares norte-americanos, e cinco anos de liberdade condicional, durante os quais deveria cumprir 400 horas de serviço comunitário²⁸¹.

²⁸⁰ Íntegra da decisão de primeira instância disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=10674902570512469523&hl=en&as_sdt=2,5&as_vis=1>, acesso em 14/06/2012.

²⁸¹ KIMEL, Martin, *The Inadequacy of Rule 10b-5 to Address Outsider Trading by Reporters*, p. 1549.

A sentença demonstra que os argumentos dos acusados não foram aceitos pelos julgadores. Não foi acatado, por exemplo, o argumento de que desconheciam a ilegalidade da conduta (defendido por Felis), ou que eles não tinham intenção de fraudar (necessária para a caracterização da *mail fraud*). Diante de todos os fatos relatados, era difícil provar que havia alguma boa-fé da parte deles que afastasse a punibilidade da conduta.

Na *Court of Appeals for the Second Circuit*²⁸², a sentença da *District Court* relatada acima foi reafirmada. Todavia, Winans tinha motivos para acreditar que a decisão de condenação poderia ser reformada pela Suprema Corte norte-americana, em razão do Caso Chiarella (relatado anteriormente neste mesmo item do trabalho).

No Caso Chiarella, a condenação prolatada na *Court of Appeals for the Second Circuit* foi revertida na Suprema Corte. Porém, no Caso Winans não ocorreu o mesmo, a Suprema Corte²⁸³, em 16 de novembro de 1987, reafirmou a decisão das instâncias inferiores, condenando Winans. Com relação à acusação de fraude ao mercado de capitais (Seção 10(b) do *Securities Exchange Act of 1934* e *SEC Rule 10b-5*) houve um empate, quatro votos para cada posicionamento (favorável ou desfavorável à condenação). Para a acusação de *mail fraud* houve unanimidade, oito votos condenando Winans.

Os quatro julgadores que votaram a favor da condenação de Winans também em razão de fraude ao mercado de capitais, basearam sua decisão na “misappropriation theory”. De acordo com esta teoria, Winans teria se apropriado indevidamente de certo tipo de informação confidencial sensível ao mercado de capitais: o conteúdo, a natureza e o “timing” dos artigos do *Wall Street Journal*, que continham informações sensíveis ao mercado.

A decisão do Caso Chiarella, embora não tenha se baseado em tal teoria, acabou criando precedente para a aplicação desta em casos futuros. Por isso que a decisão do Caso Winans foi diferente do Caso Chiarella. Provavelmente, se o mérito da questão da “misappropriation of information theory” tivesse sido analisado pela Suprema Corte no Caso Chiarella, este também teria sido condenado, assim como Winans.

Todavia, a “misappropriation of information theory” não foi suficiente para convencer a maioria dos membros da Suprema Corte, pelo número de votos descrito acima (4 x 4 e 8 x

²⁸² Processo nº: 791 F. 2d 1024 (1986).

²⁸³ Íntegra da decisão disponível em: <http://scholar.google.com/scholar_case?case=506550416284402994&hl=en&as_sdt=2&as_vis=1&oi=scholararr>, acesso em 04/01/2013.

0), vê-se que Winans foi condenado por *mail fraud* e não exatamente por fraude ao mercado de capitais, pois para este último a votação restou empatada, não houve condenação ou absolvição. Este dado é de muita relevância para o presente trabalho, pois dele conclui-se que as normas norte-americanas não se demonstraram apropriadas para lidar com a atuação irregular do jornalista no mercado de capitais. Não havia (e ainda não há) norma que pudesse ser aplicada à fraude cometida por Winans no mercado de capitais, o uso das normas relativas à *mail fraud* para condenar o jornalista pareceu mais uma forma de contornar a ausência de normas para que a conduta errônea não restasse sem punição alguma. Também não havia casos julgados anteriormente que pudessem servir de jurisprudência para aplicação ao Caso Winans, não havia precedentes.

E mesmo que a “misappropriation of information theory” fosse vencedora entre os julgadores e obtivesse a maioria capaz de condenar Winans, analisando a tal teoria de forma mais intrínseca, seria possível concluir que o jornalista não teria sido condenado exatamente por fraude ao mercado de capitais, mas sim por apropriação indevida de propriedade do jornal. Como visto neste item do trabalho, a “misappropriation of information theory” foi utilizada pelos julgadores da primeira instância para basear o surgimento de relação de confiança que resultasse no dever de *disclosure*, já que as normas de fraude ao mercado de capitais impunham tais condições. Porém, observa-se que trata-se de uma construção interpretativa complexa com o objetivo de fazer com que as normas de fraude ao mercado de capitais inicialmente não aplicáveis passem a sê-lo quase “à força”, a interpretação construída com a “misappropriation of information theory” não é decorrência natural da leitura das referidas normas.

No artigo “*Let Everyone Use What Wall Street Knows*”, já citado no item 2.2.2 do presente trabalho, há um desabafo de Winans sobre a impossibilidade de enquadrar a sua conduta como crime relativo ao mercado de capitais, já que a *SEC Rule 10b-5* foi pensada, originalmente, para aplicação aos casos de *insider trading* (como visto anteriormente neste mesmo item do trabalho) e Winans não é um *insider*:

(...) I was convicted of using advance knowledge of the content of my columns for The Wall Street Journal to make money in the stock market. I stole from my employer. In its 1987 decision in my case, the United States Supreme Court couldn't decide if what I'd done was insider trading. The vote on those counts of my

conviction was 4-4. But by 8-0, the justices ruled that it was fraud: stealing.²⁸⁴
(Grifos nossos)

O funcionário da gráfica (Chiarella) não pôde ser condenado, conforme visto na decisão da Suprema Corte e o jornalista (Winans) foi condenado, mas para tanto foi necessário fazer uma interpretação diferente das normas existentes e basear a condenação mais na quebra da relação fiduciária entre o jornalista e o seu empregador, do que na questão da fraude no mercado de valores mobiliários.

Da análise tanto no Caso Winans quanto no Caso Chiarella, conclui-se que a legislação norte-americana não estava, na época dos acontecimentos, e ainda não está atualmente, preparada para lidar com casos de atuação irregular de jornalistas no mercado de capitais. Há legislação para *insider trading*, mas para os casos de atuação irregular de jornalista nos quais não se caracterize o uso de informação privilegiada advinda de um *insider*, não há normas. Winans, por exemplo, não pode ser considerado “*insider*”, pois a informação era produzida por ele mesmo, a informação relevante não-pública era a sua coluna. Não há legislação que cite expressamente o jornalista, embora já se tenha detectado no país, a relevância do papel destes profissionais (conforme pesquisas descritas no item 3.1 deste trabalho).

Na época do Caso Winans, M. KIMEL propôs uma interessante sugestão para a regulação do jornalista no mercado de capitais que, segundo ele, seria uma variante da regra “*disclose-or-refrain*”. A proposta é obrigar os jornais (o que poderia ser estendido a outros meios de comunicação) a publicar um aviso (*disclaimer*) para avisar os leitores que aquele veículo permite ou não permite que seus funcionários negociem no mercado de valores mobiliários. Segue a íntegra do *disclaimer* sugerido pelo autor, a ser aplicado conforme o caso: “Information contained in this paper may or may not have been the basis for the trading of securities by our employees.”²⁸⁵

Com a utilização deste aviso, o autor afirma que os leitores saberiam se devem desconfiar ou não da existência de conflito de interesses com relação ao jornalista autor da matéria sob *disclaimer*. Diante disso, os leitores dos jornais que publicassem o aviso com o

²⁸⁴ WINANS, R. Foster, *Let Everyone Use What Wall Street Knows*.

²⁸⁵ KIMEL, Martin, *The Inadequacy of Rule 10b-5 to Address Outsider Trading by Reporters*, Stanford Law Review, vol. 38, nº 6 (julho, 1986), disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1228787>>, acesso em 05/01/2013, pp. 1570-1571.

“may not”, saberiam que não há conflitos de interesse, pois o jornalista está proibido de negociar no mercado de capitais.

Contudo, cabe analisar se tal *disclaimer* é suficiente. Preliminarmente, cumpre salientar que tal *disclaimer* não traz solução, por exemplo, para casos nos quais o jornalista se utiliza de um parente ou amigo para fazer as negociações financeiras em seu nome (como ocorreu no Caso Winans). A adoção desta prática poderia resultar numa anomalia: os jornais ou revistas que publicassem o *disclaimer*, poderiam se entender que estariam livres para divulgar informações de procedência duvidosa, por exemplo, confiando que o *disclaimer* as livrariam de qualquer penalidade. A sugestão em análise é interessante, mas talvez devesse ser adicionada de outras normas de conduta, como fez a PCC no Reino Unido, que criou várias normas regulando situações em que a atuação do jornalista financeiro que pode gerar problemas no mercado de capitais.

Vistos tais casos práticos no mercado norte-americano (Winans e Chiarella), envolvendo o órgão regulador estatal (SEC), passa-se no item 5.3 seguinte, para a análise de casos práticos semelhantes no Reino Unido, porém envolvendo a autorregulação.

5.3. Reino Unido: o Caso City Slickers e o Caso Questor

Tendo em vista que o item 4.2.1 deste trabalho trata com mais detalhes de normas aplicáveis à Comunidade Europeia como um todo, ao presente item cabe apenas uma breve análise sobre a regulação da atividade jornalística especificamente no Reino Unido, para então adentrar na análise de alguns casos práticos envolvendo a autorregulação da referida profissão.

No Reino Unido, há o “*Investment Recommendation (Media) Regulations 2005*” que regula a produção e disseminação de uma recomendação de investimento. Este documento incorpora a Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6 da Comunidade Europeia (objeto do item 4.2.1 deste trabalho) à regulação interna do Reino Unido. O “*Investment Recommendation (Media) Regulations 2005*” é aplicável apenas aos casos nos quais as recomendações de investimento forem publicadas na mídia.

O documento só não se aplica caso a produção ou disseminação da recomendação de investimento: seja publicada em meio de comunicação que esteja sob as regras de algum

código de autorregulação, ou de algum sistema ou procedimento apropriado relacionado à apresentação de recomendações de investimento e à divulgação de interesses financeiros e conflitos de interesse; e se o veículo de comunicação no qual a recomendação de investimento aparece fizer referência expressa, de forma clara, à submissão do meio de comunicação ao referido código, sistema ou procedimento, conforme o caso (item 4, “a” e “b”).

Por “código de autorregulação” entende-se o “*Code of Practice*”²⁸⁶ elaborado pela “*Press Complaints Commission*”²⁸⁷, e o “*Producers’ Guidelines*” elaborado pela *British Broadcasting Corporation* (BBC)²⁸⁸ e qualquer outro código publicado pelo “*Office of Communications*”, em conformidade com a seção 324 do “*Communications Act 2003*”, item “c”.

Sobre o “*Code of Practice*” da “*Press Complaints Commission*”, este tem como objetivo fazer com que todos os membros da mídia mantenham altos níveis de conduta ética, estabelecendo padrões de conduta. Ele é a coluna do sistema de autorregulação da imprensa do Reino Unido. A responsabilidade pela aplicação do código a determinado jornal ou periódico é do editor.

Há um item específico, a cláusula 13, sobre o jornalismo financeiro, cujos dispositivos tratam do seguinte, resumidamente: a) o jornalista não deve utilizar, para benefício próprio, a informação financeira que receber com anterioridade à divulgação ao público em geral, nem deve repassar tal informação a terceiros, mesmo que não haja normativo proibitivo sobre este assunto; b) o jornalista não deve escrever sobre valores mobiliários sobre os quais ele próprio ou seus familiares possuem interesse financeiro significativo, a não ser que tenha informado o

²⁸⁶ Disponível em: <http://www.pcc.org.uk/assets/696/Code_of_Practice_2012_A4.pdf>, acesso em 19/12/2012.

²⁸⁷ De acordo com a própria “*Press Complaints Commission*” (PCC), trata-se de órgão autorregulador do jornalismo, que analisa reclamações sobre o conteúdo editorial de revistas e jornais, além de seus respectivos websites: “The PCC is an independent self-regulatory body which deals with complaints about the editorial content of newspapers and magazines (and their websites). We keep industry standards high by training journalists and editors, and work pro-actively behind the scenes to prevent harassment and media intrusion. We can provide pre-publication advice to journalists and the public and have published advice on dealing with media attention after a death.” Disponível em: <<http://www.pcc.org.uk/>>, acesso em 06/01/2012.

²⁸⁸ A “*British Broadcasting Corporation*” (BBC) é uma empresa de comunicação que possui os seguintes objetivos: “1) Sustaining citizenship and civil society - The BBC provides high-quality news, current affairs and factual programming to engage its viewers, listeners and users in important current and political issues; 2) Promoting education and learning - The support of formal education in schools and colleges and informal knowledge and skills building; 3) Stimulating creativity and cultural excellence - Encouraging interest, engagement and participation in cultural, creative and sporting activities across the UK; 4) Representing the UK, its nations, regions and communities - BBC viewers, listeners and users can rely on the BBC to reflect the many communities that exist in the UK; 5) Bringing the UK to the world and the world to the UK - The BBC will build a global understanding of international issues and broaden UK audiences' experience of different cultures; 6) Delivering to the public the benefit of emerging communications technologies and services - Assisting UK residents to get the best out of emerging media technologies now and in the future.” Disponível em: <<http://www.bbc.co.uk/aboutthebbc/insidethebbc/howeare/publicpurposes/>>, acesso em 06/01/2013.

editor ou editor financeiro de tal interesse; e c) o jornalista não deve comprar ou vender, diretamente ou por meio de representantes, valores mobiliários sobre os quais tenha escrito recentemente ou sobre os quais intente escrever no futuro próximo.

Para melhor compreensão da cláusula 13 do “*Code of Practice*” da PCC, esta produziu o “*Financial Journalism Best Practice Note*”²⁸⁹, cuja característica principal é a não utilização de definições “fechadas”, mas sim conceitos “abertos”, que podem ser mais facilmente aplicados a casos concretos.²⁹⁰ O documento responde a uma lista de perguntas, tais como: A quem o “*Code of Practice*” se aplica? Qual o significado de “interesse financeiro”? O que o termo “valores mobiliários” significa no “*Code of Practice*”? O que significam os termos “recentemente” e “num futuro próximo”? Que tipo de informação deve ser divulgada pelos jornalistas que fazem recomendações de investimento aos leitores? Quais são as condições que isentam as publicações da aplicação do “*Investment Recommendation (Media) Regulations 2005*”? Algumas respostas a tais perguntas serão importantes quando o presente item adentrar na análise dos casos práticos, por isso não serão analisadas no momento.

Uma das informações que este documento traz à tona é a relevância da aplicabilidade da 1ª cláusula do “*Code of Practice*” às recomendações de investimento realizadas por jornalistas financeiros ou realizadas por terceiros, mas publicadas por jornalistas financeiros. O dispositivo estabelece que:

Accuracy:

- i) The press must take care not to publish inaccurate, misleading or distorted information, including pictures.
- ii) A significant inaccuracy, misleading statement or distortion once recognized must be corrected, promptly and with due prominence, and - where appropriate - an apology published.
- iii) The press, whilst free to be partisan, must distinguish clearly between comment, conjecture and fact.
- iv) A publication must report fairly and accurately the outcome of an action for defamation to which it has been a party, unless an agreed settlement states otherwise, or an agreed statement is published.²⁹¹

Tendo em vista que o dispositivo trata da precisão da informação, os jornalistas que elaboram ou apenas divulgam recomendações devem tomar as precauções devidas para, por exemplo: garantir que a informação publicada é correta; corrigir prontamente as informações publicadas erroneamente; distinguir “fatos” de “comentários” ou “conjecturas” etc.

²⁸⁹ Disponível em: <http://www.editorscode.org.uk/guidance_notes_9.html>, acesso em 12/01/2013.

²⁹⁰ BEALES, Ian, *The Editor's Codebook – The handbook to the Editor's Code of Practice*, p. 65.

²⁹¹ Disponível em: <http://www.pcc.org.uk/assets/696/Code_of_Practice_2012_A4.pdf>, acesso em 19/12/2012.

Ainda sobre este tema da aplicabilidade da cláusula 1ª do “*Code of Practice*” ao jornalista financeiro, o “*Financial Journalism Best Practice Note*” acrescenta que as recomendações de investimento devem ser transparentes na medida máxima possível, e que os editores devem considerar se é necessária a divulgação individual dos nomes dos jornalistas responsáveis pela matéria (mesmo que disponível apenas na versão do veículo na internet) e, em caso positivo, em quais circunstâncias tal divulgação seria feita.²⁹²

Já o “*Producer’s Guidelines - The BBC’s Values and Standards*” elaborado pela *British Broadcasting Corporation* (BBC)²⁹³, dispõe de regras gerais aplicáveis a todos os jornalistas, e ao tratar dos jornalistas financeiros em particular, dispõe o seguinte (cláusula 5.3 do documento da BBC): as pessoas que trabalham com assuntos financeiros na BBC devem informar o conteúdo da sua carteira de investimentos e outros conflitos de interesse.

Inclusive, há uma seção especial para jornalismo financeiro denominada “*Editorial Policy Guidance Note – Financial Journalism Guidelines (Last updated: October 2010)*”²⁹⁴. A preocupação da BBC é assegurar que as atividades dos jornalistas financeiros não afetem a integridade da BBC.

Da mesma forma que no “*Producer’s Guidelines*” citado acima, neste documento também há determinação para que os jornalistas relatem, conforme aplicável, quais valores mobiliários compõem suas carteiras de investimento, e que também relatem seus interesses financeiros e negociais, ou quaisquer transações com valores mobiliários. Para realizar estas declarações, existe um formulário específico denominado “*Declaration of Personal Interest Form*”.

Resumidamente, o documento trata do seguinte: a) os jornalistas não devem utilizar (para benefício próprio) qualquer informação privilegiada ou financeira que tenham recebido anteriormente à divulgação geral ao público, nem devem repassar tal informação a terceiros; b) os jornalistas não devem promover qualquer negócio ou serviço financeiro nos programas da BBC; c) os jornalistas financeiros estão sujeitos a algumas restrições legais específicas, portanto, não devem promover serviços ou produtos financeiros sem a devida autorização da autoridade regulatória competente, nem usar informação não-pública que adquiriram para negociar com valores mobiliários, ou passar tais informações para terceiros que possam

²⁹² Disponível em: <http://www.editorcode.org.uk/guidance_notes_9.html>, acesso em 12/01/2013.

²⁹³ Disponível em: <http://downloads.bbc.co.uk/guidelines/editorialguidelines/Legacy_Guidelines/2000-producers-guidelines.pdf>, acesso em 19/12/2012.

²⁹⁴ Disponível em: <<http://downloads.bbc.co.uk/guidelines/editorialguidelines/pdfs/financial-journalism.pdf>>, acesso em 19/12/2012.

realizar transações com valores mobiliários; e d) o veículo de comunicação deve advertir o público leitor ou espectador, conforme o caso, quando os convidados dos programas jornalísticos (geralmente especialistas no assunto), por exemplo, possuem interesse financeiro ou negocial nos tópicos em discussão.

Relacionado ao item “d” acima, o “*Editorial Policy Guidance Note – Financial Journalism Guidelines (Last updated: October 2010)*” ainda explica que se um convidado de algum programa da BBC recomendar a compra de um ativo, ele é o disseminador da informação, portanto não há necessidade de fazer referência ao código de conduta. Porém, se um jornalista citar a recomendação feita pelo terceiro, ele será considerado disseminador da informação e, portanto, deverá fazer referência ao código. Para fazer a referência ao código, o documento traz a seguinte sugestão: “This item/programme was produced under the BBC’s guidelines for financial journalism, a full version can be found at bbc.co.uk/business.”²⁹⁵

Outro exemplo de *disclaimer* que o código da BBC exige é o utilizado pelo serviço on-line de mesa de operações que cita alguns trechos da coluna “*Money Talks*” da *BBC News Website*. O código estabelece que cada trecho deve conter o seguinte:

The opinions expressed are those of the author and are not held by the BBC unless specifically stated. The material is for general information only and does not constitute investment, tax, legal or other form of advice. You should not rely on this information to make (or refrain from making) any decisions. Always obtain independent, professional advice for your own particular situation.)²⁹⁶

A seção de conflitos de interesse do “*Editorial Policy Guidance*” também possui uma seção especial para o jornalista financeiro²⁹⁷. Segundo este documento, é considerado “envolvido no jornalismo financeiro” todo aquele que trabalhar em programa que trate de finanças ou negócios.

Finalizada a análise das principais normas relativas ao jornalista financeiro no Reino Unido, e pesquisando os casos já julgados pela *Press Complaints Commission*, é possível encontrar dois casos relacionados diretamente ao jornalismo financeiro, ambos serão objeto de análise do presente item 5.3.

²⁹⁵ *Editorial Policy Guidance Note – Financial Journalism Guidelines (Last updated: October 2010)*, disponível em: <http://downloads.bbc.co.uk/guidelines/editorialguidelines/Legacy_Guidelines/2000-producers-guidelines.pdf>, acesso em 19/12/2012, p. 7.

²⁹⁶ *Editorial Policy Guidance Note – Financial Journalism Guidelines (Last updated: October 2010)*, disponível em: <http://downloads.bbc.co.uk/guidelines/editorialguidelines/Legacy_Guidelines/2000-producers-guidelines.pdf>, acesso em 19/12/2012, p. 8.

²⁹⁷ Disponível em: <<http://downloads.bbc.co.uk/guidelines/editorialguidelines/pdfs/conflicts-of-interest.pdf>>, acesso em 19/12/2012.

O primeiro trata de reclamação com relação à atuação dos jornalistas da “City Slickers”, entre maio de 1998 e janeiro de 2000, em descumprimento à cláusula 13 do “*Code of Practice*” da PCC, citada anteriormente. A “City Slickers” era uma coluna do jornal “*The Mirror*” que recomendava investimentos em valores mobiliários, escrita por Anil Bhoyrul e James Hipwell²⁹⁸.

No início, a coluna não tinha muita credibilidade perante os leitores nem internamente no próprio “*The Mirror*”. Entretanto, aos poucos, foi ganhando a confiança do mercado e passou a influenciar o preço dos ativos recomendados.

A acusação foi apresentada para análise da PCC diante da alegação de que os autores e o editor da coluna teriam comprado uma quantidade significativa de ativos em determinada companhia e que, mantendo tais ativos em suas carteiras de investimento, escreveriam matérias favoráveis na coluna.

A PCC investigou o caso e verificou que os jornalistas estariam realizando um esquema parecido com o Caso Winans, citado no item 5.2 deste trabalho: eles identificavam qual seria a dica de compra ou venda da coluna do dia seguinte e compravam o referido ativo, depois da publicação da coluna, vendiam o ativo a um preço bem maior, devido à grande procura dos leitores pelo ativo. Os dois jornalistas foram demitidos em fevereiro de 2000, após investigações internas do jornal. Aproveitaram-se do esquema não apenas os jornalistas autores da coluna, mas também os editores da coluna: Tina Weaver e Piers Morgan.

O jornal se defendeu alegando que as palavras utilizadas pela cláusula 13 do “*Code of Practice*” eram muito vagas e impediam a total compreensão do sentido da norma proibitiva, são elas: “significativo” e “recente”. Na norma, o termo “significativo” está em “interesse financeiro significativo”, inserido na proibição à aquisição de ativos pelo jornalista que tenha (ele próprio ou seus familiares) interesse financeiro significativo nos ativos objeto da matéria jornalística. Notícias indicam que Piers Morgan, por exemplo, teria investido 67 mil libras esterlinas, o que parece um investimento bem significativo²⁹⁹.

Já “recente” está em “sobre os quais não tenha escrito recentemente”, na proibição à compra ou venda de ativos sobre os quais tenha escrito pouco tempo antes da aquisição ou venda do ativo objeto da matéria.

A PCC não concordou com os argumentos, e afirmou que o significado dos termos é claro quando interpretado em conjunto com os demais dispositivos do código. Em maio de

²⁹⁸ Disponível em: <<http://www.pcc.org.uk/news/index.html?article=MTc4NQ==>>, acesso em 29/12/2012.

²⁹⁹ *City Slickers guilty of tip scam*, BBC News.

2000, a PCC concluiu que os dois jornalistas e Piers Morgan teriam descumprido o “*Code of Practice*”, sendo que o editor também teria cometido falta em razão da não supervisão da conduta de sua equipe, pela qual é responsável segundo o código. Quanto à Tina Weaver, não houve provas suficientes.

É para solucionar este tipo de problema que o supracitado “*Financial Journalism Best Practice Note*” torna-se muito útil. Na seção de “perguntas e respostas” há esclarecimentos sobre os dois termos questionados no Caso City Slickers³⁰⁰. Relevante ressaltar que o documento é de 2005, portanto posterior ao Caso City Slickers, se já existisse na época do caso, provavelmente teria ajudado a solucionar a questão.

Para “significativo” o documento explica que o “*Code of Practice*” utilizou um termo vago, ao invés de um rol de definições, pois o que é significante para uma pessoa, pode não sê-lo para outra. Porém, lembra que existe um conceito estabelecido pelo “*Investment Recommendation (Media) Regulations 2005*” (item 2 da Seção 6 denominada “*Disclosure of interests etc*”), e que este deve ser levado em conta, como indicativo: se o jornalista for titular de uma participação que exceda 3.000 libras esterlinas do total de ativos emitido pelo emissor em questão; e nos casos em que a empresa do jornalista obtiver participação de 5% ou mais na companhia emissora dos ativos objeto da matérias jornalística.

Já com relação ao termo “recente”, o “*Financial Journalism Best Practice Note*” diz que é impossível definir tal conceito sem deixar brechas e que a intenção é proibir a negociação no curto prazo, para que o jornalista não se utilize da matéria jornalística para realizar ganhos no mercado de capitais (como aconteceu no Caso Winans e no Caso City Slickers). Adicionalmente, conforme comprovado por pesquisas realizadas por C. DOUGAL, J. ENGELBERG, D. GARCÍA e C. A. PARSONS, apresentadas no item 3.1 deste trabalho, a influência dos jornalistas nas decisões dos investidores do mercado de capitais é mais significativa no curto prazo³⁰¹.

Na análise de casos práticos, caso haja problemas com a interpretação da palavra “recente” (como houve no Caso City Slickers), o documento também dispõe que a PCC irá considerar todo o período de tempo no qual o jornalista manteve, em sua carteira de investimentos, valores mobiliários novos.

³⁰⁰ Vide seções do “What is a ‘significant financial interest?’” e “What do the terms ‘recently’ and ‘in the near future’ mean?” do “Financial Journalism Best Practice Note”, disponível em: <http://www.editorscode.org.uk/guidance_notes_9.html>, acesso em 12/01/2013.

³⁰¹ DOUGAL, Casey; ENGELBERG, Joseph; GARCÍA, Diego e PARSONS, Christopher A.; *Journalists and the Stock Market*, p. 23.

Passando ao segundo caso de análise do presente item, nota-se, da leitura da decisão da PCC, que esta adveio de uma reclamação feita por Keith Lee à PCC sobre recomendações de investimento feitas na coluna denominada “*Questor*”, publicada no “*The Daily Telegraph*” e no “*Sunday Telegraph*”.³⁰² O motivo da reclamação era a frequência com que determinados valores mobiliários eram recomendados pelos jornalistas para compra ou venda pelos leitores.

Para ilustrar o motivo de sua reclamação, Keith Lee apresentou alguns números: os ativos emitidos pela *Hill & Smith* teriam sido objeto de recomendação por seis vezes no período de 28 de junho de 2009 a 10 de agosto de 2010.

Em sua defesa, o jornal responsável pela coluna alegou que o foco da coluna é, propositalmente, em um grupo pequeno de ativos, visto que este tipo de publicação cria maior interesse no leitor. Ademais, argumentam que, nos casos em que houve alteração do preço do ativo objeto de recomendação, isto não demonstra necessariamente que houve descumprimento do código pelo jornalista, mas que a coluna trabalha com informações bem embasadas.

A PCC averiguou a reclamação com base na cláusula 13 do “*Code of Practice*” e verificou que não houve descumprimento da norma por parte dos jornalistas ou do editor responsável. Embora houvesse sim interesse financeiro dos autores da coluna em determinados ativos objeto de recomendação, a PCC concluiu que o jornal demonstrou que sempre seguiu políticas internas para garantir a aderência de seus empregados ao código de conduta.

Também foi verificado pela PCC que as posições de investimento dos autores da coluna sempre foram publicadas ao final do texto, ou seja, houve o *disclosure* exigido de uma conduta ética, demonstrando a transparência com que o meio de comunicação trabalha. Além disso, o editor responsável pela coluna investia apenas através de um clube de investimentos, e as transações não foram realizadas em datas próximas da publicação da coluna.

São poucos os casos envolvendo a cláusula 13 do “*Code of Practice*” da PCC. O segundo caso descrito acima (“Caso Questor”), foi julgado apenas em 16 de dezembro de 2010, ou seja, dez anos depois do caso da “City Slickers”. Não foi possível encontrar dados suficientes para entender o motivo da pouca quantidade de casos, mas uma resposta possível é a eficiência da autorregulação no país.

³⁰² Disponível em: <<http://www.pcc.org.uk/news/index.html?article=Njg1Mw==>>. Acesso em 29.12.2012.

Segundo o “*The Editor’s Codebook – The handbook to the Editor’s Code of Practice*”³⁰³, é notável o fato da Cláusula 13 do “*Code of Practice*” da PCC não sofrer alterações desde 1991, e de ter sido testada no Caso City Slickers e ter resolvido a questão com êxito. Tais dados demonstrariam o sucesso das normas autorreguladoras.

Adicionado aos fatores favoráveis indicativos de sucesso das normas autorreguladoras, citados acima, destaca-se que no Caso Questor a PCC entendeu que não houve descumprimento do código, ou seja, não há registro recente na PCC de descumprimento à cláusula 13 do “*Code of Practice*”.

No Caso Questor, a própria PCC declarou que é raro receber reclamações com base na cláusula 13 do “*Code of Practice*”. Segundo ela, um dos possíveis motivos para a não incidência de casos envolvendo o jornalismo financeiro é a atualização do “*Investment Recommendation (Media) Regulations 2005*”, ocorrida em 2005, depois do caso “City Slickers”, ocorrido em 2000.

A PCC tratou o Caso Questor como uma oportunidade para verificar, na prática, a eficiência das normas aplicáveis aos jornalistas financeiros e, ao fim, concluiu que as normas de autorregulação cumprem com o seu objetivo de forma satisfatória. Analisando item a item, a PCC não identificou no “*Code of Practice*” qualquer menção à frequência das recomendações, não há nenhuma restrição ao excesso de recomendações de ativos.

Embora não houvesse menção expressa ao problema enfrentado na reclamação feita por Keith Lee, a PCC destacou testes que podem ser aplicados na verificação do cumprimento da cláusula 13 do “*Code of Practice*” (já descritos no presente item do trabalho como “a”, “b” e “c”). Depois de identificar os testes, aplicou cada um ao caso prático.

O primeiro dos testes é o da norma que proíbe que o jornalista escreva sobre ativos nos quais ele ou seus familiares possuam interesse financeiro significativo. Neste tópico não houve descumprimento por parte da “*Questor*”, pois a PCC entendeu que os investimentos mantidos pelo editor não eram significantes. Ainda que o investimento fosse em montante significativo, o jornal preocupou-se com a divulgação das posições financeiras obtidas pelo editor da coluna, o que demonstra o comprometimento com a confiança depositada pelo leitor.

O teste seguinte relaciona-se com a norma proibitiva da compra ou venda de ativos por jornalistas quando estes ativos foram objeto de publicação recente, ou serão objeto de publicação futura. O objetivo deste teste é impedir a especulação do jornalista com a compra

³⁰³ BEALES, Ian, *The Editor’s Codebook – The handbook to the Editor’s Code of Practice*, p. 65.

ou venda, no curto prazo. Não há indícios de transações realizadas pelo editor no curto prazo. Por isso, a PCC entendeu que o jornal tomou todos os cuidados devidos e discordou do conteúdo da reclamação feita por Keith Lee.

Este caso da coluna “*Questor*” é bem mais recente do que o Caso Winans, descrito no item 5.2, e vê-se que daquela época para o ano de 2010 (data da publicação do Caso Questor) houve uma grande evolução na forma de tratar o assunto. Embora os casos sejam em países diferentes (o que prejudica uma comparação), nota-se que no presente caso o jornal já estava preparado para lidar com eventuais conflitos de interesse, para mostrar-se transparente e para se resguardar de problemas jurídicos, já existem mais procedimentos para guiar a conduta dos jornais e dos jornalistas.

A conclusão da PCC, a partir da aplicação dos testes, pelo sucesso das normas autorreguladoras existentes no Reino Unido em face dos problemas com jornalistas financeiros, gera a ideia de que tais normas podem ser copiadas por outras jurisdições, como a brasileira.

Comparando as duas jurisdições (EUA e Reino Unido), vê-se que a norte-americana apresentou mais problemas, pois nos EUA não havia regra expressa sobre o jornalista, e não foi possível puni-los por fraude ao mercado de capitais, outros tipos penais tiveram que ser utilizados para a condenação (“*mail fraud*” no Caso Winans), mas nada específico ao jornalista do mercado de capitais.

O sistema regulatório do Reino Unido (a autorregulação, em complemento às normas governamentais) por sua vez, pareceu muito eficiente. Por isso, transportando tais experiências para o direito brasileiro, a autorregulação dos jornalistas pareceu ser uma boa saída, com ela ao menos se evita o problema da crítica sobre cerceamento à liberdade de imprensa.

CAPÍTULO VI – ATUALIDADE DA QUESTÃO

O primeiro ponto deste último capítulo é verificar quais normas estão atualmente em vigor e que poderiam ser aplicadas aos jornalistas que atuam de forma a obstar o bom funcionamento do mercado de capitais (item 6.1). Feita tal verificação, o capítulo seguirá para a análise de como se dá a fiscalização e efetividade de tais normas, indagando se existe algum órgão regulador estatal específico para os jornalistas (item 6.2). Analisada a regulação estatal, e vistos os problemas que poderiam advir dela, seguir-se-á para outras sugestões de regulação para o jornalista: a regulação pela CVM e a autorregulação por entidades de jornalismo.

6.1. A Atuação dos Jornalistas no Mercado de Valores Mobiliários e as Normas Já Existentes

A liberdade de imprensa é muito importante para a sociedade, pois permite que outros direitos como os de livre exercício político e de liberdade de expressão sejam exercidos. Entretanto, até o presente item do trabalho, foram vistos diversos problemas que podem surgir da atuação dos jornalistas financeiros de forma contrária aos princípios do mercado de capitais (conforme item 3.2 deste trabalho), o que leva à conclusão de que, como qualquer outra atividade, o jornalismo necessita de limites de atuação.

A Lei nº 5.250, de 9 de fevereiro de 1967, também conhecida como Lei de Imprensa, regulava “a liberdade de manifestação do pensamento e de informação,” e tinha como escopo a proteção da liberdade dos jornalistas. Tal norma também se ocupava de sancionar, civil e criminalmente, os que cometessem abusos no exercício da profissão³⁰⁴.

Porém, a Lei de Imprensa foi tida como não recepcionada pela Constituição Federal de acordo com entendimento do Supremo Tribunal Federal, por meio do julgamento da ADPF nº 130 – DF³⁰⁵, em 30 de abril de 2009. O STF decidiu que a Lei de Imprensa é materialmente incompatível com a Constituição Federal, e que o Código Civil e o Código Penal seriam

³⁰⁴ Lei nº 5.250/67 – Art. 1º É livre a manifestação do pensamento e a procura, o recebimento e a difusão de informações ou idéias, por qualquer meio, e sem dependência de censura, respondendo cada um, nos termos da lei, pelos abusos que cometer”.

³⁰⁵ A íntegra do documento está disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605411>>, acesso em 23/09/2012.

suficientes para tratar das mesmas matérias da Lei de Imprensa, não sendo necessário um tratamento diferenciado ao jornalista.

Ademais, também não existem normas emitidas pelo órgão regulador do mercado de capitais relativas ao jornalismo financeiro, considerando que, como visto anteriormente, a sugestão da CVM apresentada através da minuta da ICVM 388, anexa ao Edital de Audiência Pública nº 09/07 (item 4.1 deste trabalho), não foi aceita pelos participantes do mercado nem pelos jornalistas (itens 4.4 e 4.5 deste trabalho).

Diante dessa ausência de normas específicas sobre o jornalista financeiro, cumpre a este item 6.1 analisar como as práticas dos jornalistas que prejudicam o mercado de capitais poderão ser prevenidas ou sancionadas por normas já existentes no ordenamento jurídico brasileiro, com o intuito de proteger os investidores e o funcionamento do mercado, passando pela responsabilização civil (item 6.1.1) e penal (item 6.1.2). Tendo em vista que a não recepção da Lei de Imprensa é recente (o julgamento pelo STF ocorreu em 2009, conforme visto acima), os referidos itens também farão uma breve análise de como era a situação da regulação dos jornalistas na época da Lei de Imprensa, para verificar se a perda foi significativa. Por fim, no item 6.1.3 será realizada uma breve análise dos ilícitos administrativos e penais específicos do mercado de capitais.

6.1.1. Responsabilização Penal

Sobre a responsabilização penal, o artigo 12 da Lei de Imprensa dizia que “aqueles que, através dos meios de informação e divulgação, praticarem abusos no exercício da liberdade de manifestação de pensamento e informação ficarão sujeitos às penas desta Lei e responderão pelos prejuízos que causarem”. A partir do artigo 13 havia a tipificação das práticas consideradas crimes para a Lei de Imprensa.

O artigo da Lei de Imprensa que parecia mais aplicável ao jornalista do mercado de valores mobiliários era o artigo 16, no qual se criminalizava o ato de publicar ou divulgar notícias falsas ou fatos truncados ou deturpados que provocassem qualquer dos efeitos descritos nos incisos do referido artigo. Da leitura de tais incisos, vislumbra-se que no inciso “IV”, embora não houvesse menção expressa ao “mercado de capitais”, encontrava-se a

redação mais próxima: “sensível perturbação na cotação das mercadorias e dos títulos imobiliários no mercado financeiro”.

Assim, interpretando o artigo 16, “iv” da Lei de Imprensa, podia-se dizer que ele era capaz de criminalizar a conduta do jornalista que publicasse informações falsas ou truncadas no mercado de capitais. Neste caso a pena era de detenção do infrator, variando de um a seis meses, ou o pagamento de multa no valor de cinco a até dez salários-mínimos.

Outro crime que era previsto aos jornalistas e poderia ser praticado no mercado de capitais era o descrito no artigo 18 da Lei de Imprensa, que consistia na obtenção de vantagem (seja favor, dinheiro ou qualquer outra) advinda da não publicação de informações³⁰⁶. Na verdade a vantagem, de acordo com a descrição do tipo penal, nem precisaria ser alcançada, a simples tentativa de obtenção já era tipificada como crime. Tal vantagem também não precisava ser atribuída ao próprio jornalista, a vantagem obtida para terceiros também era englobada pela norma.

A prática do crime descrito acima podia resultar na reclusão do jornalista por um a quatro anos, além de multa que variava de dois a trinta salários-mínimos, tudo dependendo da proporção de culpabilidade e gravidade das consequências da conduta ilícita.

Sem a Lei de Imprensa, resta-nos apenas o Código Penal (instituído pelo Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940), segundo o STF decidiu na já citada ADPF nº130/2009, vide trecho da ementa (item 11):

11. EFEITOS JURÍDICOS DA DECISÃO. Aplicam-se as normas da legislação comum, notadamente o Código Civil, o Código Penal, o Código de Processo Civil e o Código de Processo Penal às causas decorrentes das relações de imprensa. O direito de resposta, que se manifesta como ação de replicar ou de retificar matéria publicada é exercitável por parte daquele que se vê ofendido em sua honra objetiva, ou então subjetiva, conforme estampado no inciso V do art. 5º da Constituição Federal. Norma, essa, “de eficácia plena e de aplicabilidade imediata”, conforme classificação de José Afonso da Silva. “Norma de pronta aplicação”, na linguagem de Celso Ribeiro Bastos e Carlos Ayres Britto, em obra doutrinária conjunta.³⁰⁷

Considerando que o escopo deste trabalho não é o âmbito do Direito Penal, não cabe analisar profundamente o Código Penal com o fim de destrinchar quais artigos poderiam ser aplicados aos jornalistas que atuam no mercado de capitais. Até porque, tal tarefa demandaria

³⁰⁶ “Art. 18 - Obter ou procurar obter, para si ou para outrem, favor, dinheiro ou outra vantagem para não fazer ou impedir que se faça publicação, transmissão ou distribuição de notícias. Pena: Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa de 2 (dois) a 30 (trinta) salários-mínimos da região. (...)”

³⁰⁷ <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605411>, p. 2, acesso em 23/09/2012.

uma análise caso a caso, ou seja, dependendo dos fatos, a conduta do jornalista poderia ser enquadrada em um ou outro dispositivo penal.

De qualquer forma, apenas a título de exemplo, pode-se destacar a possível aplicabilidade do artigo 171 do Código Penal aos jornalistas, dispositivo este que dispõe sobre o crime de estelionato (conforme parcialmente transcrito abaixo):

Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento:

Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis.

§ 1º - Se o criminoso é primário, e é de pequeno valor o prejuízo, o juiz pode aplicar a pena conforme o disposto no art. 155, § 2º.

§ 2º - Nas mesmas penas incorre quem:
(...)

Analisando o Caso Winans (objeto do item 5.2 deste trabalho), por exemplo, inicialmente poderia se entender que o estelionato poderia ser aplicado ao jornalista, já que ele obteve para si vantagem (lucros obtidos com a venda dos valores mobiliários) em prejuízo alheio (dos vendedores dos valores mobiliários objeto da coluna), induzindo ou mantendo alguém em erro (novamente os vendedores dos valores mobiliários objeto da coluna) mediante meio fraudulento (a venda do conteúdo da coluna antecipadamente aos demais participantes do esquema).

Porém, esta conclusão de enquadrar Winans como estelionatário seria precipitada. Para que haja a sanção, é necessário que a conduta se enquadre exatamente ao tipo penal. Sobre este assunto do “tipo penal”, segundo M. REALE JÚNIOR:

A adequação típica é a congruência de uma ação concreta a um tipo de injusto. Essa ação concreta é descrita pelo tipo de forma paradigmática, de modo a revelar o valor que se tutela. A ação será típica se enquadrável no modelo e se realizada segundo um sentido valorado negativamente pelo direito, ou seja, dotado desse sentido contrário ao valor cuja positividade se impõe.³⁰⁸

E sobre o enquadramento da conduta ao tipo penal, a análise não é simples. Uma simples palavra no artigo 171 pode caracterizar ou deixar de caracterizar uma conduta como ilícita. Por exemplo, no tipo penal do estelionato, a palavra “vantagem” está seguida de “ilícita”, ou seja, não basta que haja a obtenção de uma vantagem, ela necessita ser “ilícita”.

³⁰⁸ REALE JÚNIOR, Miguel, *Instituições de direito penal – parte geral*, p. 146.

Segue abaixo o que L. R. PRADO entende por “vantagem ilícita” quando da análise do artigo 171 do Código Penal:

O núcleo do tipo é representado pelo verbo *obter* (alcançar, conseguir). No delito de estelionato, o agente obtém vantagem ilícita em prejuízo alheio. *Vantagem ilícita* é todo benefício ou proveito contrário ao Direito, constituindo, portanto, elemento normativo jurídico de tipo injusto. (...) ³⁰⁹

Voltando ao Caso Winans, não é tarefa fácil distinguir se a vantagem obtida pelo jornalista em razão do esquema era propriamente “ilícita”. Conforme vimos no item 5.2, Winans apenas adiantava o conteúdo da coluna “*Heard on the Street*” aos demais participantes do grupo para se beneficiar do impacto que a coluna traria ao ser publicada. A compra e venda de ativos (antes e após a publicação da coluna, respectivamente) não era ilícita, portanto, talvez os lucros obtidos desta transação também não possam ser denominados “ilícitos”.

Salienta-se que a aplicação de um tipo mais amplo, como é o “estelionato”, não é muito apropriada para o jornalista do mercado de valores mobiliários, o ideal seria a construção de tipos penais mais determinados.

M. CARVALHOSA e N. EIZIRIK ³¹⁰ destacam no Código Penal o art. 177, § 1º, II ³¹¹ como dispositivo relacionado ao mercado de capitais, já que prevê que a falsa cotação de ações ou títulos de sociedade por ações é crime. Winans até poderia ser sancionado em razão desta norma, mas sua atuação na cotação dos ativos envolvidos no esquema é mais indireta e o crime é próprio, ou seja, só pode ser praticado pelos sujeitos descritos no dispositivo, quais sejam: diretor, gerente ou fiscal (conselheiro fiscal) da sociedade de ações. Assim, o Código Penal parece não possuir as normas necessárias para punição de jornalistas.

O item 6.1.3 deste trabalho terá como objeto de análise os ilícitos específicos do mercado de capitais, e em tal item será possível verificar se tais normas, por serem mais específicas, poderiam ser melhor aplicadas aos jornalistas. Da análise se verá, por exemplo, se

³⁰⁹ PRADO, Luiz Regis. *Curso de direito penal brasileiro, volume 2: parte especial: arts. 121 a 183*, p. 545.

³¹⁰ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson, *A nova Lei das S/A*, p. 533.

³¹¹ Segue transcrição parcial do dispositivo: “Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:

Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.

§ 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: (Vide Lei nº 1.521, de 1951) (...) II - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade; (...)”

Winans poderia ser sancionado pelo crime de manipulação do mercado, em razão da prática de *scalping*.

Antes de adentrar no tema do item 6.1.3, porém, é interessante passar pela questão da responsabilização civil. Segundo G. D. C. PEREIRA³¹², na prática, os casos que acabam chegando ao Judiciário, no âmbito penal, são aqueles em que um jornalista agiu com má-fé, ou seja, com dolo específico, para agredir a honra alheia, nos demais casos, a questão acaba sendo resolvida no âmbito civil com a reparação de danos, como se verá no item 6.1.2 a seguir.

A sanção penal do jornalista infrator é uma forma de demonstrar à sociedade que os que transgridem as regras serão sancionados, prevenir infrações futuras, mas geralmente, o mais relevante não é a sanção do infrator, mas a reparação dos danos daqueles que foram prejudicados. É por isso que a responsabilização civil dos jornalistas também deve ser estudada.

6.1.2. Responsabilização Civil

A responsabilização civil do jornalista, na época da Lei de Imprensa, podia ser resumida à leitura do seu artigo 49 que dizia que quem, no exercício da liberdade de manifestação de pensamento e da informação, com dolo ou culpa, violasse direito ou causasse prejuízo a outrem, se obrigaria a reparar os danos materiais e, igualmente, os morais, dependendo da infração cometida.

Dentre os ilícitos que devem ter danos morais reparados (além dos materiais), o inciso I do artigo 49 lista, dentre outros, o artigo 16, inciso IV e o art. 18. Conforme citado no item 6.1.1 acima, tais dispositivos são os que melhor poderiam ser aplicados ao jornalista no mercado de capitais, ou seja, na época da Lei de Imprensa, caso a conduta do jornalista que atua no mercado de capitais fosse enquadrada em tais dispositivos, haveria responsabilização penal e civil (abrangendo danos materiais e morais). Segue transcrição do artigo 49, I, da Lei de Imprensa, sobre os crimes que ensejam danos materiais e morais:

³¹² PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, p. 221.

Art . 49. Aquêlê que no exercício da liberdade de manifestação de pensamento e de informação, com dolo ou culpa, viola direito, ou causa prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar:

I - os danos morais e materiais, nos casos previstos no art. 16, números II e IV, no art. 18 e de calúnia, difamação ou injúrias;

(...) (Grifos nossos)

A Lei de Imprensa, além de expressar o direito do prejudicado de obter reparação dos danos sofridos perante o jornalista (conforme visto no artigo 49, I, transcrito acima), conferia, no caso em que a violação de direito ou prejuízo tenham ocorrido mediante publicação ou transmissão em jornal, periódico, ou serviço de radiodifusão, ou de agência noticiosa, o direito de requerer indenização diretamente da pessoa que explora o meio de informação ou divulgação, seja ela natural ou jurídica (art. 49, § 2º). Com tal medida a lei acelerava a obtenção da reparação pelo prejudicado, pois geralmente a empresa jornalística possui mais recursos financeiros, e pode ingressar com ação regressiva contra o jornalista (autor ou responsável pela divulgação) que cometeu a infração (conforme era previsto no art. 50 da Lei de Imprensa).

O grande problema desta reparação civil da Lei de Imprensa eram os limites previstos para reparação de danos cometidos por jornalistas em determinadas situações. A conduta descrita no artigo 16, IV, por exemplo, estava limitada à reparação de apenas de 2 salários mínimos (vide transcrição do artigo 51, inciso I, da Lei de Imprensa, abaixo):

Art. 51. A responsabilidade civil do jornalista profissional que concorre para o dano por negligência, imperícia ou imprudência, é limitada, em cada escrito, transmissão ou notícia:

I – a 2 salários-mínimos da região, no caso de publicação ou transmissão de notícia falsa, ou divulgação de fato verdadeiro truncado ou deturpado (art. 16, ns. II e IV).

(...) (Grifos nossos)

Também existia na Lei de Imprensa um limite de reparação de danos às empresas jornalísticas (quando aplicável o envolvimento destas), na época elas seriam responsabilizadas por apenas 10 vezes as importâncias descritas no artigo 51. No caso da “sensível perturbação na cotação das mercadorias e dos títulos imobiliários no mercado financeiro” (artigo 16, IV, da Lei de Imprensa), por exemplo, se houvesse uma empresa envolvida, esta estaria obrigada a reparar apenas 20 salários mínimos:

Art . 52. A responsabilidade civil da empresa que explora o meio de informação ou divulgação é limitada a dez vezes as importâncias referidas no artigo anterior, se resulta de ato culposo de algumas das pessoas referidas no art. 50. (Grifos nossos)

Foi dito mais acima que este é um grande problema, e a razão da afirmativa é o fato de que no mercado de capitais, geralmente, as operações envolvem valores altos. Em casos assim (envolvendo números expressivos), a limitação do valor da indenização imposta pela Lei de Imprensa podia não ser suficiente para reparar o prejuízo causado. De acordo com a Lei de Imprensa, o valor da indenização ficava a cargo do juiz (como geralmente ocorre em qualquer reparação de danos), e este deveria se basear nos critérios do art. 53³¹³ da Lei de Imprensa, dentre eles, por exemplo, a intensidade e a gravidade do prejuízo sofrido.

Sem a Lei de Imprensa, resta o Código Civil, segundo o STF decidiu na já citada ADPF nº130/2009³¹⁴. No Código Civil, instituído pela Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, a responsabilidade civil está prevista, basicamente, nos artigos 186 e 187, combinados com o artigo 927³¹⁵.

De acordo com os dispositivos citados, comete ato ilícito: a) aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral; e b) o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes. Em ambos os casos, quem causar dano a alguém, fica obrigado a repará-lo.

Assim, embora não haja mais a Lei de Imprensa, nem qualquer lei específica para o jornalista, ele se submete à regra geral de responsabilidade civil, e se, no exercício de sua atividade, violar direito e causar dano a alguém, terá que repará-lo. A quantificação da reparação do dano será feita pelo juiz no âmbito do processo judicial movido pelo lesado.

Para G. D. C. PEREIRA³¹⁶, não há que se falar em privilégios aos jornalistas, e se houver culpa do jornalista, ele deve ser condenado à reparação do dano sim. O autor entende que não deve existir uma prerrogativa especial para a imprensa, pois seria prejudicial para a

³¹³ Segue a íntegra do referido dispositivo: “Art . 53. No arbitramento da indenização em reparação do dano moral, o juiz terá em conta, notadamente: I - a intensidade do sofrimento do ofendido, a gravidade, a natureza e repercussão da ofensa e a posição social e política do ofendido; II - A intensidade do dolo ou o grau da culpa do responsável, sua situação econômica e sua condenação anterior em ação criminal ou cível fundada em abuso no exercício da liberdade de manifestação do pensamento e informação; III - a retratação espontânea e cabal, antes da propositura da ação penal ou cível, a publicação ou transmissão da resposta ou pedido de retificação, nos prazos previstos na lei e independentemente de intervenção judicial, e a extensão da reparação por êsse meio obtida pelo ofendido.”

³¹⁴ <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605411>, p. 11, acesso em 23/09/2012.

³¹⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, p. 124.

³¹⁶ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*, pp. 233-234.

sociedade que a imprensa tivesse uma isenção do dever de reparar (nos casos em que a atitude do jornalista for negligente ou dolosa).

O problema da aplicação da regra geral do Código Civil ao jornalista é que, como o exercício de seu trabalho geralmente é a publicação de informações ao público, por vezes será difícil identificar quem foi lesado e, pior ainda, quantificar a medida do prejuízo. Na verdade, este último é um problema comum na responsabilidade civil, seja envolvendo o jornalista ou não, que é a dificuldade de medir o dano e como repará-lo de forma efetiva.

Sobre a identificação daquele que foi lesado, a Lei nº 7.913, de 07 de dezembro de 1989, dispõe que, sem prejuízo da ação de indenização que pode ser movida pelo prejudicado, o Ministério Público (possui legitimidade ativa), seja de ofício ou por solicitação da CVM, tomará as medidas judiciais cabíveis para evitar prejuízos ou obter ressarcimentos de danos causados a titulares de ativos e aos investidores do mercado de capitais, em especial quando decorrerem de (art. 1º):

- I - operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;
- II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;
- III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa. (Grifos nossos)

Observa-se que a referida norma instituiu a ação civil pública para os investidores do mercado de valores mobiliários que sejam prejudicados, basicamente, por fraude, omissão de informação relevante ou prestação de informações de forma incompleta. A Lei nº 7.913/89 criou uma forma de abarcar todos os investidores prejudicados em uma única ação.

O processo pode ser encerrado com uma sentença judicial ou um acordo entre a CVM, o Ministério Público e os acusados, mediante Termo de Ajustamento de Conduta (TAC). Se houver condenação no âmbito da referida lei, os valores pagos a título de ressarcimento de prejuízos serão distribuídos aos investidores lesados, na proporção do prejuízo de cada um deles, consoante o disposto no artigo 2º da citada Lei nº 7.913/89.

Por fim, vale levantar mais uma última questão: a responsabilização civil deve ser concretizada de modo cauteloso no âmbito do jornalismo, do contrário, esta poderá impelir os meios de comunicação à autocensura. Por autocensura, neste contexto, entende-se que os

jornalistas podem deixar de divulgar informações relevantes com receio de sofrerem com eventuais ações de indenização³¹⁷.

Da análise das normas relativas à responsabilização civil, entende-se que existem normas suficientes para reparação do dano eventualmente causado pelo jornalista, desde que tal dano tenha sido causado por ação ou omissão voluntária, por negligência ou por imprudência do jornalista, ou, ainda, em razão do exercício de determinado direito do jornalista de forma a exceder os limites do respectivo direito, sempre nos termos do Código Civil.

Se ocorresse no Brasil uma situação semelhante ao Caso Winans (item 5.2 deste trabalho), por exemplo, os investidores lesados poderiam entrar com ações contra os participantes do esquema. Visto que é possível identificar os lesados, não há necessidade de uma ação civil pública. No Caso Winans, consta que os participantes lucraram cerca de US\$ 690.000,00 com o uso da informação a ser publicada na coluna do jornal, ou seja, foi possível quantificar o dano. Transportando novamente o exemplo do Caso Winans para o ordenamento brasileiro, com relação à quantificação do dano, caberia ao investidor provar, na ação judicial, qual foi o dano sofrido para que o juiz decidisse sobre a medida da reparação devida.

6.1.3. *Ilícitos Específicos do Mercado de Capitais*

Para a proteção do mercado de capitais, o legislador brasileiro previu que algumas práticas atentatórias seriam consideradas ilícitas. Segundo N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES - de cuja obra o presente item do trabalho se valerá - os principais ilícitos do mercado de capitais são: “a manipulação do mercado; a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; as operações fraudulentas; as práticas não equitativas; o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*); e o exercício irregular do cargo, profissão ou atividade.”³¹⁸

Dentre os ilícitos descritos acima, existem os ilícitos administrativos e os ilícitos penais (crimes), cuja distinção reside mais em questões formais do que na própria essência da

³¹⁷ PINTO, Marcos Barbosa, *Liberdade de Imprensa e Responsabilidade Civil dos Meios de Comunicação*, p. 177.

³¹⁸ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 507 e ss.

conduta, e dependem da fonte normativa e do órgão aplicador da sanção. Neste sentido, os ilícitos administrativos são os previstos na Lei nº 6.385/76 e nas instruções normativas da CVM, e os ilícitos penais são aqueles que foram introduzidos pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que acrescentou o Capítulo VII-B à Lei nº 6.385/76, contendo os artigos 27-C, 27-D e 27-E³¹⁹. Com a inserção provocada pela Lei nº 10.303/01, algumas condutas passaram a figurar como ilícito administrativo e penal, concomitantemente.

Sobre o órgão sancionador, a condenação por qualquer dos ilícitos penais acima descritos e a respectiva aplicação de sanção faz parte da função penal do Estado que necessita da intermediação obrigatória do Poder Judiciário.

Os ilícitos da esfera administrativa, por sua vez, se submetem ao poder disciplinar conferido à CVM pela Lei nº 6.385/76. No item 1.4.2.1 deste trabalho (que trata do referido poder disciplinar), indagou-se sobre o enquadramento do jornalista no rol de pessoas sujeitas ao poder disciplinar da CVM, portanto, cabe ao presente item analisar a questão. Como citado anteriormente, o art. 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/76 diz que, dentre outros, os “demais participantes do mercado” se submetem à CVM e, adicionalmente, que não pode haver extensão deste rol. Considerando que o jornalista financeiro atua na democratização da informação no mercado de capitais, entende-se que ele é um “participante do mercado” (não havendo a necessidade de extensão do rol para abarcá-lo), e, caso atue de forma atentatória ao funcionamento do mercado, poderá ser sancionado pela CVM.

Ademais, em determinadas situações, como na ocorrência de conflito de interesses (conforme descrito no item 3.2.1 deste trabalho) o jornalista, além de exercer o papel relacionado ao jornalismo financeiro, ele também atua como investidor, o que reforça a sua situação de “participante do mercado”.

Entretanto, para existir a sanção de conduta do jornalista financeiro, é necessário que este incorra em uma das situações previstas pelas normas aplicáveis (instruções normativas da CVM ou a Lei nº 6.385/76). Por isso, neste item do presente trabalho, se discorrerá sobre quais desses ilícitos podem ser aplicados ao profissional do jornalismo que atue no mercado de capitais de forma a prejudicar o seu bom funcionamento.

³¹⁹ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson, *A nova Lei das S/A*, p. 530.

Dando início à análise, apresenta-se o primeiro ilícito penal, aquele crime previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/76³²⁰, que engloba as práticas de manipulação do mercado, a criação de condições artificiais e as operações fraudulentas, mas que será denominado no presente trabalho apenas de “crime de manipulação do mercado”. Tal ilícito consiste na alteração das regras de funcionamento do mercado de modo a eliminar ilicitamente o máximo dos riscos a ele inerentes, com o objetivo de obter lucros através de práticas que enganam os demais participantes do mercado, que não sabem que estão diante de um “mercado falso” (onde os preços dos ativos são artificiais, não refletem a realidade).

A tipificação destas condutas, englobadas sob o ilícito da manipulação de mercado, serve para proteger a eficiência na determinação dos preços dos valores mobiliários e, por consequência, a estabilidade do mercado de capitais. A norma foi editada para que a cotação dos ativos negociados no mercado de valores mobiliários seja real, e reflita apenas as informações publicamente divulgadas a todos os investidores³²¹. A pena prevista para este crime é de reclusão de um a oito anos, adicionada de multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida em decorrência da manipulação do mercado.

O referido art. 27-C possui dois núcleos, o da “simulação” e o da “fraude”. Sob o núcleo da simulação, pratica o crime de manipulação do mercado aquele que trabalha com a aparência, mostrando como se fosse verdadeiro algo que não é, ou melhor, aquele que se utiliza de artifícios ou disfarces para enganar. Em caso de simulação, as operações com valores mobiliários parecem regulares, mas são controladas por participantes do mercado que querem alterar o preço dos ativos ou, ainda, demonstrar que os ativos possuem uma liquidez inexistente.

Já sob o âmbito da fraude, há delito de manipulação do mercado quando se executa manobra fraudulenta com o objetivo de prejudicar terceiros. M. CARVALHOSA e N. EIZIRIK sintetizam o que é um ato denominado “fraudulento”:

O ato fraudulento é aquele que consiste na violação dos direitos da outra parte ou da lei, não segundo seu conteúdo material, mas segundo a *mens legis* ou a *sententia* da norma proibitiva; assim, aquele que fraudar não necessariamente contradiz as

³²⁰ Segue íntegra do dispositivo: “Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.”

³²¹ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson, *A nova Lei das S/A*, p. 534.

palavras da lei, dando mesmo a impressão de que as observa, quando, na realidade, as infringe, indo contra o sentido que as ditou.³²² (Grifos nossos)

Este núcleo da fraude talvez seja o que melhor se aplica ao jornalista, pois trata da prática de condutas que não contrariam o texto literal da lei, mas que acabam por prejudicar a consecução do objetivo principal da norma (que é proteger o mercado de capitais). N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES³²³ citam diversas práticas que podem ser consideradas manipulação do mercado, mas uma em especial chama a atenção quando analisamos o jornalista: o *scalping*.

Quando os autores citam o *scalping*, na verdade estão tratando de ato que pode ser praticado pelo consultor de investimentos³²⁴. No *scalping*, o consultor compra para a sua própria carteira valores mobiliários de determinado emissor no mercado e, em seguida, dá conselhos aos seus clientes para que também adquiram os mesmos ativos. A intenção do sujeito ativo no *scalping* é, através da manobra, conseguir vender os ativos adquiridos por ele a um preço superior.

Para aplicarmos o *scalping* ao jornalista, o “aconselhamento aos clientes”, descrito acima, precisaria ser substituído pela publicação de notícia favorável à aquisição de determinados ativos (adquiridos previamente pelo jornalista). Através desta manobra, os leitores que confiassem nos textos do jornalista comprariam os ativos indicados pela publicação e, posteriormente, o jornalista poderia vendê-los no mercado por preço mais alto.

A. L. PETERS, analisando o Caso Winans (visto no item 5.2 deste trabalho), entende que houve *scalping*³²⁵. Ela parte do conceito estabelecido no caso *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*³²⁶ de que *scalping* é a prática de um consultor de investimentos de comprar ativos para sua própria carteira pouco antes de recomendar a seus clientes o investimento a longo-prazo nos mesmos ativos, para que possa vender os ativos imediatamente à recomendação, aproveitando a elevação do preço de mercado diante da

³²² CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson, *A nova Lei das S/A*, pp. 537-538.

³²³ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 514.

³²⁴ Conforme citado em nota de rodapé do item 6.3 do presente trabalho, há semelhança entre as funções exercidas pelo “consultor de valores mobiliários” e o “analista de valores mobiliários”, sendo que o escopo de atuação deste último é mais amplo, por permitir não apenas a recomendação de investimentos, mas a emissão de relatórios e análises. Portanto, entende-se que a citação feita pelo autor ao “consultor de valores mobiliários” também poderia abarcar o “analista de valores mobiliários”.

³²⁵ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, pp. 9-10.

³²⁶ A íntegra da decisão da Suprema Corte dos EUA sobre este caso pode ser encontrada no site da SEC, disponível em: <<http://www.sec.gov/divisions/investment/capitalgains1963.pdf>>, acesso em 13/01/2013.

recomendação de investimento. A autora afirma que embora Winans não tivesse recomendado a aquisição de valores mobiliários específicos (ele apenas publicava opinião favorável à empresa emissora do ativo), e embora os investidores não sejam exatamente clientes de Winans (como acontece na relação entre os consultores e os investidores), sua conduta não deixa de caracterizar o *scalping*.³²⁷

Ressalta-se que o jornalista só conseguirá êxito na sua fraude se sua publicação tiver prestígio entre os investidores, pois o jornalista não tem relação próxima com estes, como ocorre com o consultor. Se a notícia não tiver crédito por parte dos leitores, não haverá significativa alteração no fluxo de compra e venda de ativos, e, conseqüentemente, não haverá alteração falsa na cotação de valores mobiliários. Vale lembrar que sem aptidão do meio executivo para criar a falsa cotação de ativos, há crime impossível e, conseqüentemente, não há aplicação de sanção (art. 17 do Código Penal³²⁸)³²⁹.

No Caso Winans, a coluna “*Heard on the Street*” tinha tanto prestígio perante o público leitor, que a publicação favorável sobre determinados ativos fez com que os leitores adquirissem os ativos indicados e a alteração na demanda (aumento das ordens de compra) resultou na modificação da cotação dos valores mobiliários (o preço se elevou). A inserção do art. 27-C na Lei nº 6.385/76 é recente (realizada no ano de 2001, como visto acima), mas vê-se que hoje a legislação brasileira está mais preparada que a norte-americana na época em que ocorreu o Caso Winans, pois seria possível puni-lo pelo crime de manipulação do mercado. Na análise que A. L. PETERS fez do Caso Winans³³⁰, ela argumenta que o jornalista sabia que o conteúdo de sua coluna era capaz de influenciar a cotação dos ativos no mercado, por isso ele montou o esquema com os demais participantes e conseguiu obter vantagem financeira.

Além disso, o Caso Winans cumpriu com o requisito da necessidade de “dolo específico” que este ilícito demanda. De acordo com tal requisito, a alteração artificial do funcionamento regular do mercado de capitais deve ser feita com o intuito de obter vantagem indevida ou causar dano a outrem. O dolo dos sujeitos ativos pode ser claramente identificado no Caso Winans, houve planejamento e divisão de tarefas para que todos os participantes do

³²⁷ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, p. 10.

³²⁸ “Crime impossível – Art. 17. Não se pune a tentativa quando, por ineficácia absoluta do meio ou por absoluta impropriedade do objeto, é impossível consumar-se o crime.”

³²⁹ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson, *A nova Lei das S/A*, p. 538.

³³⁰ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, p. 10.

esquema obtivessem vantagem financeira indevida. Se Winans apenas publicasse a sua coluna com opiniões favoráveis sobre determinados ativos ou emissores, não haveria crime, mas como ele, antes de publicar, conversava com os demais integrantes do esquema e estes adquiriam ativos para obtenção de lucro e posterior rateio com o grupo, conclui-se que havia o dolo específico.

Outros pontos que levam a entender a aplicabilidade do ilícito de manipulação do mercado a Winans são as características deste tipo penal, que é considerado “delito material” e “delito comum”. Por ser um delito material, o resultado precisa ser concreto, deve haver efetiva vantagem indevida, vantagem esta identificada no Caso Winans (discorreu-se anteriormente sobre os ganhos do esquema terem atingido cerca de 690.000 dólares norte-americanos). Sobre a questão do delito ser “comum”, tal afirmação quer dizer que ele pode ser cometido por qualquer pessoa (incluindo o jornalista), não é restrito a determinados profissionais do mercado (corretores, consultores de investimento, analistas etc.), como ocorre com outros ilícitos cuja descrição se verá mais adiante (os denominados “crimes próprios”).

Adentrando no âmbito administrativo da manipulação do mercado, a CVM editou a Instrução nº 08, de 08 de outubro de 1979 (“ICVM 08”), criando quatro tipos de ilícitos administrativos, diferentemente da esfera penal, agrupando três condutas no mesmo art. 27-C. Os parágrafos seguintes discorrerão brevemente sobre os quatro ilícitos administrativos.

O primeiro ilícito administrativo é a “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários”, que ocorre mediante a realização de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários provoquem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários, seja por ação ou omissão dolosa, seja direta ou indiretamente³³¹.

A redação da tipificação do ilícito acima é um tanto semelhante à redação do segundo ilícito administrativo da ICVM 08, que é o ilícito de “manipulação de preços”. Tal semelhança de redação dificulta a diferenciação entre os dois ilícitos, afinal o bem jurídico tutelado é o mesmo, por isso que na esfera penal eles foram agrupados no mesmo art. 27-C. Não obstante, pode-se dizer que a diferença entre os dois ilícitos administrativos citados é basicamente a seguinte: na “criação de condições artificiais” a alteração artificial não se restringe aos preços dos ativos, mas pode abranger também a oferta e a demanda, enquanto na

³³¹ Conforme determina a ICVM 08, inciso II, alínea “a”.

“manipulação de preços” a conduta ilícita se restringe à alteração artificial dos preços (não englobando oferta ou demanda).

Outra diferença entre os dois ilícitos administrativos é o fato de que na “criação de condições artificiais” não há espaço para as operações verdadeiras, mesmo que elas tenham sido realizadas apenas para alterar artificialmente o mercado. Desta forma, uma operação verdadeira só poderia ser punida sob o ilícito administrativo da “manipulação de preços”.

Conclui-se que o ilícito administrativo da “criação de condições artificiais” caracteriza-se pelo conjunto de negociações aparentes (simuladas) que alterem o fluxo de ordens de compra e venda de valores mobiliários (pessoas negociam acreditando que estão diante de condições reais) com o intuito de criar um “falso mercado” (há dolo específico).

Este ilícito administrativo também poderia ser cometido por um jornalista, N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES dão como exemplo de prática de criação de condições artificiais justamente a “(...) divulgação de informações falsas ou tendenciosas, com o objetivo de alterar o processo regular de formação de preços no mercado (...)”³³².

Como já adiantado acima, o segundo ilícito administrativo da ICVM 08 é a “manipulação de preços” que, conforme determina o inciso II, alínea “b” da referida norma, é a utilização de qualquer processo ou artifício com o objetivo de elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, seja direta ou indiretamente, induzindo terceiros à compra e venda destes ativos.

Este ilícito administrativo também poderia ser aplicado ao jornalista, já que consiste na utilização de artifício destinado a promover cotações falsas ou enganosas, que induzam terceiros (os leitores, neste caso) a comprar ativos com cotação artificialmente alterada, desde que o agente tenha o intuito de realizar tal alteração artificial de preço.

Pelos mesmos motivos descritos anteriormente, quando se tratou do ilícito penal de “manipulação do mercado”, estes dois ilícitos administrativos parecem ser os mais aplicáveis ao Caso Winans. Como os dois são muito semelhantes, é difícil destacar qual seria o melhor para o Caso Winans, mas a questão não é muito relevante, basta a verificação de que existem ilícitos administrativos que poderiam ser aplicados a jornalistas financeiros.

Um ponto interessante sobre estes dois ilícitos administrativos é que ambos são ilícitos de mera conduta, ou seja, não é necessário comprovar que houve prejuízo a terceiros. Tal

³³² EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 519.

dispensa da necessidade de provas facilita a aplicação das normas aos infratores, já que, geralmente, este tipo de prova é difícil no caso concreto. Cumpre deixar claro que a não necessidade de demonstração de prejuízos sofridos (prova) não interfere na necessidade de demonstração do nexo causal entre a conduta do sujeito ativo e a lesão ao funcionamento do mercado de capitais, esta continua existente.

O terceiro ilícito administrativo é o a “operação fraudulenta” (inciso II, alínea “c”, da ICVM 08), que é aquele ilícito pelo qual o agente se utiliza de ardil ou artifício para induzir ou manter terceiro em erro, com o objetivo de obter, para as partes envolvidas na operação, para intermediário ou para terceiros, alguma vantagem ilícita de natureza patrimonial.

Por ser um ilícito de conceito muito amplo, a realização de “operação fraudulenta” é mais comumente utilizada de forma subsidiária, quando os demais ilícitos administrativos não se encaixam ao caso concreto. Por este motivo, as condutas praticadas pelo jornalista no mercado de capitais poderiam facilmente se enquadrar neste dispositivo, desde que haja dolo específico e comprovação de obtenção de vantagem patrimonial.

N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES³³³ esclarecem que como o ilícito de “operação fraudulenta” se caracteriza pela manutenção de terceiro em erro, e que, por esta razão, o sujeito passivo da operação fraudulenta deve ser sempre pessoa determinada, tais como um investidor ou uma companhia aberta etc. Esta característica pode ser um obstáculo ao enquadramento de uma conduta praticada por um jornalista financeiro, tendo em vista que, por vezes, pode ser difícil determinar as vítimas de um texto jornalístico que é publicado ao mercado em geral, sem destinatário certo.

Por fim, existe a “prática não equitativa” como quarto ilícito administrativo trazido pela ICVM 08, em seu inciso II, alínea “d”, que consiste na prática de ato que resulte em um tratamento diferenciado para qualquer das partes (em negociações com valores mobiliários) que coloque tal parte em uma posição indevida de desequilíbrio ou desigualdade diante dos demais participantes da operação, seja direta ou indiretamente (e seja efetiva ou potencialmente).

Este ilícito é geralmente praticado por intermediários financeiros, tendo seus clientes como sujeito passivo, pois aqueles (ao intermediarem uma negociação de valores mobiliários) possuem mais meios de colocar o investidor em posição de desigualdade, já que contam com a confiança do investidor em razão da relação fiduciária entre eles. Não se vê como o

³³³ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 521.

jornalista, no exercício de sua profissão, poderia se enquadrar neste ilícito administrativo, já que ele não é um intermediário financeiro.

Em suma, dos quatro ilícitos administrativos contidos na ICVM 08, conclui-se que o jornalista, dependendo do caso prático, poderia se enquadrar no primeiro e no segundo, ou seja, na “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários”, e na “manipulação de preços”, respectivamente. Subsidiariamente, o ilícito de “operação fraudulenta” também poderia ser aplicado, se for possível identificar os lesados.

Terminada esta análise, cabe falar do *insider trading*, prática considerada ilícito penal e administrativo, por isso o presente item tratará dos dois âmbitos (penal e administrativo) paralelamente, diferenciando-os quando cabível. Considerando que o conceito de *insider trading* já foi exposto no item 2.2.2 deste trabalho, cumpre agora partir apenas para as questões práticas de aplicabilidade ao caso concreto.

O ilícito de uso indevido de informação privilegiada, ou *insider trading*, está previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, que dispõe que deve ser punida a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, sobre a qual o agente tenha conhecimento e da qual ele deva manter sigilo. Para caracterização do ilícito, a informação deve ser capaz de propiciar, para o agente ou para terceiro, vantagem indevida, mediante negociação com valores mobiliários (em nome do próprio agente ou de outrem),.

Uma questão relevante que cabe ser discutida neste item é a do sujeito ativo do *insider trading*, ou seja, a definição de quem pode praticá-lo. Geralmente, o *insider trading* envolve os administradores da empresa emissora de ativos, pois são pessoas que obrigatoriamente terão acesso a informações relevantes antes do restante do mercado. Mas é importante definir se outras pessoas também podem ser praticantes de *insider trading*, tendo em vista que o objeto do presente trabalho é a atuação do jornalista no mercado de capitais.

A doutrina não é unânime com relação ao agente do ilícito de *insider trading*. Segundo opinião de A. N. de PAULA³³⁴, o ilícito é “próprio” e os sujeitos ativos são os operadores do mercado de valores mobiliários. Porém, o autor esclarece que o artigo não é claro sobre esta questão e que, se a intenção do legislador era punir apenas os funcionários e administradores da companhia, por exemplo, deveria ter constado da redação do artigo que só podem cometer este ilícito aqueles que tiveram conhecimento da informação relevante “em razão da função que ocupa”. Como a norma não fez qualquer menção à necessidade de um sujeito ativo

³³⁴ PAULA, Áureo Natal de, *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais*, pp. 36-37.

determinado, o autor diz que só se consegue chegar a essa sua conclusão de que o é “ilícito próprio” a partir da interpretação desta norma (art. 27-D da Lei nº 6.385/76) em conjunto com o dever de manter sigilo, expresso na legislação societária (Lei nº 6.404/76).

J. M. M. PROENÇA³³⁵ também é da opinião de que o *insider trading* é “ilícito próprio”, e que só pode ser cometido por aqueles aos quais a lei imponha o dever de sigilo acerca da informação usada para negociação, conclusão que ele realizou a partir da leitura pormenorizada de cada termo usado na redação do dispositivo. O autor entende que o art. 27-D deveria ter utilizado a preposição “ou” ao invés de “e” na parte que trata de “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo (...)” (Grifo nosso).

Da forma como o artigo citado no parágrafo acima foi redigido (com o uso de “e” ao invés de “o”), o autor entende que o sujeito ativo precisa tanto ter acesso à informação sigilosa quanto estar obrigado a manter sigilo, pois se o legislador quisesse que qualquer um pudesse ser incriminado, deveria ter utilizado “ou” na redação do art. 27-D. Nota-se que esta discussão é muito semelhante àquela ocorrida nos Casos Winans e Chiarella (vistos no item 5.2 deste trabalho), quando da análise do requisito para a aplicabilidade das normas de fraude ao mercado de capitais (Seção 10(b) do *Securities Exchange Act of 1934* e *SEC Rule 10b-5*) ser a existência de um dever de *disclosure* advindo de relação fiduciária prévia entre as partes envolvidas.

Assim, observa-se que J. M. M. PROENÇA concluiu que o ilícito de *insider trading* não englobaria aqueles sujeitos que, muito embora tivessem acesso à informação sigilosa, não têm dever de manter sigilo sobre elas, pois não possuem relação com a empresa emissora (tal como o jornalista, para os fins deste trabalho).

Para verificar quem são os obrigados por lei a manter sigilo, o autor sugere uma análise da legislação societária e diz que o art. 27-D é uma norma penal em branco que necessita, para ser exequível, de preceitos da Lei nº 6.404/76 e das instruções normativas da CVM.³³⁶

Na legislação societária existe o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, que trata do “dever de informar”. O “dever de informar” estabelece que os administradores de companhia aberta são obrigados a comunicar, imediatamente, à bolsa de valores, e a divulgar via imprensa,

³³⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, pp. 320-321.

³³⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider Trading - Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, p. 320.

quaisquer deliberações tomadas pela assembleia geral ou outros órgãos de administração da companhia. A obrigação descrita também engloba fato relevante ocorrido nos negócios da companhia aberta que possa influenciar, de modo ponderável, a decisão dos investidores do mercado, ou melhor, influenciar as decisões de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Na mesma linha, o art. 155, §1º, sob o tema do “dever de lealdade do administrador”, trata do dever do administrador de companhia aberta de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado (o “dever de sigilo”). A obrigação de guardar sigilo surge quando a informação tiver sido obtida em razão do cargo e seja capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia, sendo vedado ao administrador valer-se da informação para obter, seja para si próprio ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de ativos.

Assim, vislumbra-se que pela leitura dos dispositivos acima (arts. 157, §4º e 155, §1º), os *insiders* só poderiam ser os administradores de companhias abertas, que não poderiam utilizar-se de informação obtida em razão da sua função na companhia com o fim de negociar no mercado e obter vantagem em detrimento dos demais investidores. Entretanto, a Lei nº 10.303/01 incluiu o §4º ao artigo 155 citado acima, sobre o qual se falará mais adiante no presente item deste trabalho.

No campo das instruções normativas da CVM, como complemento à norma penal em branco do *insider trading*, há a ICVM 358, que traz o conceito de “fato relevante” com um rol exemplificativo em seu artigo 2º (objeto de estudo no item 2.1 deste trabalho). Ademais, o art. 13 da ICVM 358 traz o rol de pessoas sujeitas à proibição de negociação com valores mobiliários em determinada situação (vide abaixo transcrição do *caput* do referido artigo):

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. (Grifos nossos)

Pela leitura do artigo transcrito acima, observa-se que existe sempre a necessidade de uma relação entre o sujeito ativo com a companhia emissora, geralmente em função da

ocupação de cargo na companhia. Mas o §1º do referido artigo 13 amplia a vedação de negociar com valores mobiliários para outros agentes:

(...) quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição (...) (Grifos nossos)

Embora o dispositivo tenha usado a expressão “quem quer que tenha conhecimento”, há um enfoque (com a utilização de “em especial”) para aqueles que mantenham alguma relação com a companhia, seja comercial, profissional ou de confiança. Em razão desta exigência de relacionamento com a empresa emissora é que muitos autores defendem o caráter de “ilícito próprio” do *insider trading*.

A. N. de PAULA³³⁷ entende que uma pessoa que não tenha o relacionamento descrito acima e que lícitamente tome ciência de uma informação privilegiada e a utilize pra obter vantagem, não pode ser incriminado, a não ser que atue em conluio com um operador do mercado de capitais que possua tal relacionamento com a empresa emissora.

Os autores que entendem que o ilícito não é “próprio”, ou seja, que é “ilícito comum”, se baseiam no parágrafo 4º do artigo 155, da Lei nº 6.404/76, acrescentado muitos anos depois da promulgação da referida lei (apenas em 2001, pela Lei nº 10.303/01), que dispõe que 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.

Pela leitura do artigo individualmente, não resta dúvidas de que “qualquer pessoa” abre o leque de agentes do *insider trading*, ou melhor, que tal prática não é restrita ao administrador e outras pessoas que ocupam cargos na empresa detentora da informação confidencial. A dúvida surge ao se constatar que tal parágrafo 4º, ao ser incluído pela Lei nº 10.303/01, foi alocado sob o subtítulo “Dever de Lealdade”, sendo que o *caput* do referido artigo 155 dispõe que o administrador deve servir com lealdade à companhia. Assim, pela leitura do parágrafo 4º em seu contexto, nota-se que este era um artigo inicialmente visando apenas o exercício da atividade do administrador.

³³⁷ PAULA, Áureo Natal de Paula. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais*, pp. 36-37.

N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES³³⁸ entendem que há um limite para a expressão “qualquer pessoa” do parágrafo 4º do artigo 155, eles afirmam que é necessário um nexó profissional, ou seja, o agente deve ter tido acesso à informação em razão de sua profissão, o que incluiria, por exemplo, os auditores, advogados, peritos, operadores de mercado etc.

Nota-se que há muita discussão sobre o *insider trading* e existem opiniões tanto para caracterizá-lo tanto como “ilícito próprio” quanto como “ilícito comum”. Os autores citados acima são da seguinte opinião sobre a referida controvérsia:

Referentemente ao sujeito ativo, verifica-se que as normas administrativas tratam a matéria de forma diversa do que ocorre com o dispositivo do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Na esfera do direito administrativo sancionador, nos termos do artigo 13 da Instrução CVM nº 358, podem ser punidos não somente aqueles que, em virtude de cargo ou posição, tenham acesso à informação privilegiada, como também qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que é privilegiada. Já na esfera penal, o delito é próprio; nos termos do artigo 27-D, só podem ser incriminadas as pessoas obrigadas a guardar sigilo, como são o acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviços que tenham, em virtude da lei ou de contrato, dever de sigilo.³³⁹ (Grifos nossos)

De acordo com a distinção feita acima, na esfera administrativa o *insider trading* pode ser cometido por qualquer pessoa, não há necessidade de existência de um prévio dever de sigilo decorrente de relacionamento com a empresa (com base na ICVM 358). Na esfera penal, por sua vez, os autores entendem que trata-se de crime próprio (com base no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76). Tendo em vista que não há pretensão de esgotar o tema do *insider trading*, muito polêmico na doutrina brasileira, a referida distinção será adotada para os fins do presente trabalho.

Seguindo este entendimento, o jornalista poderia ser incriminado pelo *insider trading* apenas no âmbito administrativo (no qual “qualquer pessoa” pode ser punida, ou seja, é um ilícito “comum”), e não na esfera penal (“crime próprio” só para os administradores e demais detentores de cargo na companhia emissora da informação confidencial).

Diante desta distinção, conclui-se que a caracterização do ilícito de *insider trading* é diferente com relação ao “*insider* primário” e ao “*insider* secundário” (conforme já definidos no item 2.2.2 deste trabalho). O “*insider* primário” (ou *corporate insider*) poderia ser punido tanto criminalmente quanto administrativamente, já o “*insider* secundário” (ou *outsider*) só

³³⁸ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 528.

³³⁹ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 532.

poderia sê-lo de acordo com a previsão do ilícito administrativo. Nesta classificação, o jornalista, por não estar sujeito ao dever de sigilo, seria um “*insider* secundário” e só poderia cometer o ilícito administrativo.

Uma discussão interessante que se pode levantar aqui é sobre a necessidade ou não de ampliar o rol de sujeitos ativos do *insider trading* na esfera penal, para que não só aqueles obrigados a manter sigilo possam ser punidos, mas também os “*insiders* secundários”. Tal ampliação possibilitaria a criminalização dos jornalistas financeiros, por exemplo.

A principal diferença resultante da consideração do *insider trading* como ilícito penal ou administrativo está na autoridade competente para aplicação das normas e nos tipos de sanções aplicáveis aos infratores.

No campo dos ilícitos administrativos, a CVM seria a autoridade que poderia aplicar as normas de *insider trading* e as penas aplicáveis são aquelas descritas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, tais como: advertência; multa; restrições ao exercício de cargos ou de atividades que necessitem de autorização ou registro na CVM (suspensão ou inabilitação temporária) ou, ainda, a cassação ou proibição do exercício de tais cargos ou atividades.

Com relação ao âmbito penal, haveria necessidade de um processo judicial penal e as sanções aplicáveis são aquelas descritas nos arts. 27-C a 27-D da Lei nº 6.385/76, que vão de multas até a detenção ou reclusão do infrator das normas.

Refletindo sobre estas distinções, nota-se que as penas do direito penal são mais severas e podem até restringir a liberdade. Sobre este tema, P. F. D. da SILVA lembra que o direito penal é regido pelos princípios da subsidiariedade e da intervenção, que dispõem que as normas do direito penal são inadequadas nos casos em que normas de outro ramo do direito atuem com eficácia³⁴⁰.

Considerando que ainda não temos casos práticos no Brasil sobre a aplicação do ilícito administrativo do *insider trading* ao jornalista, não cabe, ao menos por hora, discutir sobre a necessidade de ampliar o rol de sujeitos ativos do direito penal. A necessidade de utilizar o direito penal deve ser analisada na medida em que surgirem casos práticos que demonstrem que o direito administrativo não é capaz de resolver o problema da atuação do jornalista financeiro de forma satisfatória.

³⁴⁰ SILVA, Paulo Ferreira Dias da, *Responsabilidade Civil e Administrativa na Regulação do Mercado de Capitais*, p. 254.

Como visto, na esfera penal só são sancionados os “*insiders* primários”, portanto não há relevância na diferenciação deste com o “secundário”. Contudo, na esfera administrativa há importância nesta distinção entre “primário” e “secundário”. O “*insider* primário” se sujeita a uma presunção relativa de que a negociação realizada com ativos da empresa com a qual mantém relação é irregular, tendo em vista que ele possui acesso à informação privilegiada (em razão do cargo que ocupa). O “*insider* secundário”, por sua vez, não está sob esta presunção, portanto a prova de que a negociação realizada com valores mobiliários é beneficiada com o uso de informação privilegiada deve ser realmente produzida no âmbito do processo administrativo.

Como não há casos de aplicação do *insider trading* ao jornalista, não há material para analisar como este tipo de prova pode ser feito, nem para verificar o grau de dificuldade de tal produção de provas.

Na verdade, o *insider trading* como um todo é algo ainda recente no Brasil. Nos Estados Unidos, por exemplo, apenas no ano fiscal encerrado em 30 de setembro de 1997, a SEC julgou 57 casos de *insider trading*³⁴¹. Diferentemente dos EUA, no Judiciário brasileiro, por exemplo, o primeiro caso de *insider trading* julgado é muito recente, de 18 de fevereiro de 2011³⁴². O referido caso foi a primeira condenação penal por crime de *insider trading* (com base no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76) que o Ministério Público Federal (MPF) e a CVM conseguiram. Este dado demonstra que o Brasil ainda precisa progredir muito no debate sobre o tema “*insider trading*”, mesmo nos casos em que não há jornalista envolvido.

A condenação penal em referência decorre do Processo nº 0005123-26.2009.4.03.6181, da 6ª Vara Federal especializada de São Paulo. Os três acusados, dois executivos da Sadia S.A. e um do ABN AMRO Bank N. V., em posse de informações privilegiadas sobre a oferta pública para aquisição de ações de emissão da Perdigão S.A., realizada pela Sadia S.A., em 16 de julho de 2006, negociaram com valores mobiliários de emissão da Perdigão S.A., obtendo vantagem indevida³⁴³.

³⁴¹ NEWKIRK, Thomas C.; ROBERTSON, Melissa A. Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective.

³⁴² CVM e MPF obtêm a primeira sentença penal condenatória por *insider trading* do Brasil.

³⁴³ “A oferta da Sadia pela Perdigão ocorreu em 16 de julho de 2006, e o edital foi publicado no dia seguinte. Antes disso, Murat, Azevedo e Fontana Filho participaram das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta ao mercado e obtiveram informações privilegiadas.

No dia 7 de abril de 2006, quando a proposta foi aprovada pelo conselho da Sadia, Murat fez a primeira compra de ações da Perdigão na bolsa de Nova York, adquirindo 15.300 ADRs (american depositary receipts) a US\$ 23,07 cada. Em junho, sabedor da proximidade do anúncio do negócio, o executivo comprou mais 30.600 ADRs, elevando sua carteira para 45.900 ações, a US\$ 19,17 cada papel. Cada compra ocorreu mediante informações

Os condenados tiveram sanções de privação de liberdade (regime aberto, podendo ser substituído por prestação de serviços comunitário), pagamento de multa (em torno de R\$300.000,00) e proibição do exercício de cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta³⁴⁴.

Partindo para o último ilícito relacionado ao mercado de capitais, qual seja, o “exercício irregular de cargo, profissão ou atividade”, a conduta ilícita ocorre quando há o exercício de atividade regulada sem que o agente esteja autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente (quando tal for exigido por lei ou regulamento).

O jornalista financeiro não necessita de nenhum tipo de autorização ou registro para atuar no mercado de capitais, por isso o ilícito descrito acima não é aplicável a ele. O analista de valores mobiliários, por sua vez, necessita de credenciamento junto à entidade credenciadora autorizada pela CVM. Conforme visto ao longo do presente trabalho, se o jornalista atuar como se fosse um analista de valores mobiliários sem efetuar o devido credenciamento, a sanção teria razão para ser aplicada. Contudo, de acordo com N. EIZIRIK, A. B. GAAL, F. PARENTE e M. de F. HENRIQUES:

O núcleo do tipo da norma penal é o atuar, isto é, desenvolver atividade em caráter habitual, sem a autorização ou registro na CVM, quando tal for exigido por lei ou regulamento. A natureza dos verbos utilizados – atuar e exercer – indica que para se configurar o delito deve haver constância, reiteração, ou seja, habitualidade na conduta do agente; a prática de um único ato, isolado, avulso, não caracteriza o ilícito. (...) ³⁴⁵ (Grifos nossos)

Pela leitura da transcrição acima, verifica-se que há um obstáculo para que o jornalista possa ser sancionado em razão deste ilícito, pois além de atuar como analista de valores mobiliários, de forma irregular (sem o credenciamento), ele precisa exercer tal atividade de forma habitual, ou seja, não basta um único ato, é necessária a verificação de diversos atos

privilegiadas que obteve sobre os andamentos da oferta da Sadia pela Perdigão, incorrendo duas vezes no crime de insider trading.

Fontana Filho incorreu quatro vezes no crime de insider trading, pois efetuou quatro operações de compra e venda mediante informações privilegiadas, antes da formalização da oferta oficial. O executivo comprou três lotes da Perdigão, totalizando 18.000 ações, na Bolsa de Nova York, por US\$ 344.100, entre 5 e 12 de julho, poucos dias antes do anúncio da oferta. Ele vendeu todas as ações em 21 de julho de 2006, mesmo dia da recusa da Perdigão, mas antes que a informação chegasse ao mercado, por US\$ 483.215,40, lucrando US\$ 139.114,50.

Azevedo, assim que soube que a matriz do ABN-Amro, na Holanda, avalizaria a oferta da Sadia pela Perdigão, adquiriu 14.000 ações da Perdigão na bolsa de Nova York em 20 de junho de 2006, por US\$ 269.919,95 (US\$ 19,27, cada), incorrendo uma vez no crime de insider trading. Em 17 de julho de 2006, após a publicação do edital da oferta, o executivo do banco vendeu 10.500 ações por US\$ 254.046,90, lucrando US\$ 51.606,00.”

A história de uso de informação privilegiada no caso Sadia-Perdigão, O Globo.

³⁴⁴ *Caso Sadia-Perdigão gera primeira condenação penal por uso de informação privilegiada*, O Globo.

³⁴⁵ EIZIRIK, Nelson et al, *Mercado de capitais – regime jurídico*, p. 536.

para caracterizar a habitualidade do exercício da atividade de analista sem o devido credenciamento.

De tudo que foi exposto no presente item 6.1, conclui-se que, muito embora existam normas de responsabilização civil e a previsão de ilícitos específicos do mercado de capitais, administrativos ou penais, que podem abarcar a atuação dos jornalistas, ainda assim a necessidade de regulação específica aplicável aos jornalistas financeiros é existente.

A primeira justificativa para tal necessidade (de criação de normas específicas) está na dificuldade de enquadrar determinadas condutas dos jornalistas financeiros nas normas atualmente existentes. Conforme visto neste item, em determinadas situações é necessário fazer uma interpretação mais ampla para que o jornalista se encaixe nos enunciados dos dispositivos legais, se as normas citassem expressamente os jornalistas e suas condutas, seria mais fácil responsabilizá-los.

Outra justificativa baseia-se no fato de que as medidas analisadas até o presente ponto do trabalho são repressivas (ilícitos penais e administrativos) e reparatórias (responsabilidade civil), porém, ainda faltam as normas reguladoras preventivas, que, se eficazes, são as mais eficientes para proteção do mercado de capitais. As normas reguladoras preventivas objetivam evitar que as práticas ilícitas ocorram, e não apenas punir e responsabilizar os agentes depois deles terem cometido tais práticas. Tais normas cuidariam de estabelecer padrões de conduta aos jornalistas financeiros, evitando a ocorrência de problemas como o conflito de interesses, por exemplo.

Por fim, ainda é possível argumentar que existem alguns possíveis problemas advindos da atuação do jornalista financeiro que não encontram solução adequada das normas analisadas no presente item 6.1, um exemplo é a questão da falta de conhecimento técnico, por exemplo, analisada no item 3.2.3 deste trabalho.

Em razão do exposto nos parágrafos anteriores, sobre a necessidade de normas específicas sobre o jornalismo financeiro, o item 6.2 seguinte verificará se existe, no meio jornalístico, alguma agência reguladora estatal nos moldes da CVM, capaz de editar tais normas e que possua poderes fiscalizadores e punitivos, concedidos por lei, para regular o jornalista financeiro.

6.2. Regulação Estatal da Atividade Jornalística

Da leitura do item 6.1, conclui-se que há necessidade de criar normas específicas para a regulação do jornalista que atua no mercado de capitais. Todavia, atualmente, não existe um órgão regulador estatal dos jornalistas no ordenamento jurídico brasileiro e, como visto no item 4.5 deste trabalho, a CVM não tem competência para regular o jornalista financeiro (exceto nos casos em que este atue como analista de valores mobiliários, e desde que os requisitos de dispensa de registro de analista não tenham sido preenchidos). Seria o caso de criar um órgão para a regulação do jornalista financeiro nos moldes da CVM?

Para trazer a discussão para um plano mais prático, e verificar a viabilidade da regulação estatal para o jornalismo, este item tratará de uma sugestão de criação de órgão regulador dos jornalistas, que surgiu em 27 de maio de 2004, que é o Projeto de Lei nº 79/04. Era proposta, na época, a criação do Conselho Federal de Jornalismo (CFJ) e dos Conselhos Regionais de Jornalismo (CRJ), conceituados como “autarquias dotadas de personalidade jurídica de direito público, com autonomia administrativa e financeira”.³⁴⁶

Segundo o Projeto de Lei nº 79/04, tais órgãos teriam por atribuição a orientação, disciplina e fiscalização da profissão jornalística, zelando pela observância da ética e da disciplina de classe, pela livre informação plural e pelo aperfeiçoamento do jornalismo (Art. 1º, §1º). A Exposição de Motivos do Projeto de Lei apontava que o CFJ e os CRJs funcionariam como os conselhos existentes para a regulação de diversas outras profissões e que a “atribuição legal de fiscalizar o exercício da profissão garantiria, assim, mecanismos que possibilitam o efetivo controle do exercício profissional.”³⁴⁷

A estrutura foi criada de modo que os Estados possuísem um CRJ, todos submetidos à fiscalização do CFJ (órgão nacional). O art. 4º do Projeto de Lei nº 79/04 previa que todos os jornalistas precisariam inscrever-se no CRJ da região de seu domicílio, que seria o órgão que efetivamente realizaria a fiscalização do exercício do jornalismo (Art. 3º, IV) e ao CFJ caberia, dentre outras atividades, supervisionar essa fiscalização.

³⁴⁶ Projeto de Lei nº 79/04, do Congresso Nacional, disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/235421.pdf>>, acesso em 05/09/2012.

³⁴⁷ Justificativa ao Projeto de Lei nº 79/04. BERZOINI, Ricardo Jose Ribeiro, disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/235421.pdf>>, acesso em 05/09/2012, p. 7.

O CFJ também ficaria incumbido de editar e alterar um código de ética e disciplina, além de outras normas de regulação, e de estabelecer normas e procedimentos do processo disciplinar. Assim, o jornalismo ganharia órgãos para criar normas de conduta, fiscalizar seu cumprimento e punir seus infratores.

As infrações disciplinares poderiam ser punidas com advertência, multa, censura, suspensão do registro profissional, por até trinta dias, e cassação do registro profissional. O processo disciplinar poderia ser instaurado de ofício ou mediante representação de qualquer pessoa interessada ou entidade de classe dos jornalistas, tramitando em sigilo.

O Projeto deu causa à muita polêmica na mídia, há opiniões para ambos os lados, e acabou não se concretizando em razão de veto presidencial³⁴⁸. O receio foi de que a regulação do jornalismo se tornasse uma arma nas mãos do governo para retirar a liberdade de imprensa, direito que com muito sacrifício a sociedade tenta manter desde os tempos mais críticos de Ditadura Militar no Brasil.

Francisco Mesquita Neto, presidente da ANJ, entendeu que a criação do CFJ e dos CRJs limitaria a liberdade de imprensa e que seria “na prática, tribunais espúrios e corporativistas, com poderes para impedir jornalistas de exercer sua profissão e para suspender veículos de comunicação.”³⁴⁹

Contudo, M. REALE JÚNIOR³⁵⁰ entende que não há afronta à liberdade de imprensa na criação deste tipo de órgão, por si só. Ele lembra que existem outras profissões que já possuem seu órgão regulador, e exemplifica falando dos advogados que, por exemplo, se submetem à Ordem dos Advogados do Brasil (OAB), instituída pela Lei nº 8.906, de 4 de julho de 1994, dotada de personalidade jurídica e forma federativa.

Para que não haja afronta à liberdade dos jornalistas, M. REALE JÚNIOR diz que o órgão deve limitar-se à seleção e inscrição dos profissionais, além do controle ético e atuação na repressão às infrações disciplinares (por meio da previsão de sanções), mas sem a pretensão de orientar ou fiscalizar: “Disciplina, sim; orientação e fiscalização, não, como propõe o projeto de lei.”³⁵¹

³⁴⁸ *Lula veta integralmente projeto de regulamentação da profissão de jornalista*, Última Instância.

³⁴⁹ *ANJ defende liberdade de expressão*, Folha de S. Paulo, A10.

³⁵⁰ REALE JÚNIOR, Miguel, *Liberdade e disciplina*, Folha de S. Paulo, A3.

³⁵¹ REALE JÚNIOR, Miguel, *Liberdade e disciplina*, Folha de S. Paulo, A3.

No intuito de seguir a proposta de M. REALE JÚNIOR, seria necessário realizar algumas modificações no Projeto de Lei nº 79/04, a previsão de “censura”, por exemplo, como penalidade ao cometimento de infrações disciplinares, estaria totalmente fora do escopo do órgão, os jornalistas necessitam de liberdade de expressão que é inerente à atividade.

Também houve opiniões totalmente favoráveis à criação dos órgãos estatais. No XXXI Congresso dos Jornalistas realizado em 06 de agosto de 2004, em João Pessoa, na Paraíba, os participantes manifestaram que o projeto de lei com a proposta de criação da CFJ foi uma grande vitória para a sociedade e que ele “não significa qualquer tipo de cerceamento à liberdade de imprensa e de expressão e, sim, a instituição de um órgão que vai zelar pela qualidade da informação e pelo exercício ético do jornalismo”³⁵².

No mesmo sentido, S. M. CARVALHO e A. LOPES, presidente e primeiro-secretário da FENAJ na época, respectivamente, criticam aqueles que viram o Projeto de Lei nº 79/04 como uma afronta à liberdade dizendo que estes críticos sequer leram o texto legislativo, senão concordariam que nenhum artigo limita a liberdade dos jornalistas, apenas asseguram o cumprimento do Código de Ética, que é uma proteção ao exercício da profissão.³⁵³

Os representantes da FENAJ acima citados, instituição da qual partiu a iniciativa para apresentação do Projeto de Lei nº 79/04 (o que explica o total apoio da instituição ao referido projeto), declararam que, ao contrário das críticas recebidas, a intenção da criação do CFJ e dos CRJs é retirar a competência do Ministério do Trabalho sobre o registro profissional dos jornalistas, e entregá-lo a um órgão independente formado pelos jornalistas.

Isto porque o Decreto-Lei 972 (objeto de análise no item 3.2.3 deste trabalho, quando tratou-se da questão da obrigatoriedade de diploma em Curso Superior de Jornalismo ter sido questionada no STF) imputa ao Ministério do Trabalho e Previdência Social (atual Ministério do Trabalho e Emprego - MTE) competência para fiscalizar os jornalistas, porém esta se limita a apenas verificar a existência de registro dos profissionais³⁵⁴ e não abrange a fiscalização de suas condutas.

³⁵² *Conselho Federal de Jornalismo é uma Conquista da Sociedade*, XXXI Congresso Nacional dos Jornalistas,.

³⁵³ CARVALHO, Sérgio Murillo de; LOPES, Aloísio, *Opinião, Tendências/Debates*, A3.

³⁵⁴ No Decreto-Lei 972 consta que: “Art. 4º O exercício da profissão de jornalista requer prévio registro no órgão regional competente do Ministério do Trabalho e Previdência Social que se fará mediante a apresentação de: (...)” e “Art. 8º (...) §3º Os órgãos do Ministério do Trabalho e Previdência Social prestarão aos sindicatos de jornalistas as informações que lhes forem solicitadas, especialmente quanto ao registro de admissões e dispensas

Os sindicatos³⁵⁵ e as entidades de classe também não possuem poderes para fiscalizar a atuação destes profissionais, eles são responsáveis apenas por representar os jornalistas na busca da satisfação de seus interesses. O então Ministro do Trabalho Ricardo Jose Ribeiro Berzoini afirmou que “(...) atualmente, não há nenhuma instituição com competência legal para normatizar, fiscalizar e punir as condutas inadequadas dos jornalistas³⁵⁶”.

Mas a regulação dos jornalistas por órgão estatal realmente não é a melhor saída. Assim também entendeu o Supremo Tribunal Federal no Recurso Extraordinário (RE) 511.961³⁵⁷ (já citado no item 3.2.3 deste trabalho). A análise feita pelo órgão julgador era sobre a inconstitucionalidade da obrigatoriedade de diploma em Curso Superior de Jornalismo, mas aproveitou-se o tema para criticar a regulação estatal, conforme se pode ler no item 7 da ementa, transcrito abaixo:

7. PROFISSÃO DE JORNALISTA. ACESSO E EXERCÍCIO. CONTROLE ESTATAL VEDADO PELA ORDEM CONSTITUCIONAL. PROIBIÇÃO CONSTITUCIONAL QUANTO À CRIAÇÃO DE ORDENS OU CONSELHOS DE FISCALIZAÇÃO PROFISSIONAL. No campo da profissão de jornalista, não há espaço para a regulação estatal quanto às qualificações profissionais. O art. 5º, incisos IV, IX, XIV, e o art. 220, não autorizam o controle, por parte do Estado, quanto ao acesso e exercício da profissão de jornalista. Qualquer tipo de controle desse tipo, que interfira na liberdade profissional no momento do próprio acesso à atividade jornalística, configura, ao fim e ao cabo, controle prévio que, em verdade, caracteriza *censura prévia* das liberdades de expressão e de informação, expressamente vedada pelo art. 5º, inciso IX, da Constituição. A impossibilidade do estabelecimento de controles estatais sobre a profissão jornalística leva à conclusão de que não pode o Estado criar uma ordem ou um conselho profissional (autarquia) para a fiscalização desse tipo de profissão. O exercício do poder de polícia do Estado é vedado nesse campo em que imperam as liberdades de expressão e de informação. Jurisprudência do STF: Representação n.º 930, Redator p/ o acórdão Ministro Rodrigues Alckmin, DJ, 2-9-1977. (Grifos nossos)

M. REALE critica a criação dos conselhos na forma de autarquias. Ele entende que autarquias só podem administrar os serviços públicos típicos, e a regulação da atividade jornalística não pode estar submetida a nenhum órgão da Administração Pública (por vínculo

nas empresas jornalísticas, realizando as inspeções que se tornarem necessárias para a verificação do exercício da profissão de jornalista.”

³⁵⁵ Sobre a competência dos sindicatos, no mesmo Decreto-Lei 972 consta que: “Art. 13. (...) Parágrafo único. Aos Sindicatos de Jornalistas incumbe representar as autoridades competentes acerca do exercício irregular da profissão.”

³⁵⁶ Declaração que consta no Diário do Senado Federal, publicado em agosto de 2004, disponível em: <<http://www.senado.gov.br/publicacoes/diarios/pdf/sf/2004/08/19082004/27280.pdf>>, acesso em 13/01/2013, p 3.

³⁵⁷ O acórdão do RE/511961 está disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605643>>, acesso em 29/08/2012.

funcional ou hierárquico), pois a liberdade é essencial à profissão³⁵⁸. O autor declara, ainda, que:

(...) o que se pretende, em suma, de maneira ostensiva, é submeter ao Estado a atividade jornalística, atribuindo-se ao Conselho Federal de Jornalismo competência para supervisionar e fiscalizar o exercício da profissão de jornalista em todo o território nacional, editar o respectivo Código de Ética e Disciplina, assim como definir as condições para inscrição do profissional e suspensão e cancelamento de seu registro.³⁵⁹

W. CENEVIVA critica o artigo supracitado de M. REALE JÚNIOR, e diz que não há como comparar o CFJ e a OAB, isto porque a primeira seria criada como autarquia, sem liberdade plena, liberdade sem a qual o órgão não poderia zelar pela independência dos jornalistas³⁶⁰.

Diante do exposto neste item 6.2 sobre os problemas da implantação de um órgão estatal para regulação do jornalista, a temática do conflito entre a regulação e a liberdade dos jornalistas, por sua relevância, ganhará item destacado no presente trabalho (o item 6.3 seguinte), para aprofundamento do tema. Na sequência, o item 6.4 irá apresentar sugestões para a regulação dos jornalistas que possam superar os obstáculos levantados nos itens 6.2 e 6.3.

6.3. Cerceamento da Liberdade dos Jornalistas

A liberdade de informação jornalística é um direito constitucional. O § 1º do artigo 220 da Constituição Federal diz que “Nenhuma lei conterà dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social, consoante o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV”. Sobre este tema, para M. B. PINTO³⁶¹:

(...) Os cidadãos não estarão aptos a posicionar-se coerentemente ante os fatos políticos [aplicando ao caso em análise podemos substituir “fatos políticos” por “informações do mercado de valores mobiliários”] a menos que obtenham notícias jornalísticas corretas e que possa ter acesso a diferentes fontes de informação. Se

³⁵⁸ REALE, Miguel, *Estatização do jornalismo*.

³⁵⁹ REALE, Miguel, *Estatização do jornalismo*.

³⁶⁰ CENEVIVA, Walter, *Jornalismo e autarquias são contraditórios*, C2.

³⁶¹ PINTO, Marcos Barbosa, *Liberdade de Imprensa e Responsabilidade Civil dos Meios de Comunicação*, p. 174.

notícias incorretas e parciais não puderem ser contrabalançadas pelos demais meios de comunicação, ou se fatos relevantes para o público não puderem ser publicados, a capacidade de decisão da sociedade fica mutilada e a democracia perde sua força. O mesmo ocorre se não houver espaço na imprensa para opiniões divergentes, ou se a imprensa, de qualquer modo, for impedida de fiscalizar o poder público e de expressar os anseios populares.

No item 1.2, que tratou da regulação, ficou claro que regular não é o mesmo que retirar a liberdade, na verdade é uma forma de impor limites ao exercício da conduta dos agentes econômicos para que o direito dos demais não seja obstruído. Porém, existe uma tensão entre a liberdade concedida aos meios de comunicação e os princípios de proteção ao investidor do mercado de capitais e de transparência na divulgação de informações. Os princípios, diferentemente do que ocorre com as regras, mesmo que conflitantes podem coexistir³⁶² e o objetivo deste trabalho é encontrar uma forma adequada de balanceá-los de forma que ambos sejam protegidos de maneira satisfatória.

A. L. PETERS, em palestra proferida no *17th Annual Securities Regulation Seminar*³⁶³, discute exatamente a relação entre a regulação exercida pela SEC no mercado de capitais norte-americano e a afronta à liberdade de imprensa e ao *First Amendment*³⁶⁴ que esta poderia causar, por isso, será muito útil no desenvolvimento do presente item do trabalho.

Na época em que ela ministrou a palestra, o Caso Winans, descrito no item 5.2 do presente trabalho, tinha acabado de ser julgado e houve muita polêmica sobre o posicionamento da SEC. A autora trouxe à tona uma série de opiniões que foram expressas nos jornais americanos sobre o Caso Winans. O *New York Times*, por exemplo, publicou o que um membro importante do “*Reporter’s Committee for the Freedom of the Press*” disse sobre a ação da SEC:

³⁶² “Segundo [Robert] Alexy, princípios são normas que estabelecem que algo deve ser realizado na maior medida possível, diante das possibilidades fáticas e jurídicas presentes. Por isso são eles chamados de mandamentos de otimização. Importante, nesse ponto, é a ideia de que a realização completa de um determinado princípio pode ser - e frequentemente é - obstada pela realização de outro princípio. Essa ideia é traduzida pela metáfora da *colisão* entre princípios, que deve ser resolvida por meio de um sopesamento, para que se possa chegar a um resultado ótimo. Esse resultado ótimo vai sempre depender das variáveis do caso concreto e é por isso que não se pode falar que um princípio P1 sempre prevalecerá sobre o princípio P2 - (P1 P P2) -, devendo-se sempre falar em prevalência do princípio P1 sobre o princípio P2 diante das condições C - (P1 P P2) C.” AFONSO DA SILVA, Virgílio, *Princípios e regras: mitos e equívocos acerca de uma distinção*, pp. 610-611

³⁶³ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*.

³⁶⁴ O *First Amendment* é um anexo da Constituição dos Estados Unidos da América e faz parte do *Bill of Rights*, neste anexo estão previstas as garantias fundamentais, dentre elas a liberdade de imprensa, dispondo que: “Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances.”

[is] an attempt to step into news rooms and enforce what are basically journalistic codes of ethics. It's an effort by the SEC to exercise regulatory jurisdiction over news gathering and publishing activities for generic newspapers, thereby indirectly regulating the newspapers themselves.³⁶⁵

O *Los Angeles Times* teria publicado que a maioria das entidades de classe dos jornalistas acreditavam que a posição da SEC “would amount to the government telling journalists what to write”³⁶⁶. Esta última frase resume o clima tenso das discussões na época. A autora também lembra que o *The Washington Post*, em um editorial, teria feito a seguinte acusação:

The SEC is in the hands of aggressive technicians who have been given the job of regulating the stock markets, and they're consequently trying to regulate everything that affects the stock markets including the flow of financial news...

If the courts interpret the Bill of Rights to allow the regulation of one kind of news now, it will allow the regulation of other kinds of news in the future. The SEC says that the First Amendment is not a license to commit fraud. Absolutely true. But neither is the Winans case a license to commit assault and battery on the Constitution. (Grifos nossos)

Outro caso que estava despontando na época, e que também foi levantado por A. L. PETERS para pano de fundo da discussão sobre a SEC e o *First Amendment*, é o “Caso Lowe”³⁶⁷. Christopher Lowe era presidente e principal acionista da *Lowe Management Corporation*, de 1974 a 1981, empresa registrada como “*investment adviser*” sob a norma então vigente, o “*Investment Advisers Act of 1940*”.

De acordo com o referido normativo, “*investment adviser*” é aquele que aconselha, seja diretamente ou por meio de publicações, acerca do investimento em valores mobiliários³⁶⁸ (o equivalente ao analista de valores mobiliários no Brasil³⁶⁹).

³⁶⁵ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, p. 3.

³⁶⁶ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, p. 3.

³⁶⁷ Íntegra da decisão LOWE ET AL. V SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 472 U. S. 181 (1985), No. 83-1911, Supreme Court of United States, decidida em 20/06/1985, disponível em: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/472/181/case.html>>, acesso em 14/10/2012.

³⁶⁸ Segue transcrição parcial do item 11 da Seção 202 do “Investment Advisers Act of 1940”: (11) ‘Investment adviser’ means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities; but does not include (...)”, disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>>, acesso em 14/01/2013, p. 8.

³⁶⁹ Relacionados à atividade de recomendação de investimentos, no Brasil existem dois diferentes prestadores de serviços, os “analistas de valores mobiliários” e os “consultores de valores mobiliários”. De acordo com o “Portal do Investidor” da CVM, acessível em seu endereço eletrônico, as definições são, respectivamente:

a) “Os analistas de valores mobiliários são profissionais que elaboram relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. Tais relatórios podem estar na

A *Lowe Management Corporation* publicava informativos de investimento, por meio dos quais não só informava como também analisava a performance de vários tipos de investimentos, fazendo também recomendações aos leitores. Contudo, em maio de 1981, a SEC, após uma audiência diante de um juiz administrativo, revogou o registro de *investment adviser* da companhia e proibiu o Sr. Lowe de se associar com qualquer analista de valores mobiliários, em razão de práticas ilícitas cometidas no mercado de capitais relacionadas com suas atividades de analista (apropriação indevida de fundos de um cliente investidor, violação de normas antifraude etc.). A medida adotada pela SEC baseou-se no receio de que, com o registro em vigor, Lowe poderia continuar atuando de forma prejudicial ao mercado de capitais, reincidindo nas práticas que vinha cometendo.

Após a revogação de seu registro, a *Lowe Management Corporation* continuou publicando seus informativos com recomendações de investimento aos seus clientes. Em decorrência disto, a SEC entrou com uma ação na *District Court* para proibir a publicação dos informativos com base na Seção 203(a) do “*Investment Advisers Act of 1940*”, que é o dispositivo que proíbe que um analista se utilize de correspondências ou do comércio com o fim de desenvolver sua atividade de analista de investimento sem que tenha obtido o registro obrigatório para exercício da profissão³⁷⁰.

A *District Court* negou o pedido da SEC de proibir a circulação dos informativos e entendeu que as publicações de Lowe estariam protegidas pelo *First Amendment*, portanto, não poderiam ser cerceadas. A decisão desta primeira instância foi revertida pela *Court of*

forma de textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, segundo definição da Instrução CVM nº 483/10, que regula a atividade.”

Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/prestadores_de_servicos/analistas_valores_mobiliarios.html>, acesso em 19/12/2012.

b) “Consultor de valores mobiliários é a pessoa física ou jurídica que assessora os investidores interessados em fazer aplicações diretamente no mercado de valores mobiliários. Possui conhecimentos técnicos e práticos para assessorar seu cliente na busca do produto que irá melhor atender a seus objetivos e necessidades pessoais.”

Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/prestadores_de_servicos/consultores_vendas.html>, acesso em 19/12/2012.

Embora o termo “investment adviser”, pela tradução literal, tenha maior correspondência com o termo “consultor de valores mobiliários”, entendeu-se, para os fins do presente trabalho, que em razão da semelhança das funções exercidas, seria mais apropriado equiparar o “investment adviser” ao “analista de valores mobiliários”. O analista tem um âmbito de atuação mais amplo, englobando a possibilidade de publicação de relatórios.

³⁷⁰ Segue transcrição do dispositivo citado: “SEC. 203. (a) Except as provided in subsection (b) and section 203A, it shall be unlawful for any investment adviser, unless registered under this section, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce in connection with his or its business as an investment adviser.” Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>>, acesso em 14/01/2013, p. 3.

Appeals for the Second Circuit, que entendeu que Lowe estaria agindo como *investment adviser* e que o meio de exercício da atividade (a publicação dos informativos) era irrelevante para tal caracterização:

The majority first held that petitioners were engaged in business as “investment advisers” within the meaning of the Act. It concluded that the Act does not distinguish between person-to-person advice and impersonal advice given in printed publications. (...)

Next, the Court of Appeals rejected petitioners’ constitutional claim, reasoning that this case involves “precisely the kind of regulation of commercial activity permissible under the First Amendment.” (...)

Finally, the court noted that its holding was limited to a prohibition against selling advice to clients about specific securities. Thus, the Court of Appeals apparently assumed that petitioners could continue publishing their newsletters if their content was modified to exclude any advice about specific securities.³⁷¹

Verifica-se, da leitura dos argumentos da *Court of Appeals for the Second Circuit* expostos acima, que os julgadores entenderam que os informativos de Lowe não estão protegidos pela liberdade de imprensa, pois são, na essência, meras recomendações de investimento fornecidas a clientes que pagam pelo serviço. Argumentaram, ainda, que se as publicações de Lowe fossem reformuladas para retirar toda recomendação de investimento (atividade enquadrada sob a exigência de registro do “*Investment Advisers Act of 1940*”), neste caso restaria um informativo protegido pelo *First Amendment* e não poderia existir qualquer tipo de cerceamento à sua circulação.

Em 10 de junho de 1985, a Suprema Corte dos EUA decidiu reverter a decisão da *Court of Appeals for the Second Circuit* alegando que o “*Investment Advisers Act of 1940*”, no item 11 da Seção 12, que trata da definição de “*investment adviser*”, exclui os jornais e as publicações do gênero: “(11) “Investment adviser” means (...) but does not include (...) (D) the publisher of any bona fide newspaper, news magazine or business or financial publication of general and regular circulation; (...)”³⁷²

Sobre esta exclusão do escopo do “*Investment Advisers Act of 1940*”, a Suprema Corte norte-americana entendeu que:

Although neither the text of the Act nor its legislative history defines the precise scope of this exclusion, two points seem tolerably clear. Congress did not intend to exclude publications that are distributed by investment advisers as a normal part of the business of servicing their clients. (...) On the other hand, Congress, plainly

³⁷¹ LOWE ET AL. V SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 472 U. S. 181 (1985), No. 83-1911, Supreme Court of United States, pp. 186-188.

³⁷² Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>>, acesso em 14/01/2013, pp. 3-4.

sensitive to First Amendment concerns, wanted to make clear that it did not seek to regulate the press through the licensing of nonpersonalized publishing activities.³⁷³
(Grifos nossos)

A Suprema Corte, em sua decisão sobre o Caso Lowe, utilizou o critério da “personalização” das recomendações feitas aos investidores para diferenciar se uma publicação deveria ou não ser regulada pelo “*Investment Advisers Act of 1940*”. Por este critério, as recomendações personalizadas seriam reguladas pelo referido ato normativo, já as recomendações dirigidas ao público em geral (não personalizadas) estariam protegidas pela liberdade de imprensa.

Concordando ou não com o critério da “personalização” das recomendações de investimento (utilizado pela Suprema Corte), o ponto principal da análise deste Caso Lowe neste item do trabalho é demonstrar que existem formas de equilibrar a regulação do mercado de capitais e a atividade dos jornalistas. No Caso Lowe, conforme visto na transcrição acima, o foco do problema foi apenas verificar se Lowe estaria agindo como “analista” ou como “jornalista puro”, porém restou clara a unanimidade de opiniões com relação a ao menos um ponto: se o jornalismo for utilizado para o exercício da atividade de analista de valores mobiliários, ele deve ser tratado como tal pela regulação, do contrário, há mera matéria jornalística que não deve ser objeto de regulação no mercado de capitais.

Não obstante a decisão favorável a Lowe obtida na Suprema Corte, a manifestação da imprensa sobre este Caso Lowe também foi bem crítica à atuação da SEC, eles entenderam que a proibição da publicação dos informativos teria cerceado a liberdade de imprensa de Lowe e que a exigência de registro seria uma tentativa da SEC de regular os jornalistas, profissão sobre a qual a SEC não teria competência.³⁷⁴

A. L. PETERS tenta demonstrar (no texto já citado) que a SEC não errou no Caso Winans, nem no Caso Lowe, e que suas ações não afrontaram a liberdade de imprensa nem, consequentemente, o *First Amendment*.

Com relação ao Caso Lowe, a autora afirmou que a publicação objeto de discussão judicial não era exatamente um texto jornalístico que precise ser protegido pela liberdade de imprensa, mas sim o meio pelo qual Lowe atuava nos negócios de venda de recomendação de investimento a seus clientes. Assim, não teria existido nenhuma violação ao *First Amendment*

³⁷³ LOWE ET AL. V SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 472 U. S. 181 (1985), No. 83-1911, Supreme Court of United States, p. 204.

³⁷⁴ PETERS, Aulana L., *SEC Regulation and The First Amendment*, p. 5.

derivada da proibição da circulação da publicação, nem da exigência de registro de Lowe, pois esta exigência deriva da norma que regula a profissão dos analistas.

No Caso Winans, a autora entende que a exigência pela SEC (que deu origem ao processo judicial) do cumprimento do “dever de *disclosure*” pelo jornalista não pode ser considerada uma forma de cercear sua liberdade, afinal o dever engloba apenas a divulgação dos dados que possam refletir um conflito de interesses. O jornalista não precisa divulgar toda a sua carteira de investimentos ou submeter seus textos à prévia análise da SEC, ele só precisa ser transparente e divulgar, quando for o caso, tudo aquilo que demonstre o conflito entre seus interesses pessoais e o conteúdo da reportagem publicada. A atuação da SEC sobre a atividade jornalística não permite que o órgão determine o que pode ou não ser publicado, a questão é apenas proteger o mercado de capitais e, principalmente, os investidores.

Das críticas expostas sobre a atuação da SEC nos EUA, verifica-se que o grande desafio da regulação do mercado de capitais é encontrar o ponto de equilíbrio entre a liberdade de imprensa (não pode ser violada), e a proteção dos investidores e do perfeito funcionamento do mercado de capitais por meio do princípio do *full disclosure*. No intuito de alcançar este ponto de equilíbrio no mercado de capitais do Brasil, o item 6.4 adiante trará sugestões de solução para a regulação do jornalista financeiro, demonstrando que, tal como no Caso Winans e no Caso Lowe, a regulação não implica necessariamente em cerceamento da liberdade de imprensa.

6.4. Sugestões de Solução para a Regulação da Atividade Jornalística no Mercado de Capitais

Expostas as críticas que podem ser levantadas contra a regulação da atividade do jornalista financeiro (no item 6.3 acima, principalmente relacionadas com o cerceamento da liberdade dos jornalistas), e considerando os possíveis problemas advindos da atuação do jornalista em desacordo com os princípios do mercado de valores mobiliários (como visto no item 3.2 deste trabalho), cabe apresentar algumas sugestões de soluções que possam ultrapassar os obstáculos existentes. Os itens seguintes tratarão da regulação dos jornalistas pela CVM (item 6.4.1), e da autorregulação (item 6.4.2).

6.4.1. Regulação dos Jornalistas pela CVM

Após o desfecho da Audiência Pública nº 09/07, na qual a atuação da CVM foi muito criticada (conforme visto nos itens 4.4 e 4.5 deste trabalho), o assunto relativo à atividade jornalística no mercado de capitais não foi mais objeto de discussão pelo referido órgão no âmbito das normas reguladoras.

Entretanto, pesquisando nas decisões proferidas pela CVM, é possível encontrar uma interessante decisão envolvendo o exercício da profissão jornalística no mercado de capitais, o Processo nº RJ2008/1880³⁷⁵ (Reg. Col. nº 6079/08), julgado em 03 de julho de 2008. Neste processo, Mara Luquet, jornalista da área de investimentos, mediante consulta à CVM (vide item 1.4.2.4 deste trabalho sobre a sua função consultiva), indagou sobre a necessidade de divulgar sua posição acionária, caso viesse a investir em valores mobiliários emitidos por companhia aberta.

A discussão deste caso girou em torno da caracterização ou não, da atividade da jornalista como “analista de valores mobiliários”, pois, havendo a caracterização, aplicar-se-ia, na época do julgado, a então vigente ICVM 388 (mais especificamente o art. 5º, IV, e o art. 7º, VI), substituída pela ICVM 483.

O art. 5º, IV, dispunha que em quaisquer análises ou recomendações divulgadas por escrito ao público, inclusive pela internet, o analista deveria declarar se é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de sua análise, que representem 5% (cinco por cento) ou mais de seu patrimônio pessoal, ou esteja envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado.

Já o art. 7º, IV, previa que o analista de valores mobiliários estava obrigado a não negociar os respectivos valores mobiliários que tenham sido objeto de sua análise (seja para sua carteira própria ou para carteira de terceiros que ele administre), no período entre o 10º dia útil que antecederesse a divulgação ao público de análises de investimento sobre uma companhia e seus valores mobiliários, até o 5º dia útil subsequente (inclusive).

A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) da CVM analisou o material coletado na internet, produzido pela jornalista, e entendeu que Mara

³⁷⁵ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2008-025D03072008.htm>>, acesso em 11.10.2012.

Luquet não estaria atuando como analista de valores mobiliários, e que, por este motivo, sua atividade não se enquadraria na ICVM 388.

O caso em questão não suscitou muitas discussões, pois a CVM entendeu que as matérias jornalísticas não faziam nenhuma avaliação de investimento em valores mobiliários, e que também não havia divulgação ao público leitor de recomendação ou análise de valores mobiliários. A CVM identificou que o material jornalístico apenas transcrevia análises elaboradas por terceiros ou opiniões genéricas sobre o mercado de capitais. O voto do relator³⁷⁶, o Diretor Eli Loria, conclui que:

Dessa forma, conforme bem demonstrado pela SIN, o trabalho desenvolvido pela jornalista, no caso concreto, não caracteriza o exercício da atividade de analista de valores nos termos da Instrução CVM nº 388/03, não se aplicando, em consequência, restrições para que ela negocie ou detenha valores mobiliários que foram objeto de seus comentários. (Grifos nossos)

O caso concreto em análise foi de simples resolução, pois não houve dúvidas, por parte da CVM, de que não havia exercício da atividade de analista. Contudo, e se a jornalista consultante realmente atuasse como analista de valores mobiliários? Como a CVM teria reagido? Poderia a CVM, diante desta situação hipotética, aplicar à jornalista as normas relativas aos analistas? Pela interpretação do argumento do Diretor da CVM (transcrito acima), entende-se que a CVM defende a aplicabilidade sim, do contrário, o voto seria fundamentado por argumento distinto, não se baseando na análise da caracterização ou não do exercício da atividade de analista.

Diante da análise deste caso prático, entende-se que a alteração proposta pela ICVM 388 (por meio do Edital de Audiência Pública nº 09/07) não mudaria, se aprovada, a possibilidade atualmente existente da CVM sancionar o jornalista em determinadas situações, já que se o jornalista atuar como analista de valores mobiliários, ele está sob a competência da CVM.

O que a CVM pretendia, com o referido Edital, era estabelecer regras que facilitassem a apuração dos casos de jornalistas atuando irregularmente como analistas. Se o caso de Mara Luquet fosse mais complexo e houvesse dúvidas sobre o seu enquadramento como “analista” ou “jornalista”, não haveria uma norma (tal como era a minuta da ICVM 388) com critérios objetivos para distinguir as duas funções. A existência de critérios objetivos é essencial para garantir segurança jurídica ao sistema.

³⁷⁶ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6079-0.HTM>>, acesso em 11.10.2012.

Ademais, se as matérias jornalísticas de Mara Luquet fossem consideradas “análises de investimento” pela CVM, ela não poderia se valer dos requisitos de dispensa contidos na ICVM 388.

Portanto, defende-se no presente trabalho, que a minuta da ICVM 388 deveria ser aprovada, pois seria capaz de estabelecer maior segurança jurídica aos jornalistas, tendo em vista que estes saberiam exatamente quais os limites do exercício de sua atividade que não invadem a competência da CVM (exercida sobre os analistas).

Na esteira do que foi discutido sobre o Caso Lowe (descrito no item 6.3 acima), acerca da linha demarcatória entre a liberdade de imprensa e a atuação do órgão regulador do mercado de capitais dos EUA, na minuta da ICVM 388 anexa ao Edital de Audiência Pública nº 09/07 a CVM trouxe uma boa forma de equilibrar a regulação do jornalista financeiro e a proteção do mercado de capitais. Com o documento ficava claro que a CVM é competente para regular o jornalista que atua como analista (não o jornalista em sua atividade comum de jornalismo), e o Edital de Audiência Pública nº 09/07 era muito útil, pois definia em quais hipóteses o jornalista seria regulado.

Cumprе lembrar que a regulação da atividade do jornalista no mercado de capitais pela CVM restringe-se à atuação deste como analista, pois a competência da CVM não inclui o jornalista no exercício do jornalismo “puro”. Por isso, seria interessante que a regulação pela CVM fosse complementada pela autorregulação, conforme previa a minuta da ICVM 388 do Edital de Audiência Pública nº 09/07, no ponto sobre o requisito de dispensa relativo à subordinação às normas de conduta. O item 6.4.2 seguinte aprofundará o tema da autorregulação dos jornalistas sugerida, demonstrando o motivo da escolha de tal tipo de regulação (menor cerceamento à liberdade dos profissionais do jornalismo).

6.4.2. Autorregulação dos Jornalistas

Após a análise feita no item 6.3, que tratou das perspectivas de problemas advindos da regulação do jornalista financeiro (principalmente relacionados com a eventual afronta à liberdade de imprensa), a instituição de órgão autorregulador da atividade exercida por jornalistas do mercado de capitais se apresenta como melhor solução.

Todavia, conforme comentado no item 6.4.1 acima, a autorregulação deveria ser instituída em paralelo com a edição pela CVM de norma com conteúdo semelhante ao da minuta da ICVM 388. O papel principal do órgão autorregulador seria o de estabelecimento de normas de conduta com padrões mínimos de ética (contemplando o conteúdo mínimo exigido pela minuta da ICVM 388). Cumpre ao presente item do trabalho a análise da viabilidade de um órgão autorregulador para o jornalista financeiro e a identificação de qual entidade seria responsável por esta tarefa.

No Recurso Extraordinário nº 511.961 do STF (objeto de análise no item 3.2.3 deste trabalho, quando foi debatida a questão da obrigatoriedade do diploma de Jornalismo, e no item 6.2, quando discorreu-se sobre a regulação estatal do jornalista), há posição favorável à utilização da autorregulação para a atividade jornalística:

Parece que, nesse campo da proteção dos direitos e prerrogativas profissionais dos jornalistas, a autorregulação é a solução mais consentânea com a ordem constitucional e, especificamente, com as liberdades de expressão e de informação. Assim, como reconhece Jónatas Machado, ‘a liberdade de expressão e de informação aponta no sentido da autoregulação [sic] dos jornalistas, preferencialmente policêntrica, em termos que garantam a sua liberdade perante o Estado, as entidades privadas, as associações profissionais e os próprios colegas, não havendo sequer lugar para uma heteroregulação [sic] do sector, por vezes tida como indispensável para garantir o sucesso da auto-regulação’ (MACHADO, Jónatas E. M. Liberdade de expressão: dimensões constitucionais da esfera pública no sistema social. Coimbra: Coimbra Editora; 2002, p. 543).³⁷⁷ (Grifos nossos)

Da mesma forma, na decisão do STF acerca da já citada ADPF nº130/2009³⁷⁸, que decidiu que a Lei de Imprensa não teria sido recepcionada pela Constituição Federal, também há trecho contendo incentivo à autorregulação dos jornalistas:

9 . AUTORREGULAÇÃO E REGULAÇÃO SOCIAL DA ATIVIDADE DE IMPRENSA. É da lógica encampada pela nossa Constituição de 1988 a autorregulação da imprensa como mecanismo de permanente ajuste de limites da sua liberdade ao sentir-pensar da sociedade civil. Os padrões de seletividade do próprio corpo social operam como antídoto que o tempo não cessa de aprimorar contra os abusos e desvios jornalísticos. Do dever de irrestrito apego à completude e fidedignidade das informações comunicadas ao público decorre a permanente conciliação entre liberdade e responsabilidade da imprensa. Repita-se: não é jamais pelo temor do abuso que se vai proibir o uso de uma liberdade de informação a que o próprio Texto Magno do País após o rótulo de "plena" (§ 1º do art. 220). (Grifos nossos)

³⁷⁷ RE/511961 do Supremo Tribunal Federal, disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605643>>, pp. 75-76, acesso em 29/08/2012.

³⁷⁸ Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=605411>>, p. 9, acesso em 23/09/2012.

Os trechos transcritos acima resumem bem a maior vantagem da autorregulação (se comparada à regulação estatal) no âmbito da regulação do jornalismo: o não cerceamento das liberdades de expressão e de informação, inerentes à atividade destes profissionais. Considerando que as normas autorreguladoras são produzidas pelos próprios jornalistas, e que o cumprimento de tais dispositivos também é por eles fiscalizado e sancionado, não há que se falar em cerceamento do exercício do jornalismo. As limitações impostas aos regulados pelos reguladores são consentidas, pois o jornalista não é obrigado a participar de uma entidade autorreguladora.

Apresentada a razão da escolha da autorregulação para o jornalismo financeiro, é possível prosseguir para a questão da implantação desta autorregulação, o que inclui a forma, o conteúdo das normas e o órgão responsável pela edição das normas e fiscalização do seu cumprimento.

Sobre a forma de exercer a autorregulação, seria interessante, conforme sugerido pela minuta da ICVM 388, o estabelecimento de um código de conduta, contendo normas específicas sobre o exercício ético do jornalismo no mercado de capitais, e o respeito aos princípios que regem o seu funcionamento.

A utilidade de um código de condutas no mercado de capitais pode ser notada na declaração transcrita abaixo sobre o código de autorregulação aplicável às companhias abertas (que, vale destacar, também são participantes do mercado de valores mobiliários):

Uma sondagem feita pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), também uma entidade autorreguladora³⁷⁹, mostrou um exemplo disso: “Várias companhias, todas de primeiríssima linha, nos relataram que a existência do nosso Código (Código de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas) ajudou a aperfeiçoar determinados pontos, funcionando como um check-list para verificar se todos os procedimentos estão corretos”, diz o superintendente geral da Abrasca, Eduardo Luciano.³⁸⁰ (Grifos nossos)

Atualmente, o código de ética de âmbito nacional e maior destaque é o “Código de Ética dos Jornalistas Brasileiros”³⁸¹, elaborado pela FENAJ, e já citado ao longo do item 3.2 deste trabalho. Neste código existem dispositivos gerais de matérias comuns a qualquer área

³⁷⁹ O trecho transcrito foi retirado de uma reportagem que tratava da APIMEC, por isso a utilização de “também uma entidade autorreguladora”. A Abrasca é uma associação sem fins lucrativos para defesa das posições das companhias abertas. Para maiores informações, consultar o site: www.abrasca.org.br.

³⁸⁰ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC), *A bússola do analista*, p. 19.

³⁸¹ Federação Nacional dos Jornalistas (FENAJ), *Código de Ética dos Jornalistas Brasileiros*.

de atuação dos jornalistas (seja financeira ou não) que estabelecem regras, por exemplo, sobre a divulgação de informação precisa e correta, que seriam aplicáveis ao jornalista financeiro (e a qualquer outro tipo de jornalista). Contudo, da leitura do código não é possível extrair qualquer norma específica do mercado de capitais.

Paralelamente à existência de códigos como o da FENAJ, muitos veículos jornalísticos possuem normas próprias acerca da conduta dos seus profissionais. Um dos exemplos é o “Código de Conduta e Ética”³⁸² do Grupo Estado, responsável pelo jornal “O Estado de São Paulo”³⁸³.

Analisando o conteúdo do documento utilizado como exemplo acima, também não se encontrou qualquer norma específica do mercado de capitais, que proíba, por exemplo, que seus funcionários possam operar na bolsa de valores em determinadas situações. Contudo, existem algumas normas acerca do tratamento de informações confidenciais pelos jornalistas, e outras sobre conflito de interesses que poderiam ser aplicadas ao jornalista financeiro, mesmo sendo normas gerais.

Sobre a confidencialidade, o referido código diz que o exercício da atividade dos funcionários do jornal pode gerar o conhecimento de informações confidenciais, e que, nestes casos, o empregado deve, por exemplo: utilizar a informação somente para os propósitos autorizados, e não utilizar as informações em proveito próprio antes de serem tornadas públicas³⁸⁴.

Ao tratar dos conflitos de interesse, o código do Grupo Estado dispõe que os funcionários devem evitar situações que possam envolvê-los em conflitos entre seus interesses pessoais (ou de membros de sua família) com os interesses do Grupo Estado, que podem ocorrer em diversas situações. Para que os conflitos sejam evitados, os funcionários do jornal devem, dentre outras condutas, deixar de fazer (ou deixar de manter) investimento em qualquer entidade que possua relacionamento com o Grupo Estado (tais como fornecedores,

³⁸² Disponível em: <http://www.estadao.com.br/ext/codigoetica/codigo_de_etica_miolo.pdf>, acesso em 11/05/2012.

³⁸³ Versão eletrônica do jornal disponível em: <<http://www.estadao.com.br/>>, acesso em 11/05/2012.

³⁸⁴ *Código de Conduta e Ética do Grupo Estado*, disponível em: <http://www.estadao.com.br/ext/codigoetica/codigo_de_etica_miolo.pdf>, acesso em 11/05/2012, p. 17.

clientes, concorrentes ou outras empresas), nos casos em que tal investimento for capaz de afetar suas decisões de negócios em nome do Grupo Estado³⁸⁵.

A existência deste tipo de código de conduta interno demonstra o comprometimento de alguns veículos da mídia com a preservação da transparência do mercado de capitais. Porém, os códigos internos não possibilitam a padronização de normas de conduta e dificultam o acompanhamento da sua efetividade pelos investidores. O ideal é a existência de um (ou poucos) código(s) de ética de âmbito nacional relativos especificamente aos jornalistas financeiros.

Pensando na concretização do estabelecimento de um código de ética de âmbito nacional, por exemplo, cabe refletir sobre a entidade a que se deve atribuir o poder de fiscalização do seu cumprimento pelos jornalistas.

O órgão autorregulador do jornalismo financeiro: i) não precisa ser único (pode existir mais de um, mas o interessante é que haja poucos para não prejudicar a padronização de normas permitida pela centralização); ii) não precisa ser novo (é possível aproveitar as estruturas dos órgãos já existentes); e iii) não precisa ter sido criado especialmente para a regulação da atividade do jornalista no mercado de valores mobiliários, desde que o órgão seja capaz de produzir e fiscalizar o cumprimento de normas específicas sobre o jornalismo financeiro.

No campo publicitário, que não é o objeto deste estudo, existe uma experiência de autorregulação que será analisada como exemplo, diante da proximidade desta atividade com a atividade jornalística: o Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (CONAR). O CONAR editou o “Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária”³⁸⁶, que segundo seu artigo 8º, tem como objetivo apresentar normas éticas para aplicação na publicidade e propaganda, que são “as atividades destinadas a estimular o consumo de bens e serviços e promover instituições, conceitos ou ideias”.

³⁸⁵ *Código de Conduta e Ética do Grupo Estado*, disponível em: <http://www.estadao.com.br/ext/codigoetica/codigo_de_etica_miolo.pdf>, acesso em 11/05/2012 p. 21.

³⁸⁶ Disponível no site: <http://www.conar.org.br/html/codigos/indexcodigoseanexo.htm>, acesso em 03/05/2012. Hoje existem diversas entidades que aderiram ao código, mas em 05 de maio de 1980, quando o CONAR foi criado, seus membros eram: ABAP - Associação Brasileira das Agências de Propaganda, ABA - Associação Brasileira de Anunciantes, ANJ - Associação Nacional de Jornais, ABERT - Associação Brasileira de Emissoras de Rádio e Televisão, ANER - Associação Nacional de Editores de Revistas, e Central de Outdoor, de acordo com a introdução do referido Código.

O referido código possui um “Anexo E”³⁸⁷ com disposições específicas para anúncios de “Investimentos, Empréstimos e Mercado de Capitais” e que traz subtítulos sobre os seguintes temas: direito de informação; o sigilo; a forma de apresentação de projeções ou estimativas de resultados; o uso de bases iguais para propagandas comparativas; e a valorização da educação e orientação do investidor.

Dentre os temas listados acima, de início, vale destacar os subtítulos “Direito de Informação” e “Educação e Orientação do Investidor”. O primeiro dispõe acerca da necessidade de oferecer ao investidor todos os esclarecimentos para uma decisão criteriosa de investimento, e o segundo trata da preocupação com a contínua educação dos investidores e da exigência de se evitar proposições que ajam no sentido de confundir os investidores. Ou seja, ambos tratam de garantir que o investidor esteja em posse de informações suficientes para tomar suas decisões de investimento de forma consciente.

Outros subtítulos que merecem destaque são “Propaganda Comparativa” e “Projeções ou Estimativas de Resultados”, que demonstram a preocupação do CONAR com a não publicação de informações de forma enganosa. Sob o subtítulo “Propaganda Comparativa” está a obrigação de utilizar as mesmas bases de comparação quando dois produtos forem confrontados, para que não haja injustiças na comparação. No segundo subtítulo, por sua vez, há requisitos a se observar quando a propaganda tratar de projeções de resultados futuros, para que não haja nenhuma distorção da realidade.

Apesar de existir um anexo específico para o mercado de capitais (o “Anexo E” citado acima), em pesquisa ao site do CONAR³⁸⁸, não foi encontrada nenhuma decisão envolvendo alguma publicidade ou propaganda veiculada neste mercado. A existência deste tipo de decisão seria de grande aproveitamento para a análise realizada no presente trabalho. De qualquer forma, é notável a forte atuação deste órgão no setor de publicidade e propaganda. Segue tabela demonstrando que 325 processos foram instaurados só no ano de 2011³⁸⁹:

³⁸⁷ Disponível em: http://www.conar.org.br/html/codigos/codigos%20e%20anexos_cap2_anexoE.htm, acesso em 03/05/2012.

³⁸⁸ Pesquisa realizada no site <http://www.conar.org.br>, em 03/05/2012.

³⁸⁹ Disponível em: http://www.conar.org.br/html/conar_em_numeros/2011.htm, acesso em 03/05/2012.

Tabela 2 - Processos Instaurados no CONAR até 31/12/2011

PROCESSOS INSTAURADOS ATÉ 31/12/2011

PROCESSOS INSTAURADOS ATÉ DEZEMBRO/2011: 7.665		
Ano	N. de Processos Instaurados	Anúncios Sustados
2011	325	215
2010	376	221
2009	343	268
2008	448	180
2007	330	51
2006	303	62
2005	361	77
2004	309	88
2003	368	110
2002	288	59
2001	264	97
2000	229	90
1999	292	124
1998	227	119
Ano	Instaurados por Queixa do Consumidor	
2011	127	
2010	163	
2009	83	
2008	123	
2007	107	
2006	81	
2005	112	
2004	72	
2003	164	
2002	104	
2001	62	
2000	66	
1999	52	
1998	44	
Ano	Instaurados por Denúncia de Autoridade	
2011	11	
2010	12	
2009	10	
2008	7	
2007	14	
2006	6	
2005	9	
2004	8	
2003	13	
2002	11	
2001	5	
2000	7	
1999	36	
1998	6	
Ano	Conciliações	
2011	29	
2010	23	
2009	43	
2008	45	
2007	70	
2006	85	
2005	69	
2004	30	

2003	13
2002	10
2001	6
2000	13
1999	12
1998	17

Outro exemplo de órgão autorregulador, já citado no presente trabalho (no item 4.2), que pode servir de modelo para a criação do órgão relativo aos jornalistas financeiros é a APIMEC, tendo em vista que a área de atuação (mercado de capitais) é a mesma. A ICVM 388, como já citado anteriormente, previa que os analistas deveriam ser registrados na CVM (art. 10), contudo, a ICVM 483 (norma que a substituiu) passou a dispor que os analistas não necessitam mais de tal registro, mas que devem ser obrigatoriamente credenciados por entidades autorizadas pela CVM (art. 5º).

A APIMEC é a única entidade que possui tal autorização da CVM para credenciar analistas, ao menos até o momento³⁹⁰. A relevância da APIMEC e o seu crescimento (desde a edição da ICVM 483, em julho de 2010) podem ser demonstrados pelos números abaixo:

Em outubro de 2010, a CVM tinha 1.080 analistas habilitados. Hoje 1.416 profissionais estão vinculados à Apimec, entre os certificados, aqueles que comprovam conhecimento e preparo técnico para trabalhar no mercado, mas não podem fazer recomendação de ativos; os credenciados, profissionais certificados que produzem relatórios com recomendação de valores mobiliários; e os licenciados, que são credenciados mas, por algum motivo, não estão em atividade no momento.³⁹¹

Sobre as entidades credenciadoras, a ICVM 483 (art. 7º, incisos I, II e III) estabelece que elas devem adotar código de conduta profissional (aprovado previamente pela CVM), fiscalizar o seu cumprimento pelos analistas e punir infrações eventualmente cometidas por eles.

³⁹⁰ “A APIMEC é, atualmente, a única entidade credenciadora de analistas de valores mobiliários autorizada pela CVM. Com o preparo da minuta da instrução que substituirá a vigente Instrução CVM nº 388/03 (‘Minuta de Instrução’) [a ICVM 483, que substituiu a ICVM 388], que trata, especificamente, da atividade de analista de valores mobiliários, a APIMEC manifestou o seu interesse em prosseguir como entidade prestadora do serviço de credenciamento de analistas.” Voto proferido no Processo Administrativo da CVM nº RJ-2010-1108 (Reg. nº 7108-2010), pelo qual a APIMEC solicitou autorização de entidade credenciadora de analista de valores mobiliários, disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7108-1.HTM>>, acesso em 19/12/2012.

³⁹¹ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *A bússola do analista*, p. 17.

O “Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários”³⁹² elaborado pela APIMEC para cumprir o exigido pela ICVM 483, possui regras de conduta sobre os seguintes temas: Potenciais Situações de Conflitos de Interesses no Exercício da Atividade do Analista; Compromisso de Busca por Informações Idôneas e Fidedignas para Serem Utilizadas em Análises, Recomendações e Apresentações; Dever de Independência do Analista Inclusive Frente à Pessoa ou Instituição a que Estiver Vinculado; Dever de Cumprir as Instruções e Demais Normas Emitidas pela CVM; Uso de Informação Privilegiada; Integridade dos Mercados; Priorização do Investidor e Tratamento Equitativo; e Dever de Buscar o Aprimoramento Técnico. Nota-se que os temas abarcam problemas semelhantes àqueles advindos da atuação do jornalista financeiro (até pela semelhança entre as atividades, conforme já discutido ao longo do presente trabalho).

Ainda sobre o cumprimento da ICVM 483, agora com relação aos quesitos “fiscalização” e “punição”, a APIMEC criou a Superintendência de Supervisão e o Conselho de Revisão. Eduardo Bocuzzi, assessor de assuntos jurídicos da APIMEC, destaca que a Superintendência de Supervisão vem exercendo importante papel no acompanhamento dos relatórios de análise (que devem obrigatoriamente ser enviados pelos analistas à APIMEC) e na verificação, por amostragem, do descumprimento de normas por tais documentos. Com relação do Conselho de Revisão, ele destaca um caso prático de aplicação de penas de suspensão e de multa a analistas, o que demonstraria o comprometimento do órgão com o desvirtuamento de condutas.³⁹³

Durante os dois primeiros anos de atuação da APIMEC como entidade credenciadora dos analistas autorizada pela CVM, houve a abertura de três Procedimentos de Apuração de Irregularidades, sendo que um destes resultou em processo administrativo. Além disso, até outubro de 2012, a APIMEC enviou 42 recomendações e 16 multas. Tais dados demonstram que a APIMEC, em parceria com a CVM, adicionou mais efetividade à regulação do analista, pois o contato do órgão é mais próximo com os profissionais e há uma estrutura maior para exercer a fiscalização dos analistas.³⁹⁴

³⁹² Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3760&id_materia=29368>, acesso em 19/12/2012.

³⁹³ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Agora, é aperfeiçoar e educar*, p. 12.

³⁹⁴ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Agora, é aperfeiçoar e educar*, pp. 10-12.

Lucy Sousa, à época ocupando o cargo de presidente da APIMEC nacional, declarou que a autorregulação exercida pela APIMEC foi bem aceita pelos analistas de valores mobiliários:

Logo de início mais de 2/3 dos analistas receberam muito bem o novo esquema. Eles entenderam que a Apimec ajudaria a valorizar o profissional e a inibir as más condutas, trazendo todos para as melhores práticas do mercado. Além de ampliar a transparência em relação a conflitos de interesses, seja por parte do profissional seja por parte do seu empregador. Quanto ao outro terço - composto de céticos e outros francamente contra porque não queriam ou não podiam se enquadrar nas novas regras -, este é ainda o desafio da Apimec: educar, convencer e ajudar a se adequar. A autorregulação é uma prática que veio para ficar. (...) ³⁹⁵

Muito embora os dados apresentados acima sejam positivos e demonstrem o fortalecimento das entidades autorreguladoras (inclusive perante os próprios regulados), vale lembrar que não é fácil encontrar quais os limites de atuação de um órgão autorregulador. Se for instituído um órgão para regulação do jornalista financeiro, mesmo que ele seja autorregulador, provavelmente não haverá escapatória das críticas. Mesmo um órgão como o CONAR, já consolidado há muitos anos no mercado (desde 1979), sempre sofre críticas acerca de sua atuação, e as críticas são sempre semelhantes: cerceamento da liberdade dos regulados.

Carlos Franco, da Revista Exame, faz uma crítica à atuação do CONAR, alegando que a “patrulha moralista” atrapalha a publicidade. Ele reconhece que a propaganda necessita sim de regulação, mas acredita que o excesso pode acabar com ela:

É evidente que campanhas publicitárias, programas de televisão e qualquer tipo de manifestação pública precisam se pautar pelos limites do bom-senso. Hoje em dia, felizmente, citações racistas, como muitas vezes vistas no próprio Trapalhães há 30 anos, não são admitidas.

Produtos de venda restrita, como remédios, cigarros e bebidas alcoólicas, já têm regras próprias de regulamentação publicitária. Declarações preconceituosas, mal-educadas e sem sentido não devem ser toleradas — a rejeição, normalmente, vem do próprio público, que usa a censura do controle remoto.

Mas não se pode caminhar para o extremo oposto. A solução não está em ofícios do governo ou de entidades que tentam assumir a proteção dos valores morais. (...) ³⁹⁶

³⁹⁵ ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Agora, é aperfeiçoar e educar*, p. 9.

³⁹⁶ *Patrulha moralista atrapalha publicidade*, Revista Exame, notícia de 13/10/2011, disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1002/noticias/que-pouca-vergonha?page=1>>, p. 3, acesso em 28/10/2012

Entretanto, Carlos Franco demonstra que, em muitos casos, o governo, os consumidores, ou outras entidades privadas, é que fazem as denúncias ao CONAR, o que demonstra que este último, por vezes, tem apenas atendido à opinião pública e não tentado extrapolar os limites de sua atuação.

No caso da marca de lingerie Hope, por exemplo, o CONAR apenas atendeu à denúncia realizada pela Secretaria de Políticas para Mulheres da Presidência da República, encaminhada por meio de ofício ao CONAR e ao anunciante, e reclamações de cerca de 40 consumidores. Na referida propaganda, a modelo Gisele Bündchen aparece apenas de lingerie contando notícias desagradáveis ao marido (que não aparece em cena), insinuando às telespectadoras que este seria o melhor jeito de fazê-lo. A modelo se utiliza do slogan: “Você é brasileira, use seu charme”. A denúncia teria se baseado na opinião da Secretaria e dos consumidores de que a campanha publicitária trata a mulher de forma preconceituosa, inferiorizada, ou melhor, como um “objeto”.

Assim, vê-se que a atuação do CONAR, que vem sendo criticada, talvez possa ser atribuída à sociedade que tem solicitado mais a presença do órgão na regulação do material publicitário e não ao órgão em si. Inclusive, no Caso Hope acima relatado, o CONAR arquivou o processo alegando que “os estereótipos presentes na campanha são comuns à sociedade e facilmente identificados por ela, não desmerecendo a condição feminina.”³⁹⁷

Vistos os exemplos de órgãos autorreguladores acima, cumpre retornar à análise da questão relativa ao jornalista financeiro. Existem dois sistemas de autorregulação possíveis, do ponto de vista jurídico: o “voluntário” (ou “espontâneo”) e o “por imposição legal” (ou “por iniciativa estatal”).³⁹⁸ O futuro órgão autorregulador dos jornalistas do mercado de capitais poderia ser criado sob qualquer um dos sistemas. Basta lembrar que, no caso de autorregulação “por imposição legal”, deve ser publicada uma norma que estabeleça a competência do órgão autorregulador, tal qual o ocorrido com as bolsas de valores, nos artigos 8º, §1º e 17, §1º, da Lei nº 6.385/76, transcritos no item 1.3 deste trabalho.

Se o órgão autorregulador dos jornalistas do mercado de capitais for criado “por imposição legal”, em razão da matéria (mercado de capitais) parece mais correto que ele fosse incluído na Lei nº 6.385/76, assim como foi feito com as bolsas de valores e que adquirisse condição de órgão auxiliar à CVM. Se, pelo contrário, o órgão autorregulador for voluntário

³⁹⁷ SIMON, Cris. *Caso Hope/Gisele Bündchen é arquivado pelo Conar*. Revista Exame.

³⁹⁸ EIZIRIK, Nelson, *Regulação e Auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 52.

(que é o que surge como fruto das necessidades do mercado, por interesse dos regulados) não há necessidade de edição de qualquer norma estatal, basta que os regulados se organizem e produzam suas próprias normas de constituição e de autorregulação dos seus associados.

Seja voluntária ou por imposição legal, o importante é manter a autonomia do órgão autorregulador, do contrário, a utilização da autorregulação perderia a sua maior vantagem para o jornalismo financeiro que é o não cerceamento da liberdade dos jornalistas, como dito anteriormente:

A existência de um sistema de “regulação cooperativa” entre entidade reguladora e entidades autorreguladoras pressupõe a autonomia destas últimas. Sem tal autonomia, corre-se o risco do desaparecimento da autorregulação do mercado de valores mobiliários, transformando-se a regulação exercida pela entidade governamental em administração do mercado, o que evidentemente não é desejável.³⁹⁹ (Grifo nosso)

Ainda sobre a implantação da autorregulação do jornalista financeiro, e passados os pontos sobre a forma e o órgão responsável pela edição das normas de conduta e fiscalização do seu cumprimento, cabe tratar do conteúdo de tais normas de conduta. N. EIZIRIK, em estudo de 1987, já citado no item 4.2 do presente trabalho, elencou os tópicos que ele entendia que deveriam ser adotados por um órgão autorregulador dos analistas de investimento (na época não existia a APIMEC, criada em junho de 1988⁴⁰⁰), os quais serão utilizados de base (parcialmente e devidamente adaptados para este trabalho) para a reflexão sobre quais deveriam ser as diretrizes do futuro órgão de autorregulação dos jornalistas financeiros⁴⁰¹:

- normas proibindo a utilização, para qualquer fim, das designações “Jornalista de Mercado de Capitais” ou “Jornalista de Mercado de Valores Mobiliários” por aqueles profissionais não credenciados no órgão autorregulador;
- normas determinando aos jornalistas credenciados a obediência às leis e aos regulamentos que disciplinam o mercado de valores mobiliários;

³⁹⁹ EIZIRIK, Nelson, *Regulação e Auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 59.

⁴⁰⁰ Informação obtida na área “Quem Somos” do endereço eletrônico da APIMEC, disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=188&id_materia=869>, acesso em 19/12/2012.

⁴⁰¹ EIZIRIK, Nelson, *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*, pp. 241-242.

- normas de prevenção de conflitos de interesses, estabelecendo a proibição, para os jornalistas credenciados, de publicarem acerca de valores mobiliários sobre os quais tenha interesse econômico;
- normas de proibição de *insider trading*, estabelecendo a vedação à utilização, em proveito próprio ou de terceiros, de informações relevantes e confidenciais de emissores de valores mobiliários.

Como visto anteriormente, o “Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários” possui títulos abarcando quase todos os itens acima e, adicionalmente, outros não previstos na época por N. EIZIRIK (regras sobre o dever de independência do analista, por exemplo). Sobre o primeiro item da lista acima, não há nenhuma menção expressa no código, mas a ICVM 483 trata indiretamente do assunto ao dispor que é obrigatório o credenciamento dos analistas de investimento, ou seja, o profissional não credenciado não pode exercer as funções do analista e, por consequência, não pode ser denominado “analista”.

Analizados os exemplos de órgão autorregulador que poderiam ser aproveitados como modelo para a autorregulação do jornalismo financeiro (a APIMEC e o CONAR), cabe retornar ao jornalismo para verificar qual deve ser o conteúdo mínimo dos códigos de conduta.

Como visto no item 4.3.2, a CVM exigia, na minuta da ICVM 388, alguns requisitos mínimos para as normas de conduta autorreguladoras dos jornalistas financeiros. As normas deveriam dispor, resumidamente, sobre os seguintes temas: distinção entre fatos e opiniões; utilização de informações fidedignas; restrições à negociação de ativos objeto de matéria jornalística; e possibilidade de demonstração do caráter razoável das recomendações efetuadas.

Na época, como já destacado no presente trabalho, a CVM indagou se o conteúdo mínimo previsto estaria adequado e, se existiriam outros requisitos diferentes dos ali previstos que poderiam ser requeridos. Tendo em vista que o presente item trata exatamente deste tema, cumpre abordar o questionamento da CVM no presente item 6.4.2.

Para refletir sobre este questionamento, cabe, primeiramente, lembrar quais são os problemas da atuação dos jornalistas que as normas de conduta devem combater (conforme descritos no item 3.2 deste trabalho): a) conflito de interesses; b) inexatidão da informação divulgada e fontes de informação; c) falta de conhecimento técnico; e d) atuação como *outsiders*.

Sobre o problema relacionado ao surgimento de eventuais conflitos de interesses (item “a”), poderia ser aplicado o requisito mínimo proposto pela CVM sobre as restrições para a negociação de valores mobiliários pelos responsáveis pela divulgação das opiniões. Portanto, neste ponto, a CVM teria resolvido a questão com a minuta da ICVM 388.

Entende-se, ainda, que a proposta da CVM poderia ser complementada por normas semelhantes às do “*Producer’s Guidelines - The BBC’s Values and Standards*” elaborado pela *British Broadcasting Corporation* (BBC), sobre a divulgação da carteira do jornalista. Como visto anteriormente, o referido documento dispõe (cláusula 5.3) que as pessoas que trabalham com assuntos financeiros na BBC devem informar o conteúdo da sua carteira de investimentos e outros conflitos de interesse.

Assim, o problema do conflito de interesses poderia ser resolvido pela restrição à negociação dos ativos objeto da matéria jornalística, ou por norma que obrigasse a divulgação da carteira do jornalista, nos casos em que este possua investimentos no ativo objeto da matéria jornalística.

Acerca da inexatidão da informação (item “b”), a CVM também teria resolvido o problema com a edição da minuta da ICVM 388, pois um dos requisitos mínimos era, justamente, a obrigatoriedade de utilizar fontes fidedignas ou, existindo alguma dúvida sobre sua fidedignidade, indicar a existência de tal dúvida de forma clara. Ainda sobre este problema da inexatidão, o requisito mínimo proposto pela CVM sobre a distinção entre fatos e opiniões seria muito eficiente, pois facilitaria a visualização pelo leitor (investidor) de quais obrigações devem ser analisadas sob a ótica da veracidade (os fatos) e quais não podem sê-lo (as opiniões).

Sobre a atuação dos *outsiders* (item “d”), assim como acontece com o problema de conflito de interesses, as normas de restrição de negociação seriam úteis, pois impediriam que o jornalista se utilizasse da informação privilegiada obtida no exercício da sua atividade para obter vantagem no mercado de capitais.

Adicionalmente ao que foi exposto no parágrafo acima, também poderia ser aplicado aos *outsiders* o requisito da minuta da ICVM 388 sobre a tomada de precauções no sentido de demonstrar, em eventual investigação sobre a prática de ilícitos no mercado de capitais, o caráter razoável das recomendações efetuadas. Isto pois, conforme visto no item 6.1.3 deste trabalho, os *outsiders* são “*insiders* secundários”, portanto sua atuação é caracterizada como “ilícito” em razão das normas proibitivas de *insider trading*.

Por fim, resta o problema da falta de conhecimento técnico, descrito no item 3.2.3 deste trabalho (item “c”), que necessita de uma atenção especial, visto que não há previsão sobre este tema na minuta da ICVM 388.

Para resolução deste problema, seria recomendável que os órgãos aplicadores das normas de conduta aos jornalistas incentivassem a realização de cursos sobre o mercado de valores mobiliários, em razão da especificidade e complexidade da matéria. Se possível, não só incentivassem a realização, mas também ajudassem na criação de cursos de qualidade. Existe uma iniciativa da BM&FBOVESPA que serve de exemplo, a entidade oferece há 12 anos um curso destinado a jornalistas que atuam no mercado de capitais, realizando cobertura econômica, denominado “MBA Informações Econômico-Financeiras e Mercado de Capitais para Jornalistas”⁴⁰².

Conforme visto no item 3.2.3 do presente trabalho, a exigência de diploma de Jornalismo é muito polêmica, neste sentido, provavelmente a exigência de algum certificado para o jornalista financeiro também resultaria em muita rejeição por parte dos jornalistas. Portanto, a sugestão é não obrigar o jornalista a realizar os cursos, mas conscientizá-los de que a obtenção de um certificado seria um diferencial na sua credibilidade em face do público leitor.

Para destacar este diferencial, os órgãos reguladores dos jornalistas poderiam, por exemplo, criar uma espécie de “selo”, tal como aqueles utilizados pela ANBIMA⁴⁰³, que

⁴⁰² BM&FBOVESPA abre inscrições para MBA para Jornalistas.

⁴⁰³ O “Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento” contém exemplo deste tipo de selo representativo da aderência a regras de autorregulação, segue transcrição do seu art. 16 (*caput* e parágrafo 1º): “Art. 16 - Na capa dos Prospectos dos Fundos de Investimento administrados pelas Instituições Participantes que sejam elaborados em conformidade com todos os requisitos estabelecidos neste Código, devem ser impressas a logomarca da ANBIMA, acompanhada de texto obrigatório, na forma disposta no § 1º deste artigo, utilizada para demonstração do compromisso das Instituições Participantes com o cumprimento e observância das disposições do presente Código (“Selo ANBIMA”) e a data do Prospecto. §1º - O texto obrigatório do Selo ANBIMA terá o seguinte teor: PROSPECTO DE ACORDO COM O CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA OS FUNDOS DE INVESTIMENTO.” Disponível em:

seriam publicados ao final da coluna como nesta ilustração: “O jornalista autor da presente matéria possui certificado de “jornalista financeiro” concedido pela [nome do órgão regulador]”. Esta solução parece arrazoada, pois não proíbe os jornalistas que não possuem certificado de publicar, mas aquele que tiver o certificado pode se beneficiar do potencial aumento da confiança do leitor.

Por isso a utilidade da autorregulação ser feita em conjunto com a regulação estatal. A CVM poderia, por exemplo, verificar se tais cursos disponibilizados pelos órgãos autorreguladores possuem o conteúdo adequado, já que ela é competente para regular o mercado de capitais.

No Edital de Audiência Pública SDM nº 14/11⁴⁰⁴, que coloca em audiência pública nova minuta de Instrução para regulação da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, substituindo a Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999, há exemplo da adoção deste tipo de medida pela CVM. Segundo a nova minuta, para fins de obtenção de autorização da CVM para o exercício de sua atividade, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender determinados requisitos, dentre eles a aprovação em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM (art. 4º, III, da nova minuta).

Salienta-se que “autorregulação em conjunto com a regulação estatal” não deve ser entendida como perda da autonomia do órgão autorregulador. Neste caso dos cursos técnicos sobre jornalismo financeiro, o papel da CVM se restringiria à análise do conteúdo do curso, que é o mercado de capitais, e não sobre a atividade do jornalista em si (que seria competência exclusiva do órgão autorregulador).

Portanto, conclui-se que, conforme analisado nos parágrafos acima, é importante que o código de conduta do órgão autorregulador do jornalista financeiro contenha os requisitos mínimos previstos na minuta da ICVM 388 (que resolvem a maioria dos problemas), acrescidos de normas que tratem do problema da falta de conhecimento técnico.

Para implementar códigos completos, que abarquem todas as necessidades do mercado de capitais (no impedimento de atos praticados pelos jornalistas que sejam atentatórios ao funcionamento do mercado) não faltam exemplos a seguir. No item 5.3, por exemplo, que

<<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/Codigo%20de%20Fundos%20de%20Investimento.pdf>>, acesso em 20/12/2012.

⁴⁰⁴ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1411sdm.pdf>>, acesso em 20/01/2013.

trata de casos práticos ocorridos no Reino Unido, existem as normas da PCC e da BBC, que se mostraram eficientes para evitar e sancionar condutas errôneas dos jornalistas financeiros. Ademais, como visto no presente item, a APIMEC também possui um código bem completo e uma estrutura que, embora recente, também tem se mostrado eficiente.

CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho, traçado em suas páginas introdutórias, é buscar responder à indagação sobre a necessidade e viabilidade de uma regulação específica sobre a atividade do jornalista que atua na divulgação de informações relativas ao mercado de valores mobiliários brasileiro. Para obter esta resposta foi necessário, primeiramente, estabelecer as bases teóricas necessárias para o entendimento do problema, razão pela qual foram analisadas a regulação do referido mercado, a divulgação de informações nele realizada, e a atuação do jornalista.

No primeiro capítulo, constatou-se que a justificativa para a regulação do mercado de valores mobiliários dá-se em razão da sua indiscutível importância para a economia. Também observou-se que tal regulação deve ser realizada com o objetivo de corrigir as falhas inerentes a este mercado.

Isto posto, o segundo capítulo demonstrou a relevância da informação no mercado de valores mobiliários, que deve ser divulgada de forma correta, transparente e ampla. Também discorreu sobre as falhas relativas à informação neste mercado e sobre a forma que foi encontrada pelo regulador para solucioná-las, qual seja, a edição de regras baseadas no princípio basilar do *full disclosure*, que protege os investidores e o funcionamento do mercado como um todo.

Diante do *full disclosure*, não basta tão somente a regulação da divulgação de informações (o que incluiria o momento oportuno e a forma da divulgação, dentre outros elementos que substancialmente influenciam na transparência e isonomia da publicação de informações), o comportamento do responsável pela divulgação da informação também é relevante.

Assim, demonstrado o papel e a importância do jornalista na democratização da informação, não teria como a questão da regulação da informação ser diferente para ele, ou seja, ele também necessita de regulação. Ademais, viu-se que a atuação do jornalista, se não realizada em conformidade com os objetivos do mercado de capitais, pode acarretar diversos problemas a este setor, o que só reforça a necessidade de normas de conduta que guiem sua atuação de forma ética e não atentatória aos princípios do mercado de valores mobiliários.

Em decorrência da assertiva sobre a necessidade de regulação do jornalista, passou este trabalho a verificar qual seria a maneira mais adequada para a citada regulação. O primeiro passo foi analisar o que já foi proposto: a minuta da CVM de alteração da ICVM 388 (não mais em vigor atualmente). A minuta propunha a criação de um “safe harbor” para a atuação dos jornalistas, e foi apresentada ao mercado por meio do Edital de Audiência Pública nº 09/07.

Sobre este ponto, salientou-se que de acordo com a Lei nº 6.385/76, a CVM não tem competência para regular as atividades dos jornalistas que atuam no mercado de capitais. Porém, após uma leitura mais aprofundada da minuta da ICVM 388, notou-se que a ideia não era regular o jornalismo, mas tão somente os jornalistas que atuassem como se fossem analistas de valores mobiliários, ou seja, nos casos em que estivessem elaborando relatórios de análise e recomendações de investimento. Portanto, não há que se falar em extrapolção dos limites da competência da CVM, pois é manifesta a sua competência sobre a atividade do analista (conforme estabelecido pelo artigo 1º, inciso VIII, da Lei n.º 6.385/1976).

Não errou a CVM com a redação da minuta ICVM 388, pois se esta viesse a vigorar, ela seria importante para auxiliar na verificação de quando um jornalista está atuando como analista de valores mobiliários, vez que estabelece os critérios de diferenciação entre as atividades. Tais critérios foram baseados na Diretiva de Abuso de Mercado 2003/6 da Comunidade Europeia, que foi bastante discutida à época de sua criação, e recebeu, inclusive, o apoio e as sugestões de importantes instituições relacionadas ao jornalismo, se consolidando hoje, como uma boa solução para diferenciação entre os analistas e os jornalistas financeiros.

Ademais, a ICVM 388 positivamente inseriu determinados requisitos que dispensariam o jornalista de ser registrado na CVM como analista, mesmo nos casos em que atuasse como tal. Assim, nota-se claramente que a intenção da CVM é a de cobrir lacunas na ausência de regulação sobre a atividade do jornalista financeiro, e não propriamente regular a atividade jornalística. Nota-se que, pela leitura da ICVM 388, quando existe outro órgão regulador que se responsabiliza pela conduta do jornalista financeiro, a CVM abre espaço para a atuação deste e prefere não interferir.

A única intervenção que a minuta da ICVM 388 previa era no sentido de garantir que as referidas normas de conduta seriam eficientes para corrigir os problemas advindos da atuação dos jornalistas. Para tanto, a CVM exigia que as normas de conduta possuísem

requisitos mínimos. Analisados tais requisitos, a exigência da CVM mostrou-se arrazoada, e foi concluído que os requisitos mínimos estariam aptos à resolução da maioria dos problemas da atividade do jornalista financeiro. Diz-se “maioria”, pois o problema da ausência de conhecimento técnico, por exemplo, necessita de uma atenção especial que não foi dada pela minuta da ICVM 388. Sobre este problema, entende-se que os órgãos aplicadores das normas de conduta aos jornalistas deveriam incentivar a realização de cursos sobre o mercado de valores mobiliários, em razão da especificidade e complexidade da matéria.

Pelas críticas recebidas dos participantes do mercado quando da Audiência Pública da minuta da ICVM 388, vê-se que a regulação estatal, embora seja adotada para a regulação geral do mercado de capitais, se trazida para aplicação na atividade jornalística, não seria bem recebida pelos jornalistas (muito embora vários argumentos utilizados tenham sido teratológicos). A proposta de regulação estatal do jornalismo detém-se em obstáculos que praticamente anulam as chances do seu êxito. Há muito receio por parte dos jornalistas com relação ao cerceamento da liberdade de imprensa.

Desta forma, e após o estudo de casos práticos envolvendo a regulação estatal e a autorregulação, conclui-se que o melhor conjunto regulatório para promover o jornalismo financeiro é a combinação entre a minuta da ICVM 388 e as normas de conduta advindas da autorregulação. Por meio desta solução, a CVM seria responsável pelos jornalistas que exercessem atividade de analista de investimento, enquanto a autorregulação cuidaria do exercício do jornalismo financeiro *strictu sensu e.g.*, publicação de artigos e demais atividades inerentes ao jornalista.

A autorregulação é uma medida interessante, pois encontra menos barreiras do que a regulação estatal na questão da liberdade de imprensa, visto que são os próprios regulados que produzem e fiscalizam as suas normas. Muita embora possua também as suas desvantagens, mostra-se a forma mais propícia à regulação do jornalismo, porquanto ninguém melhor que os próprios jornalista para a elaboração de normas que regulem o funcionamento de suas atividades. Além da vantagem dos jornalistas possuírem o conhecimento técnico necessário para a criação de normas mais adequadas à sua atividade, a autorregulação também se beneficia do fato de correr menos risco de ter suas normas consideradas de conteúdo cerceatório.

A regulação do jornalismo financeiro não deve ser feita de modo a ferir os direitos do jornalista. O objetivo é tão somente o de proteger o funcionamento do mercado de capitais e, principalmente, o público investidor. Por isso, quando da elaboração das normas de conduta, é primordial manter o equilíbrio entre os princípios do mercado de valores mobiliários e a liberdade de imprensa, que é a garantia constitucional do livre exercício da atividade jornalística.

Quanto à utilização da autorregulação, ainda não existem órgãos autorreguladores com normas de conduta relativas ao jornalismo financeiro brasileiro (ou as poucas normas existentes não cobrem todos os assuntos necessários). Porém, isto poderia ser resolvido com a criação de um novo órgão, ou com a utilização de algum dos órgãos autorreguladores já existentes (que regulam o jornalismo no geral, sem adentrar na especificidade do mercado de valores mobiliários). Em ambos os casos, seria interessante criar um código de conduta específico para o profissional que atua no mercado de valores mobiliários. Neste sentido, os códigos de autorregulação do Reino Unido, por exemplo, emitidos pela *Press Complaints Commission* (PCC) e pela *British Broadcasting Corporation* (BBC), parecem bons modelos a se basear, já que têm impedido o surgimento de problemas com jornalistas financeiros.

Ao longo do trabalho, foram analisadas normas atualmente existentes, de responsabilização civil e penal, que poderiam ser aplicáveis aos jornalistas. Não obstante, a regulação do jornalista financeiro ainda se mostra necessária. As normas relativas ao jornalista financeiro não devem apenas sancionar condutas abusivas ou prescrever normas de reparação patrimonial, é importante prevenir a ocorrência dos possíveis abusos. Na Comunidade Europeia, e, mais especificamente no Reino Unido, a regulação do jornalista financeiro é mais que uma tendência, já existem normas de conduta que demonstraram sua eficiência diante de casos práticos.

O mercado de valores mobiliários brasileiro deve caminhar na mesma direção e, como exposto, a proposta do presente trabalho é que se utilize uma combinação de regulação estatal com autorregulação. A CVM deveria, no futuro, abordar novamente o assunto, contudo, dando enfoque ao esclarecimento de todos os pontos polêmicos apresentados pelo mercado na primeira tentativa com a ICVM 388. Na nova abordagem, seria interessante que a CVM explicasse suas intenções de forma a proporcionar aos jornalistas a segurança de que seus direitos não seriam cerceados. Da mesma forma, seria de grande utilidade a elaboração de um estudo empírico que comprove a influência que os jornalistas realizam sobre o mercado

brasileiro (semelhante aos estudos realizados nos EUA e abordados no presente trabalho), para corroborar que o objetivo principal da medida regulatória é proteger os participantes do mercado como um todo, e não censurar o jornalismo financeiro brasileiro.

REFERÊNCIAS

ADIERES, Leandro Bittencourt. *Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 121, São Paulo, Malheiros, 2001.

AFONSO DA SILVA, Virgílio. *Princípios e regras: mitos e equívocos acerca de uma distinção*. *Revista Latino-Americana de Estudos Constitucionais 1*, pp. 607-630, 2003.

AKERLOF, George A. *The Market for 'lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Disponível em: <<http://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>>. Acesso em: 07/05/2012.

ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira*, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 105, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1997.

ARMANIOUS, Amir N. R., *Scrutiny of the 1929 Global Financial Crisis: Causes, Features, Consequences and Remedy Tools*, (May 1, 2011). ANATOMY OF THE 1929 AND 2008 FINANCIAL CRISES: COMPARATIVE STUDY, Amir Armanious, ed., Lap Lambert Academic Publishing, 2011. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1872225> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1872225>>. Acesso em: 21/12/2012.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Agora, é aperfeiçoar e educar*. Autorregulação, Revista Mercado de Capitais da APIMEC, Ano 1, nº 08, novembro de 2012. Disponível em: <http://www.projup.com.br/arq/102/arq_102_219956.pdf>. Acesso em: 14/12/2012.

_____. *A bússola do analista*. Autorregulação, Revista Mercado de Capitais da APIMEC, Ano 1, nº 01, março 2012. Disponível em: <http://issuu.com/Patriaeditora/docs/mc1_completa_para_site/19>. Acesso em: 28/08/2012.

_____. *Estatuto Nacional da APIMEC*. Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=472&id_materia=922>. Acesso em: 30/12/2012.

_____. *Relatório Anual 2011*. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/relatorioanual/2011/index.html#/31/zoomed>>. Acesso em: 12.10.2012.

BARCELLOS, Marta. *Liberdade x proteção*. *Revista Capital Aberto*. Fevereiro de 2006. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=842&btxt=jornalista%20financeiro>. Acesso em: 18/11/2012.

BEALES, Ian. *The Editor's Codebook – The handbook to the Editor's Code of Practice*. Disponível em: <<http://www.unesco.org/new/fileadmin/MULTIMEDIA/HQ/CI/CI/pdf/the%20editors%20codebook.pdf>>. Acesso em: 11/01/2013.

BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Markets*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 120, São Paulo, Malheiros, 2000.

BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM). *Boletim de Autorregulação da BSM*. Relatório do 3^a Trimestre de 2012. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Boletim-Autorregulacao-2012-3Trimestre.pdf>>. Acesso em: 15/01/2013.

BOCATER, Maria Isabel do Prado. *O Exercício do Poder de Polícia e Regulador da CVM - Aperfeiçoamentos Recentes*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.), *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, Dialética, 1999.

BRUNA, Sérgio Varella. *Agências reguladoras – poder normativo, consulta pública, revisão judicial*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2003.

CAMARGO, André Antunes Soares de. *Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 38, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2007.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *O papel regulador da CVM*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 27, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2005.

CARBAJALES, Mariano. *Regulación Del Mercado Financiero – Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*. Madrid, Marcial Pons, 2006.

CARVALHO, Sérgio Murillo de; e LOPES, Aloísio. Folha de São Paulo, São Paulo, 18/08/2004, *Opinião, Tendências/Debates*, A3. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz1808200409.htm>>. Acesso em: 28/10/2012.

CENEVINA, Walter. *Jornalismo e autarquias são contraditórios*. Folha de S. Paulo, São Paulo, 21/08/2004, Cotidiano, Letras Jurídicas, C2.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ata da Reunião do Colegiado da CVM nº 45, de 08.11.05*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2005-045D08112005.htm>>. Acesso em: 11/10/2012.

_____. *Ata da Reunião do Colegiado de 25.04.2008*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/resptc.asp?File=ata_RJ2005_4244_250408.htm>. Acesso em: 21/08/2012.

_____. *Atribuições*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/acvm/atribuic.asp>>. Acesso em: 31/01/2012.

_____. *Edital de Audiência Pública nº 03/2008*. Rio de Janeiro, 25/06/2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/EDITAL_03_2008.pdf>. Acesso em: 31/12/2012.

_____. *Edital de Audiência Pública nº 09/2007*. Rio de Janeiro, 15/08/2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-09.pdf>. Acesso em: 20/02/2011.

_____. *Processo Administrativo nº RJ-2006-6136*, Comissão de Valores Mobiliários, Edital de Audiência Pública nº 03/08, Rio de Janeiro, 2008.

_____. *Reguladores de Valores - IOSCO*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/relinter/reguladoresdevalores.asp>>. Acesso em: 03/05/12.

_____. *Relatório Anual de 2010 da Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relat%C3%B3rio_Anual_CVM2010.pdf>. Acesso em: 03/05/2012.

_____. *Relatório Anual de 2011 da Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relatorio_Final_Web.pdf>. Acesso em: 15/01/2013.

_____. *7º Prêmio Imprensa de Educação ao Investidor*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/7.asp>>. Acesso em: 26/12/2012.

COMPARATO, Fábio Konder. *Abertura de crédito – nulidade da cláusula contratual – Comentário do Prof. Fábio Konder Comparato*. In: *Revista de Direito Mercantil Ind. Econ. e Financeiro*, nº 3, ano X, Nova Série, 1971.

DALLARI, Dalmo de Abreu. *Elementos de teoria geral do Estado*. São Paulo, Saraiva, 1986.

DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Questões atuais envolvendo o “insider trading”*. *Revista de Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Ano 12, nº 45, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2009, p. 131.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2005.

DOUGAL, Casey; ENGELBERG, Joseph; GARCÍA, Diego e PARSONS, Christopher A.; *Journalists and the Stock Market*. 3/02/2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1784431>. Acesso em: 25/11/2012.

DUBEUX, Julio Ramalho. *Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial do “Caso Boi Gordo”*. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Juridico/Entrevistas_artigos/Registro%20na%20CVM%20n%C3%A3o%20garante%20sucesso%20do%20investimento.pdf>. Acesso em: 10/11/2012.

EIZIRIK, Nelson. *As Lições do “Caso Vale”*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais - Rbmec*, vol. 6, nº 16, Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, Jan./Abr. 1980.

_____. *Aspectos jurídicos do "underwriting"*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 66. São Paulo, Malheiros, 1987.

_____. *"Insider trading" e responsabilidade de administrador de companhia aberta*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, Ano XXII (Nova Série), nº 50, São Paulo, Malheiros, Abril/Junho de 1983.

_____. *O Analista de Valores Mobiliários – Diagnóstico e Proposta de Regulamentação da Atividade (Parecer)*. In: *Questões de direito societário e de mercado de capitais*, Rio de Janeiro, Forense, 1987.

_____. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, 1977.

_____. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, Renovar, 1998.

_____. *Regulação e Auto-regulação do Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 48, São Paulo, Malheiros, 1982.

EIZIRIK, Nelson; CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo, Saraiva, 2002.

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro, Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson; NETTO, Horacio Mendonça. *O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás*. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, vol. 4, nº 10, Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, Jan./Abr. 1978.

EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL. *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council, of 28 January 2003 on insider dealing market manipulation (market abuse)*. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF>>. Acesso em: 15/04/2012.

EUROPEAN PUBLISHERS COUNCIL. *Joint Media Industry and Journalists comments on the Working Document of DG Market on the implementation of Article 6§5 of the Directive on market manipulation*. 29/04/2003. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/european-publishers-council_en.pdf>. Acesso em: 03/11/2012.

FEDERAÇÃO NACIONAL DOS JORNALISTAS (FENAJ). *Código de Ética dos Jornalistas Brasileiros*. Disponível em: <http://www.fenaj.org.br/federacao/cometica/codigo_de_etica_dos_jornalistas_brasileiros.pdf>. Acesso em: 19/12/2012.

_____. *Manifesto à Nação – Em defesa do jornalismo, da sociedade e da democracia no Brasil*. Disponível em: <<http://www.fenaj.org.br/diploma/manifesto.doc>>. Acesso em: 17/09/2012.

- FONSECA, Herculano Borges da. *O papel da Comissão de Valores Mobiliários na Economia Brasileira*. In: *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*, vol. 1, 1983.
- FORGIONI, Paula Andrea. *Os fundamentos do antitruste*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2008.
- GALVÊAS, Ernane. *A crise mundial e o mercado de capitais*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 12, nº 43, jan.-mar./2009, Revista dos Tribunais.
- GOMES, Bianca de Oliveira. *Auto-regulação e o Mercado Financeiro: a experiência da Andima*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 34, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2006.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sobre o Poder Disciplinar da CVM*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 43, São Paulo, Malheiros, 1981.
- HAZEN, Thomas Lee. *The Law of Securities Regulation*. 6ª edição, Thomson Reuters, Hornbook Series, 2009.
- HUANG, Weihua. *The Role of Financial Media in Corporate Financing*. 18/03/2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1364183>>. Acesso em: 17/12/2012.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Model for effective regulation - Report of the SRO Consultative Committee*. Maio de 2000. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>>. Acesso em: 03/05/2012.
- KELSEN, Hans. *Teoria pura do direito*. São Paulo, Martins Fontes, 1998.
- KIMEL, Martin. *The Inadequacy of Rule 10b-5 to Address Outsider Trading by Reporters*. *Stanford Law Review*, vol. 38, nº 6 (julho, 1986), pp. 1549-1576. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1228787>>. Acesso em: 05/01/2013.
- KISTLER, Henri Eduard Stupakoff. *Comissão de Valores Mobiliários – Um estudo de caso sobre a evolução na recepção e disseminação eletrônica de informações*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/CVMelettronica_henri.htm>. Acesso em: 14/10/2012.
- LIBERO BADARÓ, João Batista. *Liberdade de Imprensa*, Ribeirão Preto: Migalhas, 2011.
- MARQUES, José Reinaldo. *Finanças ao alcance de todos*. 20/06/2008. Disponível em: <<http://www.abi.org.br/paginaindividual.asp?id=3067>>. Acesso em: 03/01/2013.
- MARTINEZ, Ana Paula. *Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 28, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2005.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo, Dialética, 1998.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Nova Série, Ano XXIV, nº 59. São Paulo, Revista dos Tribunais, Julho-Setembro/1985.

NASSIF, Luis. *O mercado de capitais e o jogo da notícia*. Observatório da Imprensa, edição 729, publicado em 15/01/2013. Disponível em: <http://www.observatoriodaimprensa.com.br/news/view/_ed729_o_mercado_de_capitais_e_o_jogo_da_noticia>. Acesso em: 18/01/2012.

NEWKIRK, Thomas C.; ROBERTSON, Melissa A. *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*. In: 16th International Symposium on Economic Crime. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>>. Acesso em: 28/06/2012.

NUNES, Simone Lahourgue. *Os fundamentos e os limites do Poder Regulamentar no âmbito do mercado financeiro*. Rio de Janeiro, Renovar, 2000.

OLIVEIRA, Marco Cavalcante de. *Moeda, juros e instituições financeiras – regime jurídico*. Rio de Janeiro, Forense, 2006.

PAREDES, Troy A.. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*. Washington University Law Quarterly, junho de 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=413180>>. Acesso em: 21/11/2012.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da CVM, de junho de 1978, Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp>. Acesso em: 19/11/2012.

PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais*.

PAVINI, Angelo. *O valor da transparência*. Valor Econômico, São Paulo, 13/03/2008.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Liberdade e Responsabilidade dos Meios de Comunicação*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2002.

PERES, Joel. *The media and the Diffusion of Information in Financial Markets: Evidence from Newspapers Strikes*. 28/12/2011, INSEAD Working Paper No. 2012/36/FIN. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2026460>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2026460>>. Acesso em: 25/11/2012.

PETERS, Aulana L. *SEC Regulation and The First Amendment*. Los Angeles, 01/11/1984. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1984/110184peters.pdf>>. Acesso em: 14/10/2012.

PINTO, Marcos Barbosa. *Liberdade de Imprensa e Responsabilidade Civil dos Meios de Comunicação*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 111, São Paulo, Malheiros, 1998.

PRADO, Luiz Regis. *Curso de direito penal brasileiro, volume 2: parte especial: arts. 121 a 183*, 5. ed. rev. atual. e ampl., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2005.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. *O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil*. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.), *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, Dialética, 1999.

RANDALL, W. Quinn. *The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: A (Brief) Response to the (Many) Critics of United States v. O'Hagan*. 8 Fordham J. Corp. & Fin. L. 865 (2003). Disponível em: <<http://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol8/iss3/6>>. Acesso em: 10/01/2013.

REALE, Miguel. *Estatização do jornalismo*. O Estado de S. Paulo, São Paulo, 25/09/04.

REALE JÚNIOR, Miguel. *Instituições de direito penal – parte geral*. vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2004.

_____. *Liberdade e disciplina*. Folha de S. Paulo, São Paulo, 17/08/2004, Opinião, A3.

REIS, Cláudia. *CVM quer regular jornalistas?* Master em Jornalismo, Rio de Janeiro, 20/08/2007, [Comunique-se. Disponível em: <http://www.masteremjornalismo.org.br/noticia_view.php?id=1145>](http://www.masteremjornalismo.org.br/noticia_view.php?id=1145). Acesso em: 10/08/2008.

RIBEIRO, Marcelo Vieira. *Analistas de Investimento – Aspectos Econômicos e Regulatórios*. Monografia apresentada à Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia, Junho de 2005. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Marcelo_Vieira_Ribeiro.pdf>. Acesso em: 27/05/2012.

ROCHA, Ricardo Humberto; SANTOS, Daniel Reymão dos. *Informação e regulação do mercado – Assimetria das informações está presente nas corporações e precisa ser levada em conta pelos reguladores do mercado*. 05/05/2009 Disponível em: <<http://www.dci.com.br/opiniaoinformacao-e-regulacao-do-mercado-id187407.html>>. Acesso em: 07/11/2012.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 108, São Paulo, Malheiros, 1997.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Analistas de Mercado de capitais: como formar e aperfeiçoar?* vol. 15. São Paulo, Abamec, 1987.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *United States Securities and Exchange Commission Portals Roundtable: Relationships Between Broker-Dealers and Internet Web Sites*. 23/05/2003, disponível em: <<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/portalsroundtable.htm>>. Acesso em: 17/08/2012.

SILVA, Paulo Ferreira Dias da. *Responsabilidade Civil e Administrativa na Regulação do Mercado de Capitais*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 34, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2006.

SIMON, Cris. *Caso Hope/Gisele Bündchen é arquivado pelo Conar*. *Revista Exame*, notícia de 13/10/2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/marketing/noticias/caso-hope-gisele-bundchen-e-arquivado-pelo-conar>>. Acesso em: 28/10/2012.

SULTANI, Leonardo José Mattos. *Autonomia Financeira e Orçamentária das Entidades Autárquicas em Regime Especial*. Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, sob orientação do Prof. Alexandre Santos de Aragão, julho de 2005. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Leonardo_Jose_Mattos_Sultani.pdf>. Acesso em: 12/10/2012.

SZTAJN, Rachel. *Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 41. São Paulo, Malheiros, 2002.

_____. *Regulação e o mercado de valores mobiliários*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 135, São Paulo, Malheiros, 2004.

TAMBINI, Damian. *What are financial journalists for?* *Journalism studies*, LSE Research Online (LSE), 2010. Disponível em: <[http://eprints.lse.ac.uk/28840/1/What%20are%20financial%20journalists%20for%20\(LSE](http://eprints.lse.ac.uk/28840/1/What%20are%20financial%20journalists%20for%20(LSE%20Research%20Online).pdf) O).pdf>. Acesso em: 18/12/2012.

TRINDADE, Marcelo. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In: *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*, SADDI, Jairo (org.), São Paulo, IOB, 2002.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline Menezes. *Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf>. Acesso em: 07/11/2012.

WINANS, R. Foster. *Let Everyone Use What Wall Street Knows*. 13 de março de 2007. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2007/03/13/opinion/13winans.html?_r=1>. Acesso em: 02/07/2012.

WYMEERSCH, Eddy O. *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*. Janeiro de 2008. Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086987>. Acesso em: 04/01/2012.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

Notícias

A história de uso de informação privilegiada no caso Sadia-Perdigão. 18/02/2011. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/a-historia-de-uso-de-informacao-privilegiada-no-caso-sadia-perdigao-2821641>>. Acesso em 12/10/2012.

ANJ defende liberdade de expressão. Folha de S. Paulo, A10. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2008200422.htm>>. Acesso em: 28/10/2012.

BM&FBOVESPA abre inscrições para MBA para Jornalistas. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2013/BMFBOVESPA-abre-inscricoes-para-MBA-para-Jornalistas-2013-01-11.aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br>>. Acesso em: 15/01/2013.

Caso Sadia-Perdigão gera primeira condenação penal por uso de informação privilegiada. 18/01/2011. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/caso-sadia-perdigao-gera-primeira-condenacao-penal-por-uso-de-informacao-privilegiada-2821605>>. Acesso em: 14/10/2012.

City Slickers guilty of tip scam. BBC News. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/4507448.stm>. Acesso em: 29/12/2012.

Conselho Federal de Jornalismo é uma Conquista da Sociedade. XXXI Congresso Nacional dos Jornalistas, 06/08/2004. Disponível em: <<http://www.ojornalista.com.br/news1.asp?codi=465>>. Acesso em: 28/10/2012.

CVM e MPF obtêm a primeira sentença penal condenatória por insider trading do Brasil. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/MPF%20e%20CVM%20obt%C3%AAm%20a%20primeira%20senten%C3%A7a%20penal%20condenat%C3%B3ria%20por%20insider%20trading%20do%20Brasil%20-%20esbo%C3%A7o%20ASC.asp>>. Acesso em: 12/10/2012.

Enron and auditing - The lessons from Enron. *The Economist*, 07/02/2002. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/976011>>. Acesso em: 18/12/2012.

Entidades reagem a restrição da CVM a jornalistas. Estado de São Paulo, São Paulo, 17/08/2007. Disponível em: <http://www.direitoacomunicacao.org.br/novo/content.php?option=com_content&task=view&id=1161>. Acesso em: 01/01/2013.

Goldman Sachs causa perdas em bolsas mundiais. Jornal do Brasil, Economia, publicada em 16 de abril de 2010. Disponível em: <<http://www.jb.com.br/economia/noticias/2010/04/16/goldman-sachs-causa-perdas-em-bolsas-mundiais/>>. Acesso em: 17/01/2013.

Lula veta integralmente projeto de regulamentação da profissão de jornalista. Última Instância, Disponível em: <<http://ultimainstancia.uol.com.br/conteudo/noticias/23246/30038.shtml.shtml>>. Acesso em: 28/10/2012.

Sites

<http://www.anbima.com.br>
<http://www.apimec.com.br>
<http://www.conar.org.br>
<http://www.cvm.gov.br>
<http://www.fenaj.org.br>
<http://www.sec.gov>