

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
ESCOLA DE NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO**

DAYANNE MARCIANE GONÇALVES SZCZEPANIK

***INSIDER TRADING* ESTRATÉGICO: A CONSTRUÇÃO SOCIAL DOS PLANOS DE
NEGOCIAÇÃO NO BRASIL**

**CURITIBA
2019**

DAYANNE MARCIANE GONÇALVES SZCZEPANIK

***INSIDER TRADING* ESTRATÉGICO: A CONSTRUÇÃO SOCIAL DOS PLANOS DE
NEGOCIAÇÃO NO BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito para a obtenção do título de Doutora em Administração.

Orientação: Prof^o. Dr^o. Paulo Otavio Mussi Augusto

**CURITIBA
2019**

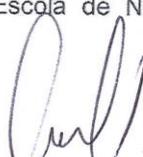
TERMO DE APROVAÇÃO

**INSIDER TRADING ESTRATÉGICO: A CONSTRUÇÃO SOCIAL DOS PLANOS
DE NEGOCIAÇÃO NO BRASIL.**

Por

DAYANNE MARCIANE GONÇALVES SZCZEPANIK

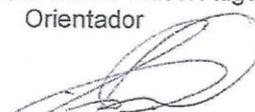
Tese aprovada como requisito parcial para obtenção do Título de Doutora no Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de Concentração em Administração Estratégica, da Escola de Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.



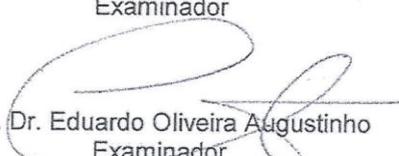
Prof.ª Dr.ª Angela Cristiane Santos Póvoa
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração



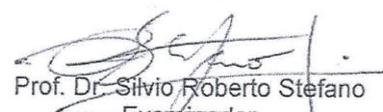
Prof. Dr. Paulo Otavio Mussi Augusto
Orientador



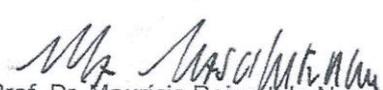
Prof. Dr. Cristiano de Oliveira Maciel
Examinador



Prof. Dr. Eduardo Oliveira Augustinho
Examinador



Prof. Dr. Silvio Roberto Stefano
Examinador



Prof. Dr. Mauricio Reinet do Nascimento
Examinador

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca CentralLuci Eduarda Wielganczuk – CRB 9/1118

S996i 2019	Szczepanik, Dayanne Marciane Gonçalves <i>Insider trading</i> estratégico : a construção social dos planos de negociação no Brasil / Dayanne Marciane Gonçalves Szczepanik ; orientação: Paulo Otavio Mussi Augusto. – 2019. 200 f. ; 30 cm Tese (doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2019 Bibliografia: f. 190-200 1. Administração. 2. Planejamento estratégico. 3. Mediação. 4. Informações privilegiadas sobre valores mobiliários. 5. Mercado de valores mobiliários. I. Augusto, Paulo Otavio Mussi. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.
---------------	---

CDD 22. ed. – 658

AGRADECIMENTOS

Esse estudo foi inspirado em questionamentos pessoais sobre os limites impostos pelo poder econômico e social às vítimas do “sistema”. A ideia surgiu de uma indignação pessoal frente ao descaso do poder jurídico e político em relação às minorias, ou àqueles que não se fazem representar. O que fundamentou a indignação pessoal está diretamente relacionado a quem eu sou e de onde eu vim, bem como da minha base familiar. Edelman (2016) afirmou em seu prefácio que sua pesquisa foi inspirada pelos questionamentos de seu pai ao sistema político e jurídico, e que fundamentou suas pesquisas em relação à forma como os detentores do poder econômico podem modificar e alterar o significado da Lei, sem necessariamente alterar a sua letra formal.

Por isso, nada mais justo que iniciar os agradecimentos à Deus. Aquele que provê a esperança aos menos favorecidos, diante de tamanha desigualdade social e econômica. Muitas vezes engolidos pelas falhas processuais, as quais se sobressaem à justiça substancial. Sim, apesar de eu relutar em utilizar essa palavra “justiça”, é ela que emerge em meio a um contexto social corrompido pelo poder econômico. Inclusive Edelman (2016) afirma que as falhas do mercado são capazes de promover a desigualdade social. São tantos ensinamentos apresentados por Edelman, que fica impossível não lhe agradecer por me permitir aprofundar um tema tão peculiar *Endogeneity of Law*. E é exatamente o que esse estudo me proporcionou: o aprofundamento sobre como as organizações influenciam a construção de regras e Leis?

Chegar aqui e apresentar uma proposta diferente que acaba conectando duas disciplinas distintas Direito e Administração, foi um desafio. Na verdade, é fácil identificar os pontos de conexão entre elas, mesmo porque uma Empresa só pode ser constituída como Pessoa Jurídica a partir de toda uma base teórica jurídica que a sustenta. E com base no sistema jurídico burocrático que a caracteriza como Pessoa Jurídica. Por isso, não é demais afirmar que uma Empresa só nasce e é extinta a partir de uma definição Legal. Apesar de não parecer um agradecimento convencional, a importância de sua descrição e, até mesmo, da sua conexão com a base teórica proposta é fundamental para compreender os melindres que inspiraram esse estudo, e a paixão que moveu todo o seu desenvolvimento.

A indignação apresentada, ainda que de forma técnica, nesse estudo, se faz presente nas vítimas de Brumadinho, que foram aterradas pela lama da Valle. Se faz presente em todas as vítimas de abuso sexual, seja em empresas ou campos universitários. Se faz presente entre os pais que não têm condições de pagar creches, ainda que trabalhem para empresas que se

dizem “Sustentáveis” ou “Socialmente responsáveis”. Eu agradeço a todas as vítimas do “sistema” que não foram devidamente indenizadas pelo mal que as empresas lhes fizeram. Àqueles que foram calados por valores insignificantes, diante da brutalidade com que suas vidas foram afetadas. Todas as vítimas do “Sistema” foram a fonte inspiradora para a realização desse estudo.

Agradeço à Deus, por ter me dado forças e principalmente ter me colocado no seio de uma família exemplar, onde, se o exemplo é a melhor ferramenta na educação, não poderia ter tido melhores pessoas a me espelhar do que minha mãe Oksana Banhuk Gonçalves, inteligente e estudiosa e sempre preocupada com a qualidade da educação de seus filhos. Agradeço à educação fundamentalmente desenvolvida em escolas públicas, tão precárias em relação à materiais e estrutura, mas tão dignas no desenvolvimento de seres humanos diante da diversidade de realidades em que crianças crescem e se desenvolvem, podendo tocar mundos tão diferentes e realidades tão peculiares. Agradeço aos amigos de escola pública que trabalhavam e estudavam em períodos distintos, e permitiram que eu conhecesse uma realidade próxima, e ao mesmo tempo tão distante da minha. Esse contato permitiu que eu entendesse que existem condições adversas que podem se sobrepor à relevância da educação na vida das pessoas. E foram essas histórias de vidas tão distintas da minha, que aumentaram a minha necessidade de aproveitar todas as oportunidades a mim concedidas. Àqueles que contribuíram para a realização de meus sonhos, mas que de alguma forma hoje estão ausentes em minha vida. Em especial meu pai Osvaldo Gonçalves que foi embora tão cedo de minha vida, mas me deixou lembranças maravilhosas que permanecerão comigo para sempre.

Agradeço aos meus irmãos que abriram os caminhos do estudo e da pesquisa em minha vida. Foram eles que se aventuraram em mares desconhecidos, e depois somente me chamaram para navegar por eles, com mais segurança. Agradeço por terem me ensinado a buscar o perfeccionismo excessivo (ainda que impossível), e pelo senso de responsabilidade. Em especial ao meu irmão Osdimar que sempre se prontificou em revisar os “abstracts” de todos os meus trabalhos, de forma rápida e eficaz, inclusive da dissertação e da Tese.

Agradeço ao meu marido Gilmar Evandro Szczepanik por ser um exemplo de “humanidade”, de “empatia” e simplicidade. Mas acima de tudo, pela “paciência” em ouvir e ler distintas versões da tese. Por me encorajar a atravessar a fronteira entre ser “pesquisador” e ser “humano”. Por compartilhar comigo as mesmas indignações em relação às condições que promovem as desigualdades sociais, e lutar bravamente por condições melhores.

Aos Mestres. Agradeço, em especial, ao meu orientador professor Dr. Paulo Otávio

Mussi Augusto pelo seu comprometimento em relação à realização da pesquisa. Por acompanhar minha evolução, pela paciência se mostrando sempre muito solícito e, principalmente, pela confiança. Agradeço ao professor Dr. Silvio Roberto Stefano, e amigo, que me acompanhou durante a graduação, como meu orientador, e foi o grande incentivador para o meu ingresso no mestrado e no Doutorado, acompanhando o meu crescimento como pesquisadora, desde a publicação do primeiro artigo em 2006. Agradeço ao professor Dr. Cristiano Maciel pelos questionamentos, incentivo e disposição em ajudar, e por me permitir fazer parte do grupo de estudos. Agradeço ao professor Dr. Eduardo Oliveira Augustinho por representar o lado voltado para o Direito que a Tese exigia. Agradeço ao professor Dr. Maurício Reinert do Nascimento por compor a banca de avaliação e por compartilhar seu conhecimento com o presente estudo.

Ao PPAD. Agradeço a todos os professores que compõem o Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC-PR. Muitos nem mesmo sabem como foram importantes para que essa pesquisa fosse concretizada, uma vez que a ideia foi inspirada em uma disciplina. O suporte que todos me ofereceram.

Aos colegas. Agradeço profundamente aos colegas do PPAD pelas discussões em torno do tema. Em especial agradeço à Aline Fernanda Messias da Silva, Carolina Galli e Luciano Dalazen, foram meu suporte. E a todos os colegas que de alguma forma ajudaram. Em especial agradeço pela paciência das amigas e comadres do Café: Anna Flávia Oliveira Giust e a Sandra Mara Andrade. Principalmente à Anna que ajudou muito no período de coleta de dados. E à Sandra que entendia os rompantes de desespero, e muitas vezes permitia que eu discutisse a tese. Quem tem amigos, tem tudo.

As relações sociais nutrem nossas vidas, profissional e pessoal, mantendo-se presente em torno de nossos sonhos. Podem ser laços fracos ou fortes, mas são elas que nos tornam seres humanos, passíveis de erros e acertos.

RESUMO

Insider trading é a “utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão ‘por dentro’ dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 536). Nenhum estudo sobre *Insider Trading* no Brasil abordou a fundamentação teórica de *Endogeneity of Law*. Assim, o estudo teve como objetivo geral: compreender como a articulação dos atores sociais (nacionais e internacionais – organizações, associações e escritórios de advocacia) influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “Políticas de Negociação” e “Planos de Investimento Individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito. Para alcançar tal propósito foi preciso verificar pontos de convergência entre duas perspectivas teóricas distintas: *Endogeneity of Law* e *Institutional Work*. Assim, 31 (trinta e um) artigos sobre *Endogeneity of Law* foram classificados dentro das categorias: criar, manter e romper Leis. Verificou-se que os interesses em torno das Leis e regras podem transitar entre diferentes conjuntos de *Work’s*, independente da classificação geral (criar, manter e romper) apresentada por Lawrence e Suddaby (2006). A metodologia adotada foi a abordagem qualitativa, focando na perspectiva histórica, com base em documentos cedidos pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Foram analisadas 2 (duas) AP’s (Audiências Públicas) voltadas para as alterações da Instrução Normativa nº 358/2002: editais 08/2006 e 11/2013. A análise passou por 3 (três) etapas: 1) Consultas das organizações à CVM; 2) Audiência Pública; 3) Aplicação prática. A análise de conteúdo latente apresentou os motivos que levaram a edição e promulgação da regra 10b5-1 (EUA) e o artigo 15-A da IN nº 358/2002 (BRASIL). O conteúdo manifesto foi verificado com base nos interesses das organizações em expandir a possibilidade de negociações com informações privilegiadas, considerando os requisitos que compõem a regra sobre os Planos de Investimento Individual. Os resultados apontam que os participantes das AP’s apresentaram manifestações semelhantes, e algumas idênticas como no caso do Itaú e da ANBIMA. Verificou-se ciclos alternados e aninhados entre as consultas realizadas pelas empresas à CVM (estratégia incidental voltada aos problemas práticos do dia-a-dia) e a, conseqüente, abertura de AP’s (estratégia deliberada para promover alterações na IN 358/2002). Por fim, os participantes das AP’s obtiveram êxito ao propor que: a) os conselhos de administração não deveriam assumir a responsabilidade pela aprovação prévia dos “Planos de Negociação”; e, b) a publicidade dos beneficiários dos “Planos de Negociação” era excessiva.

Palavras-Chave: *Insider Trading; Endogeneity of Law; Institutional Work; Planos de Negociação*

ABSTRACT

Insider trading is “the use of relevant information about securities by persons who, by virtue of their professional activity, are 'inside' of the business securities issuer, to trade in securities before such information is available to the public knowledge” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 536). No study on Insider Trading in Brazil addressed the theoretical underpinning of Endogeneity of Law. Thus, the study aimed, in general, to analyze how the articulation of social actors (national and international - organizations, associations and law firms) influenced norms and rules of categorization of Insider Trading in Brazil, specifically in the use of “Trading Policies” and “Individual Investment Plans” as an affirmative defense against the accusation of wrongdoing. To achieve this purpose it was necessary to verify points of convergence between two distinct theoretical perspectives: Endogeneity of Law and Institutional Work. Thus, 31 (thirty-one) articles on Endogeneity of Law were classified into the following categories: creating, maintaining and breaking Laws. It was found that the interests around the Laws and rules can move between different sets of Work’s, regardless of the general classification (create, maintain and break) presented by Lawrence and Suddaby (2006). The methodology adopted was the qualitative approach, focusing on the historical perspective, based on documents provided by the CVM (Brazilian Securities Commission). Two (2) PHs-(Public Hearings) were analyzed, focused on the modification of Normative Instruction No. 358/2002: notices 08/2006 and 11/2013. The analysis went through three (3) steps: 1) Organizations consultations with the CVM; 2) Public Hearing; 3) Practical application. The analysis of latent content presented the reasons that led to the edition and promulgation of rule 10b5-1 (USA) and article 15-A of IN 358/2002 (BRAZIL). The manifest content was verified based on the organizations' interest in expanding the possibility of insider trading, considering the requirements that make up the rule on Individual Investment Plans. The results indicate that the participants of the PHs had similar manifestations, and some identical as in the case of Itaú and ANBIMA. There were alternate and nested cycles between the consultations held by companies with the CVM (incidental strategy focused on practical problems of everyday life) and, consequently, opening of PHs (deliberate strategy to promote changes in IN 358/2002). Finally, the PHs participants were successful in proposing that: a) the boards of directors should not assume responsibility for the prior approval of the “Trading Plans”; and b) the publicity of the beneficiaries of the “Trading Plans” was excessive.

Keywords: Insider Trading; Endogeneity of Law; Institutional Work; Trading Plan

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – REVISÃO DE ARTIGOS SOBRE <i>ENDOGENEITY OF LAW</i>	48
QUADRO 2 - <i>COMMUN LAW VS. CIVIL LAW</i>	61
QUADRO 3- ESFERAS DE PODER	64
QUADRO 4 - AUTORES QUE ABORDAM <i>INSTITUTIONAL WORK</i> E <i>ENDOGENEITY OF LAW</i>	70
QUADRO 5 – CONFLITO DE INTERESSES	78
QUADRO 6- CRIAR REGRAS E LEIS	86
QUADRO 7 – MANTER	93
QUADRO 8 - ROMPER	97
QUADRO 9 - AUDIÊNCIAS PÚBLICAS SEM RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA E/OU SEM AS MANIFESTAÇÕES INDIVIDUAIS DOS PARTICIPANTES DO MERCADO DE CAPITAIS	108
QUADRO 10 - PARTICIPANTES DAS AUDIÊNCIAS PÚBLICAS Nº08/2006 E Nº11/2013.....	111
QUADRO 11 – OPERACIONALIZAÇÃO DA PESQUIS	121
QUADRO 12 - REQUISITOS QUE COMPÕEM OS PLANOS DE INVESTIMENTO INDIVIDUAL	130
QUADRO 13 - REQUISITOS QUE COMPÕEM OS PLANOS DE INVESTIMENTO INDIVIDUAL (AP 08/2006)	135
QUADRO 14 - ALTERAÇÃO, PROPOSTA POR 6 (SEIS) SOBRE O ARTIGO 15 - A, §1º, INCISOS I, II E III	144
QUADRO 15 - SEMELHANÇAS NAS MANIFESTAÇÕES DE ASSOCIAÇÕES E COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO – INCISO I, §1º ART. 15-A.....	145
QUADRO 16 – INVESTIR OU NEGOCIAR?	150
QUADRO 17 – PROPOSTAS REJEITADAS E ACOLHIDAS– ARTIGO 15 -A.....	152
QUADRO 18 – ALTERAÇÃO PROPOSTA PELA PREVI, CARVALHOSA E EIZIRIK ADVOGADOS (2014) ARTIGO 15-B E 15-C	155
QUADRO 19 – ALTERAÇÃO PROPOSTA PELA CDMCAP, ARTIGO 15-B	157
QUADRO 20 – ALTERAÇÃO PROPOSTA PELO ITAÚ E PELA ANBIMA, ARTIGO 15-B	158
QUADRO 21 - PROPOSTAS IDÊNTICAS ITAÚ E ANBIMA	159
QUADRO 22 – ALTERAÇÃO PROPOSTA POR “ULHÔA CANTO” AO ARTIGO 15-B, INCISO II.	160
QUADRO 23- CONEXÕES ENTRE A MANIFESTANTE	176

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1- LINHA DO TEMPO COMPARATIVA DA LEGISLAÇÃO DE INSIDER TRADING: US X BRASIL	25
FIGURA 2 – PARTICIPAÇÃO DA CVM NA IOSCO	126
FIGURA 3– DIFERENÇA DO CONTEXTO INSTITUCIONAL SEC E CVM – NÍVEL DO CONFLITO...	127

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA E DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	18
1.2 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA.....	30
1.3 OBJETIVOS.....	37
1.4 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA.....	38
1.5 ESTRUTURA DA TESE.....	45
2 INSTITUTIONAL WORK E ENDOGENEITY OF LAW	46
2.1 ENDOGENEITY OF LAW – DUAS PERSPECTIVAS.....	51
2.1.1 A caracterização da <i>Endogeneity of Law</i> – O que constitui <i>Endogeneity of Law</i> ?.....	56
2.2 CONTEXTO INSTITUCIONAL.....	58
2.2.1 Regime Jurídico e Esferas de Poder.....	60
2.3 INTENÇÃO E ESFORÇO DOS ATORES.....	84
2.4.1 Criar.....	85
2.4.2 Manter.....	92
2.4.3 Romper.....	97
3 METODOLOGIA	101
3.1 ESTRATÉGIA DE PESQUISA.....	102
3.1.1 Pesquisa Histórico Documental.....	104
3.1.2 Coleta de dados.....	107
3.2 SUJEITOS DA PESQUISA.....	111
3.2.1 Descrição dos Sujeitos da Pesquisa.....	113
3.3 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA.....	117
3.3.1 Definição Constitutiva e Operacional.....	117
3.3.2 TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS.....	119
4. CONTEXTO INSTITUCIONAL COM BASE NO CONFLITO – UMA ANÁLISE COMPARATIVA	123
4.1 Ciclos Alternados entre Consulta das empresas à CVM e as propostas de AP.....	129
4.1.1 Ciclos de consulta das organizações à CVM – Gerou a AP 08/2006.....	131
4.1.2 Edital de AP 08/2006.....	133
4.1.3 Manifestações do Edital de Audiência Pública 08/2006.....	134
4.2 Ciclos de consulta das organizações à CVM – Gerou AP 11/2013.....	137
4.2.1 Edital de AP 11/2013.....	138
4.2.2 Manifestações da AP 11/2013.....	143
A. Diretor de Relações com Investidores ou Conselho de Administração.....	144
B. Estabeleçam o compromisso irrevogável e irreatável.....	150
C. Redução do prazo de 6 (seis) meses e a fiscalização pelo Conselho de Administração... 151	

D. Divulgação dos Planos.....	153
E. A realização de negociações por terceiros.....	155
4.3 <i>Endogeneity of Law e Institutional Work</i> - Análise.....	161
4.3.1 Lacunas da Regra 10b5-1 e adaptação do Brasil.....	162
4.3.2 <i>Insider Trading</i> Estratégico.....	165
A. Alterando o Tempo de Divulgação.....	166
B. Rescisão Seletiva de Planos.....	167
C. A restrição da boa fé fecha as lacunas?.....	169
4.4 <i>Law Work</i>	171
4.4.1 Base de Aliados.....	175
4.4.2 Ciclos alternados de consulta à CVM e Audiências Públicas.....	179
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	183
REFERÊNCIAS.....	190

1 INTRODUÇÃO

A notícia de uma Fusão ou Aquisição de companhias de Capital aberto, ou mesmo o refinanciamento de suas dívidas são considerados fatos relevantes e capazes de influenciar o preço das ações no mercado. A informação relevante é um dos elementos que caracterizam o ilícito de *Insider Trading*. Por isso, para a caracterização da conduta ilícita é preciso a presença de 3 (três) elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse da informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado (PAS Nº 01/2004, CVM, 2018). Assim, a caracterização da conduta pressupõe que: a informação seja relevante e sigilosa (não pública); o agente tenha acesso a ela (*insider*); e, por fim, tenha a intenção de obter vantagem com a sua utilização (apenas a intenção é suficiente para caracterizar a prática ilícita, não sendo necessária a obtenção efetiva de vantagem) (MÜSSNICK, 2015). Logo, a existência de um ato ou fato relevante, não público, pode gerar a prática da conduta prevista como *Insider trading*, uma vez que possibilita a utilização dessas informações por pessoas de “dentro” (*Insiders*) da companhia, constituindo o uso de “informações privilegiadas”.

Por questões éticas e econômicas, a prática de *Insider Trading* no Brasil foi caracterizada como ilícito a partir de 1976, com a promulgação da Lei nº 6.404 – Lei de Sociedade Anônima (LSA). No entanto, o combate à prática ilícita ganha força a partir da Lei 10.303/2001, a qual ampliou os poderes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, a evolução histórico-legal é marcada por 3 (três) fases distintas: 1) A primeira fase corresponde ao período compreendido entre 1965 e 1976, definida como “pouca regulamentação e muitas possibilidades de manipulação”; 2) A segunda fase, entre 1976 e 2001, é definida como “marco regulatório e primeiros casos”; e, 3) A terceira fase é constituída pela “complexidade do sistema e crescimento da atividade punitiva”¹ (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016).

A prática e condenação do ilícito foi contextualizada com base no histórico de regulação do Mercado de Capitais brasileiro, o qual passou por diversas discussões legais e culturais ao longo do tempo, e demonstra a influência das companhias de Capital Aberto sobre as regras direcionadas ao combate e à prevenção do ilícito. Inclusive existem discussões acadêmicas em torno de suas características, enquanto mercado emergente (GORGA, 2006; BLACK, 2001;

¹ Ver também Proença (2009) p. 274 a 298. O autor apresenta a evolução legislativa desde o Decreto 2.627/40 até a Lei 10. 303/2001.

LEUZ, 2010). Entre as características do Mercado brasileiro estão: propriedade relativamente concentrada; e a baixa proteção aos investidores (BLACK, 2001; LEUZ, 2010). A concentração da propriedade empresarial em uma pequena parcela de acionistas majoritários é resultado da cultura “patrimonialista” e de “relações pessoais” que circundam o histórico da constituição cultural do país (GORGA, 2006). Os problemas relacionados à proteção dos investidores podem estar associados ao fato de que o Brasil segue modelos estrangeiros, por meio do transplante de regras, não oferecendo suporte interno de suas instituições para verificar as dificuldades atreladas ao seu contexto (BLACK, 2001).

O problema que emerge em meio a discussão do “transplante de regras internacionais” é a sua adaptação ao contexto local (GORGA, 2006; NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016). O mercado de capitais, diante da globalização, passou por diversas mudanças com o objetivo de se adaptar a um contexto de comercialização global. Diante disso, a CVM é membro fundador da IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) desde 1983, e opera de forma ativa na Comissão Internacional. Além das recomendações, a IOSCO oferece fóruns de discussão internacional, e estabelece comitês de trabalhos compostos por seus membros – contando com reguladores de 115 países, o que representa 95% do mercado de valores mundial (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016).

Com base em sua participação ativa perante a IOSCO, a CVM passou a citar as recomendações oferecidas pelo órgão internacional em suas Audiências Públicas, o que Nasser, Rachman e Prado (2016) chamam de “Ganho Reputacional” perante o mercado doméstico – Brasil. Entre os Editais de Audiências Públicas em que as recomendações da IOSCO são citadas pela CVM encontra-se o 11/2013. Em razão das discussões em torno do “transplante de regras internacionais” e do “Ganho Reputacional”, esse estudo direciona sua atenção para 2 (duas) Audiências Públicas: editais 08/2006 e 11/2013.

O objetivo foi compreender como a articulação dos atores sociais (nacionais e internacionais - organizações, associações e escritórios de advocacia) influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito. Ou seja, como as organizações influenciaram as regras sobre os “Planos de Negociação”, os quais permitem que *insiders* comprem e vendam ações em períodos de vedação legal, sem incorrer na prática do ilícito de *Insider trading*. Ao verificar a influência de Associações e escritórios de advocacia, por meio de suas manifestações individuais, observou-se que existe um ponto convergente entre o caso estudado por Nasser,

Rachman e Prado (2016) referente ao argumento de excessiva publicidade aos “Planos de Negociação” e no caso da remuneração de executivos -Audiência Pública 08/2009.

A proposta do estudo foi fundamentada em uma corrente teórica institucional voltada para a “*endogeneity of law*” e/ou “mudança endógena da Lei” (EDELMAN, SUCHMAN, 1997; EDELMAN, 1992; FUNK; HIRSCHMAN, 2012, 2017; TALESH, 2015, 2017). A primeira proposta sobre *endogeneity of law* previa os mecanismos institucionais, por meio dos quais as organizações moldam e alteram o significado da Lei de forma sutil. No entanto, essa corrente teórica foi ampliada, em uma discussão recente desenvolvida pelo estudo de Funk e Hirschman (2012, 2017), os quais propuseram sua aplicação à distintas áreas e esferas do poder jurídico: legislativo, executivo e judiciário. A partir de então, os estudos seguintes trouxeram novas perspectivas e áreas sob as lentes dessa visão. Mas a pergunta inicial se mantém a mesma: como as organizações influenciam a Lei? Em resposta a essa questão Funk e Hirschman (2012; 2017) apresentam 3 (três) possíveis caminhos que permitem a influência das organizações sobre a Lei: a) reinterpretação da Lei (*feedback institucional*); b) engajamento legislativo; c) inovação em torno da Lei. A esses caminhos, os autores atribuem o caráter estratégico das organizações de abrandar as regulamentações aplicadas a elas.

Além disso, os estudos vêm abordando a forma como os atores organizacionais se articulam para influenciar a Lei (GILAD, 2014; MULLIGAN; OATS, 2016; TALESH, 2014) com base na ideia de *Institutional Work*. Os *Work's* voltados para o estudo de *endogeneity of law* emergem entre os propósitos deste estudo, como uma forma de análise à articulação dos atores sociais para criar, manter ou romper regras e Leis. Os campos de ação estratégica (FLIGSTEIN; MCADAM, 2011) permitem olhar a atuação das organizações frente à ideia antiquada de que as Leis têm um cunho determinístico e impositivo, além de contribuir para uma análise comparativa do contexto institucional dos EUA e do Brasil. Ao olhar para os interesses das organizações e a forma como elas se articulam, seja por meio de mecanismos políticos ou institucionais, é possível aferir a sua influência, nem sempre perceptível, com base em um entendimento profundo de seus objetivos.

Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012), em estudo anterior, verificaram que as regras e os requisitos sobre os “Planos de Negociação” foram influenciados pelas organizações que pretendiam expandir as circunstâncias em que os *Insiders* pudessem negociar legalmente com base em informações privilegiadas. Assim, o interesse dos participantes da Audiência Pública foi ampliar as possibilidades de negociações pelos *Insiders*, em períodos de vedação. Os autores, ao analisar as manifestações: 1) identificaram os participantes; 2) classificaram entre

participantes credenciados (organizações, associações e escritórios de advocacia) e não credenciados (investidores individuais). E, por fim, 3) verificaram quais manifestações foram acolhidas e citadas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), o que os levou a concluir que os participantes credenciados foram citados e tiveram suas contribuições acolhidas.

Inspirado no estudo Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012), a ideia inicial preenchia as expectativas de análise das Audiências Públicas 08/2006 e 11/2013. No entanto, verificou-se outras movimentações de algumas organizações antes da realização dessas Audiências Públicas, que ampliaram o escopo do presente estudo para a análise de 3 (três) etapas distintas: 1) Consultas das organizações à CVM – em 2006 o Bradesco consultou a CVM sobre a possibilidade de executar um Plano de Negociação de Reinvestimento Automático. O resultado dessa consulta gerou a decisão do Diretor relator de pedir a mudança das regras sobre os “Planos de investimento”; 2) Audiência Pública – acabou sendo lançada para discutir temas regulatórios que foram anteriormente questionados pelas organizações; 3) Aplicação prática: como a CVM vem aplicando a regra e os requisitos que compõem os Planos de Negociação. Por isso, observou-se que os motivos que fundamentaram a adoção da Regra 10b5-1 nos Estados Unidos (modelo estrangeiro adotado pelo Brasil), são completamente diferentes das razões que levaram a CVM a discutir e propor a regra no Brasil. Assim, o presente estudo ampliou o campo estratégico de atuação das organizações para a discussão internacional sobre os “Planos de Negociação”, alcançando o ganho ou a perda reputacional da CVM, diante das regras transnacionais.

A metodologia adotada, neste estudo, foi a qualitativa, com base em estudo documental para verificar a evolução da Lei e regras sobre *Insider trading* no Brasil, frente aos Estados Unidos. Traçando uma linha do tempo que permite verificar a evolução tardia da Lei no mercado de Capitais Brasileiro. A base da coleta de dados foi realizada por meio de documentos retirados da CVM entre janeiro e maio de 2019, por meio de um “processo de consulta à documentos”, requisitados ao Serviço de Atendimento ao Cliente, no Site da CVM. Esses documentos foram liberados para cópias na Central de Consultas à documentos, em São Paulo. Além disso, foi realizada uma entrevista de caráter informativo com Analista Técnico, por telefone, em 15 de março de 2019.

A análise de dados foi fundamentada com base nos interesses das organizações em expandir a possibilidade de negociações com informações privilegiadas, considerando os requisitos que compõem a regra sobre os Planos de Negociação: 1) Contrato por escrito perante o Diretor de Relações com investidores; 2) Definição de datas, valor e quantidade de ações que

serão negociadas; 3) O tempo de elaboração do Plano: no mínimo com 6 meses de antecedência; 4) A impossibilidade de apresentar múltiplos planos; 5) A ausência de Publicidade dos Planos. Verificou-se que os argumentos das Associações de investidores visaram reduzir o prazo mínimo de 6 (seis) meses para 3 (três) meses de antecedência, e alterações no órgão responsável pela aprovação e fiscalização dos “Planos de Negociação”. Outrossim, os participantes da Audiência obtiveram êxito ao propor que: a) os conselhos de administração não deveriam assumir a responsabilidade pela aprovação prévia dos “Planos de Negociação”; e, b) a publicidade dos beneficiários dos “Planos de Negociação” era excessiva.

Portanto, o estudo está organizado da seguinte forma: 2) *Institutional work e Endogeneity of Law*; 2.1) *Endogeneity of Law – Duas Perspectivas*; 2.1.1) A caracterização da *Endogeneity of Law – O que constitui Endogeneity of Law?* 2.2) Contexto Institucional; 2.2.1) Regime jurídico e esferas do poder público; 2.2.2) Conflitos como base dos estudos de *endogeneity of law*; 2.3) Intenção e esforço dos atores.

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA E DO PROBLEMA DE PESQUISA

✓ Definição de *Insider Trading*

Insider trading é um termo originário do Direito americano e reconhecido internacionalmente para nomear transações desleais realizadas, no âmbito do mercado de capitais, pelos detentores de informações privilegiadas, desconhecidas dos demais investidores (PROENÇA, 2009). Ou seja, a sua tradução poderia ser interpretada por “negociação por aquele que está por dentro” (PROENÇA, 2009, p. 42) dos negócios, com base em informações confidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia. Sob o mesmo entendimento Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 536) definem *Insider trading* como a “utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão ‘por dentro’ dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público”. Pode-se definir *insider* como “toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a ‘informações relevantes’ relativas aos negócios e situação da companhia” (PARENTE, 1978, p. 2) ou ainda, como “utilização de informações privilegiadas para obter ganho ou evitar prejuízo em detrimento daqueles outros investidores que não dispunham da mesma informação no momento da alienação ou da aquisição” (MATOS FILHO, prefácio, PRADO, RACHMAN, VILELA, 2016, p. 07). Norma Parente, a superintendente jurídica da década de 1970 da CVM, “compreende que Informações relevantes,

doutrinariamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores” (PARENTE, 1978, p. 03).

Para Camargo, Romero e Barbosa (2008) a prática de *insider trading* ocorre com o uso de informações relevantes, entendidas como aquelas capazes de afetar (positiva ou negativamente) o fluxo de caixa ou o desempenho futuro de uma determinada empresa e, conseqüentemente, a expectativa dos investidores e os preços dos seus títulos. Os autores afirmam que essas informações, muitas vezes, são relevantes, pois podem causar impactos significativos nos preços dos títulos no mercado, tais como fluxo de caixa futuro, fusões e aquisições, entre outras. O *Insider* detém, portanto, uma posição estratégica quando se trata do uso (inadequado e ilegal) em proveito próprio dessa informação privilegiada (*insider information*). Geralmente, compram ações no momento imediatamente anterior à elevação anormal do preço devido à divulgação do evento e as vendem no momento que o preço anormal começa a declinar, ou seja, após o mercado fazer a incorporação da nova informação ao preço da ação (ECKBO; SMITH, 1998).

Normalmente, essas informações confidenciais ou reservadas estão sob os cuidados de administradores, principais acionistas e outros que a ela têm acesso. Isso remete à compreensão de que determinadas pessoas, “principalmente em virtude da posição ocupada na estrutura organizacional de uma companhia de capital aberto (administradores em geral), ou da posse de seu controle acionário (acionistas majoritários), têm acesso irrestrito aos dados atinentes às condições financeiras e negociais da empresa” (PROENÇA, 2009, p. 43). Essa afirmação de Proença (2009) vai de encontro com a condição que habilita a prática e o desenho do delito previsto como *insider* (estar por dentro). Para exemplificar essa condição especial que habilita um agente como *insider*, Proença (2009, p. 43) afirma que a fusão de duas grandes companhias de bebidas poderia propiciar a prática de *insider trading* se o diretor de uma delas “passasse a comprar ações de ambas, prevendo a sua necessária valorização por força da fusão desconhecida do mercado”. A questão que emerge em meio ao exemplo é de que outros operadores e investidores do mercado de capitais, estariam negociando sem informações relevantes do mercado, e por consequência, venderiam as ações antes da fusão. Isso configuraria a assimetria de informações.

Na verdade, Proença (2009) pontua que existem mais pessoas habilitadas à prática do delito, que configuram as condições de *insiders*, como: membros de conselhos e ocupantes de funções técnicas e de assessoramento em uma companhia de capital aberto, bem como aqueles

que exercem atividades, funções ou cargos (advogados auditores, analistas de investimento, instituições financeiras etc) que obtém dados relevantes as circunstâncias econômico-financeiras de uma empresa.

Além das condições que habilitam um agente como *insider*, seja pelo exercício de um cargo específico ou pela função desempenhada em operações de mercado (fusão e aquisição, fechamento de capital, mudança no controle acionário) ou com base em conhecimento da situação econômico-financeira da empresa, existe uma divisão dos estudos acadêmicos que podem ser categorizados como a necessidade de repressão e punição dessa prática: em função de imperativos éticos, ou por razões de ordem econômica (PROENÇA, 2009; EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008).

As razões de ordem econômica estão associadas à ideia de eficiência do mercado, ao passo que as de ordem ética estão relacionadas ao “princípio da igualdade de acesso às informações” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008). Assim, é com base nas razões de ordem econômica que se baseia a necessidade de repressão da prática desleal, uma vez que se considera o mercado eficiente “quando o preço de ações reflete, virtual e instantaneamente, todas as informações disponíveis sobre as companhias cujos títulos são negociados” (PROENÇA, 2009, p. 45; EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008). Ou seja, a repressão à prática desleal que configura o *insider trading* fundamenta-se na garantia de fornecer confiabilidade ao mercado acionário, o que atrai investidores. Para Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008) o ideal seria que a cotação dos títulos refletisse apenas as informações publicamente disponíveis, vinculadas às normas que obriguem a divulgação de todas as informações relevantes. Ou seja, as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo.² Para Proença (2009) se os investidores estão cientes dos riscos de prejuízos pelas práticas desleais, ou mesmo pelo tratamento de impunidade em casos concretos da conduta, isso acarretaria o afastamento dos investidores, e o conseqüente subdesenvolvimento do mercado.³

² Existe inclusive um “GUIA EDUCATIVO DE PREVENÇÃO AO INSIDER TRADING” GT INTERAGENTES, 02 de jun. de 2016. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Luiz_Calado/publication/303752367_Guia_educativo_de_prevencao_ao_insider_trading/links/5750935a08aed9fa2bd4290b/Guia-educativo-de-prevencao-ao-insider-trading.pdf. Acesso: 15/02/2018. O guia prevê situações que possam caracterizar a prática de *insider trading*, como o exemplo de divulgação de informações relevantes em uma conferência, a qual não abrange todos os possíveis investidores, o que poderia configurar o ilícito.

³ Um mercado de capitais não desenvolvido pode apresentar algumas características específicas como: concentração do controle acionário, redução dos direitos dos acionistas minoritários e dificuldade de acesso às informações (BLACK, 2001).

Os imperativos éticos estão associados ao total desequilíbrio entre a posição do *insider* e aquela ocupada pelos demais participantes do mercado acionário, “o que torna reprovável os lucros obtidos pelo primeiro, valendo-se de informações relevantes às quais teve acesso e cuja revelação absteve-se de fazer a esses últimos” (PROENÇA, 2009, p. 45). A ética está diretamente associada à posição do *insider* em relação aos demais participantes do mercado, sendo “eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público” o que acarretaria uma assimetria de informações (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, p. 537, 2008).

✓ **Histórico: *Full Disclosure* e *Insider Trading* no Brasil**

A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais. Por isso o art. 4º, VI, da Lei 6.385/76 é imperativo ao afirmar que uma das finalidades do exercício das funções da CVM é “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

Assim, antes de qualquer definição é preciso verificar um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais, que é o do *full disclosure* ou ampla transparência (PROENÇA, 2009). Razão pela qual a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base nas informações disponíveis no mercado. Por isso, pressupõe que os investidores tenham à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados (BOCATER, 1999).

Assim, as prescrições fundamentais que norteiam o direito do mercado financeiro e de capitais por meio da análise de toda a estrutura normativa hierarquizada (Lei 4.595/64, Lei 4.728/65, Lei 6.385/76, Lei 6.404/76 e Constituição Federal de 1988), se baseiam nos seguintes princípios jurídicos: (i) o princípio da proteção da mobilização da poupança nacional; (ii) princípio da proteção da economia popular; (iii) princípio da estabilidade da entidade financeira; (iv) princípio da proteção do sigilo bancário; e (v) princípio da proteção da transparência de informações.

Segundo o OECD⁴ (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), os deveres de divulgação de informações devem abranger, por exemplo, informações relevantes sobre:

- Resultados financeiros e operacionais da companhia;
- Objetivos da companhia;
- Participações sociais relevantes e direitos de voto;
- Informações relativas à administração da companhia;
- Operações com partes relacionadas;
- Fatores de risco previsíveis;
- Assuntos relativos aos empregados; e
- Estruturas e políticas de governança.

No entanto, por mais que a lei consagre referido princípio e a regulamentação vigente institua uma série de obrigações e sanções visando sua implementação, sempre haverá indivíduo com acesso privilegiado a uma série de informações sobre as companhias emitentes e seus valores mobiliários, seja em razão de falhas na divulgação e identificação de informações relevantes, ineficiência dos canais de distribuição de informação ou casos em que a própria lei permita a não divulgação imediata das informações ao mercado (EIZIRIK, GAAL PARENTE, HENRIQUES, 2008).

Entre os objetivos econômicos da regulação devem estar incluídos os de promover maior eficiência na (a) **determinação das cotações dos valores mobiliários**: eficiência nesse contexto significando a capacidade de reação das cotações às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações publicamente disponíveis; e (b) **na alocação de recursos**: para que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis. Referidos objetivos econômicos seriam alcançados mediante uma legislação de *disclosure* que consagre o princípio da ampla transparência das informações, bem como estabeleça a repressão ao *insider trading* (EIZIRIK, GAAL PARENTE, HENRIQUES, 2008; GRANDIS, 2011).

A informação no mercado de capitais é um elemento chave da eficiência das decisões de alocações de recursos na economia (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2005). Assim, os detentores de informações privilegiadas (*insider trading information*) obtêm maiores retornos

⁴ OECD. Os Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 10 de maio de 2016.

do que aqueles que detêm as informações que estão publicamente disponíveis (*public information*) no mercado.

Diante da definição de *insider trading* a Constituição Federal Brasileira prevê a proteção do mercado de capitais, uma vez que se destina a garantir o funcionamento eficiente do instrumento de uma atividade econômica que tem por escopo assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social (art. 170 da CF/88), e que se desenvolve sob um contexto que busca promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade (art. 192 da CF/88).

Assim, segundo Grandis (2011) parece fora de dúvida que o mercado de capitais desempenha papel de extrema importância no desenvolvimento da sociedade e da economia, razão pela qual impõe-se o cumprimento regular e eficiente das suas relevantes funções. O mesmo autor pontua que a eficiência pode ser compreendida como: alocação de recursos e informativa. Em se tratando de *insider trading* a eficiência do mercado de capitais está diretamente relacionada à regularização das informações que se configuram como relevantes para o seu funcionamento.

A eficiência informativa funciona como verdadeiro pressuposto da eficiência de alocação de recursos, o que autoriza a conclusão preliminar - é verdade, porém não menos importante — de que para garantir um mercado de concorrência perfeita, “a informação deve ser pública, franqueada indistintamente, possibilitando que todos os agentes participem do mercado de capitais em verdadeira igualdade de condições, ou, mais precisamente, sob concreta simetria informacional” (GRANDIS, 2011, p. 145).

Assim, a Lei 6.385 de 1976 pontua os casos considerados de informações relevantes, dentre os quais destacam-se: subscrição de ações; emissão de títulos de dívida como debêntures; lançamento de recibos de depósito em outros mercados; bonificações; pagamento de dividendos; anúncios trimestrais, semestrais ou anuais de lucros; fusões e aquisições, além do vencimento de opções e desdobramentos de ações (*splits*), entre outros.

A Lei nº 6.404/76, nos arts. 155 e 157, combinados com 145, 160 e 165, ao tratar dos deveres de lealdade e de prestar informações, por parte dos administradores e pessoas a eles equiparados, implicitamente emitiu o conceito de “*insider*”. Da mesma forma procedeu a Lei nº 6.385/76, quando estabeleceu que a CVM expedirá normas, aplicáveis à companhia aberta, sobre informações que devem ser prestadas por administradores e acionistas controladores (PARENTE, 1978).

✓ Origem

Wilgus (1910) foi o primeiro autor na academia a publicar um artigo em 1910 sobre *insider trading*, ao abordar a “ocultação de informações” pelos proprietários e gestores, com a intenção de enganar. Assim, o autor, na época, se posicionava contra as atitudes relacionadas à maquinações no mercado de capitais, ao afirmar que o diretor que tira proveito de sua posição para auferir lucros, ofende o sentido moral do mercado de capitais. Mas foi em 1929, a partir da crise da Bolsa de Nova Iorque, que os olhares se voltaram para essa conduta, levando a edição do *Securities Act of 1933*, e do *Securities Exchange Act of 1934*. A Lei fazia parte da política do *New Deal*, de Franklin Roosevelt, a qual foi aplicada diante da situação de calamidade em que se encontrava o mercado de capitais com a crise de 1929, que culminou na quebra de 20% dos bancos americanos (AVOLIO, 2006).

Segundo Avolio (2006), uma série de investigações constatou o conflito de interesses entre o comércio de ações e a atuação dos bancos comerciais por meio de forte especulação no mercado, razão pela qual levou, em 1933, o senador Carter Glass e o deputado Henry Steagall a apresentar o projeto de lei conhecido como *Glass-Steagall Act*, que previa a segmentação de atividades típicas dos bancos comerciais e dos bancos de investimento (FUNK; HIRSCHMAN, 2012).

Porém, já existiam discussões sobre o tema nos Estados Unidos por meio de leis estaduais chamadas *blue sky laws*. O problema era que essas Leis proibiam o uso de informações confidenciais por ocupantes de cargos de chefia (antes das normas federais), cada uma, de uma maneira particular. A primeira “lei do céu azul” foi promulgada em Kansas, em 1911. Nos dois anos subsequentes, dezoito outros Estados adotaram leis semelhantes, em rápida sucessão. Entre 1914 e 1916, porém, submetidas à apreciação judicial, vários desses diplomas não lograram passar pelos testes de constitucionalidade” (LEÃES, 1982, p. 83-84).

De acordo com os dispositivos norte-americanos da legislação federal, havia uma preocupação em proteger os investidores e não os diretores e membros da companhia, o que leva ao princípio do *full disclosure*. Para Dias (2009), a definição de *full disclosure* está ligada ao dever de divulgar informações relativas à companhia de forma clara e transparente, abordando tanto aspectos positivos ou negativos relativos à sua situação financeira, bem como quaisquer outras questões que influenciem de alguma forma na correta compreensão do estado da companhia por parte de seus investidores.

Além da divulgação de informações relativas à companhia de forma clara e transparente, a proposta da legislação repressora à prática de *insider trading* era colocar em posição de igualdade o acesso às informações pertinentes à condução de operações no mercado de capitais

– garantindo assim a eficiência deste. Ou seja, a intenção era igualar e proteger aqueles que não tinham conhecimento das condições de mercados daqueles que as conheciam (PROENÇA, 2009).

Inspirada no direito norte-americano, o sistema jurídico brasileiro do mercado de capitais também aderiu o princípio do *full disclosure*, razão pela qual gerou a preocupação em proibir a conduta de *insider trading*. No entanto, o regime jurídico no Brasil mostrou-se mais lento em relação ao processo de discussões em torno do tema, bem como em relação à promulgação de leis que o proibissem.

Ao se traçar a comparação entre a legislação estadunidense e a brasileira, numa linha do tempo, é possível verificar o descompasso do tempo em relação à promulgação das leis no Brasil em relação aos Estados Unidos.

Figura 1- Linha do tempo comparativa da legislação de insider trading: US x Brasil

Ocultação de informações	Política <i>New Deal</i> - crise de 1929	1942	1984	2002	Pena	U.S
Wilgus e <i>Blue Skys</i> 1910-1911	Securities Act of 1933, e do Securities Exchange Act of 1934 Seção 16 (b) e regra 10b-5 (responsabilidade pela prática de <i>insider trading</i> perante a companhia)	10b-5 foi editada em 1942- combate ao ilícito – estendeu a responsabilidade	Edita a regra 14 (e-3) – dever de sigilo ou abstenção em relação a informações de Ofertas Públicas de Ações (<i>tender offer</i>)	Nova Lei - <i>Sarbanes-Oxley Act</i> – classifica <i>insider trading</i> como fraude contra valores mobiliários	- 20 anos de prisão + U\$5 milhões se pessoas físicas e U\$25 milhões pessoa jurídica	U.S
--	1965	1976	1976	2001	Pena	Brasil
--	Lei nº 4.728/1965 - Conselho Monetário Nacional e Banco Central responsáveis pela fiscalização	Lei nº 6.385/76- criou a CVM (Comissão de Valores Mobiliários)	Lei nº 6.404/76- Lei de S.A.- abordou o dever de lealdade e o de informar	Lei nº 10.303/2001- previsão de <i>insider trading</i> como crime	reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.	Brasil

Fonte: elaborado pela autora.

No Brasil, a fiscalização e regulamentação do mercado financeiro e de capitais iniciou com a promulgação da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, atribuindo tal função ao Conselho Monetário Nacional. Mais especificamente, o inciso X, artigo 3º, da lei em questão, previu a competência do Banco Central de “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso” (BRASIL, 2016).

A figura do *insider trading* na legislação brasileira ganhou força por meio da Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976), a qual coube a responsabilidade de disciplinar de maneira mais acurada o ordenamento jurídico de mercado de capitais. Assim, os artigos 155 e 157 da lei societária, em conjunto, formaram a estrutura jurídica do dever de informar.

Dever de Lealdade-

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

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

Dever de Informar

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) (LEI Nº 6.404/1976) [GRIFO NOSSO]

O art. 155, § 1º, refere-se ao dever de lealdade por parte do administrador quando este tem acesso à informação ainda não divulgada para conhecimento do mercado. Tal parágrafo remete à interpretação sobre a necessidade de conexão ao cargo exercido nesse caso em particular (EIZIRIK, GAAL PARENTE, HENRIQUES, 2008). Com relação à informação sigilosa pressupõe-se que a sua relevância pode alterar significativamente a cotação das ações no mercado.

O direito brasileiro adotou o modelo normativo de “*disclosure or refrain from trading*”, seguindo os passos dos Estados Unidos. Esse modelo tem como base a compreensão de que o administrador pode abster-se de divulgar a informação privilegiada, dado o seu dever de fidúcia com relação à companhia, porém não poderá negociá-la em proveito próprio ou de terceiro (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2008).

A relevância da informação é reafirmada pelo §4º do art. 155 (acrescido pela Lei 10.303/2001), a qual segue a compreensão da jurisprudência norte-americana que considera “fato relevante” aquele que seria levado em consideração pelo investidor médio. Assim, para

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008) o fato relevante⁵ é qualquer evento que pode vir a causar alterações significativas nos valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima, independentemente de previsão taxativa dos fatos que devam ser obrigatoriamente divulgados.

Uma questão que sofreu alterações no decorrer da evolução da legislação foi sobre “Quem é ou pode ser considerado *Insider*?” Isso porque originalmente, a Lei das S.A. considerava como *insider* apenas os administradores das companhias – de 1976. Mas, em 1984, a Instrução CVM nº 31 ampliou o rol de *insiders* e hoje a Instrução CVM nº 358/2002 (em vigor) dispõe, em seu art. 13, que podem ser considerados como *insiders*: a) a própria companhia; b) os acionistas controladores, diretos ou indiretos; c) diretores; d) membros do conselho de administração e do conselho fiscal; e) membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária; f) ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta; **h) sua controladora, suas controladas ou coligadas. Desde que tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2008).**

Na esfera criminal a pena para quem comete *insider trading* está prevista na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, em seu art. 27-D:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para

⁵ A Instrução Normativa nº 358/2002 apresenta a definição de fato relevante em seu artigo 2º. Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

Observa-se que o núcleo da conduta tipificada como crime é “utilizar” a informação, propiciando, para si, ou para terceiros, vantagem mediante negociação com valores mobiliários. Ou seja, o tipo subjetivo da conduta criminosa é caracterizado pelo dolo. Não o dolo simples, mas sim o dolo especial com o fim de se obter a vantagem ilícita por meio da negociação de valores mobiliários quando do uso de informação relevante ainda não divulgada. Assim, no Direito brasileiro o *insider* deve desejar o resultado da vantagem indevida, não bastando a simples consciência da ilicitude (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2008; AVOLIO, 2006; NUCCI, 2011).

Segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008) existe ainda uma classificação de *insiders*, qual seja: primário (*tipp*) e secundário (*tippee*). Os primários podem ser acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviços que tenham, em virtude de lei ou de contrato, dever de sigilo. Já o art. 13 da Instrução Normativa 358 da CVM prevê que qualquer pessoa pode ser *Insider*, a diferença é que nesse caso responderá apenas na esfera administrativa, uma vez que o crime é considerado “crime próprio” de agentes fiduciários (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, HENRIQUES, 2008; NUCCI, 2011). Recentemente, a Lei 13.506/2017 trouxe uma nova leitura para esses casos, ampliando o escopo da regra ao permitir a criminalização da conduta de *Insider trading* por *Tippee*.

Existem algumas divergências na interpretação sobre a configuração da prática de *Insider Trading* no Brasil. As discussões estão voltadas à definição e à delimitação do que constitui fato relevante, tendo em vista que o dispositivo que o prevê não é taxativo, e sim exemplificativo. Essa amplitude da regra pode caracterizar a dificuldade com relação à interpretação do que caracteriza fato relevante. Entre outras discussões estão os elementos que caracterizam a conduta, como bem pontua o Diretor relator Gustavo Tavares Borba: “(i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse de tal informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado”(PAS Nº 01/2004, CVM, 2018). Os casos que configuram presunção relativa e absoluta sobre a prática do ilícito. E, por fim, a possibilidade dos *Insiders* negociarem ações de emissão da própria empresa sem incorrer na prática do ilícito – por meio dos Planos de Investimento Individual – foco do presente estudo.

É interessante observar que, à época, o delito penal abrangia somente os chamados *insiders* primários, situação que se modificou com a recente edição da Lei nº 13.506/17, que, a exemplo da modificação introduzida em 2001 no art. 155 da LSA, estendeu a todo e qualquer cidadão a proibição de “utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio, ou de terceiros, de valores mobiliários” (art. 27-D) (GUSTAVO TAVARES BORBA, 2018, p. 22).

1.2 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

A conduta de *Insider Trading* tem recebido ampla atenção, principalmente, por acadêmicos da área de Direito no Brasil (PARENTE, 1978; PROENÇA, 2009; EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008; PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016; PRADO, 2017), contabilidade e finanças (CAMARGO; ROMERO; BARBOSA, 2003; MARTINS; PAULO, 2013). Os resultados dessas pesquisas, normalmente, demonstram as falhas regulatórias e as diferentes interpretações em relação aos retornos anormais obtidos por aqueles que praticam *Insider Trading*.

Nenhum desses estudos abordou a fundamentação teórica de *Endogeneity of Law* em relação a utilização de informação privilegiada, nem sequer identificou como as organizações podem influenciar as regras⁶ voltadas para a regulação da prática no Brasil. Ou seja, os estudos anteriores focaram seus esforços em compreender a aplicação das regras voltadas para a conduta de *Insider trading* e sua efetiva punição, bem como as dificuldades em se implementar as regras impostas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

A Teoria da *Endogeneity of Law* procura verificar como as organizações influenciam as Leis e regras, seja porque elas são amplas ou restritas demais, ou ainda porque permitem uma interpretação ambígua a qual oferece ampla margem de manipulação por parte das organizações. O estudo também permite uma visão política que circunda em torno das regras que buscam limitar a prática do delito de *Insider Trading*.

⁶ Regra será a terminologia adotada no presente estudo para verificar a *Endogeneity of Law*. A adoção dessa terminologia se fundamenta no argumento de que o foco aqui será no processo regulatório, estabelecido entre a implementação da Lei (Legislativo) e sua efetiva aplicação e discussão sobre a prática organizacional, por meio da Agência Reguladora (CVM – Comissão de Valores Mobiliários) – ente responsável pela intermediação entre o disposto na Lei 6.404/76 e a regulamentação do Mercado de Capitais Brasileiro (seja por meio de Normas Contábeis ou Normas de Mercado). As Normas contábeis são responsáveis pela padronização contábil, enquanto as Normas de Mercado são voltadas para regras e obrigações das organizações, entre as quais, a divulgação de informações.

Prado (2017) procurou entender melhor o sistema regulatório de *insider trading* brasileiro, realizando pesquisas empíricas sobre as atividades de fiscalização da CVM e dos tribunais (civis e criminais). Seu objetivo foi avaliar o sistema de *enforcement*, desenvolvido a partir do desenho institucional brasileiro, permitindo a identificação de instrumentos legais e regulatórios relacionados à punição de negociação com informações não públicas. O achado mais relevante, da sua pesquisa, é que a variação nas respostas aos padrões de fatos comuns do sistema de fiscalização atualmente em vigor, ou seja, as diferenças nos resultados não são necessariamente consequência de problemas evidenciais, mas estão relacionadas aos instrumentos acionados e às instituições que participaram do processo. A autora argumenta que não existe “coerência institucional”, o que pode minar a previsibilidade do sistema punitivo. “Portanto, uma mensagem punitiva pode não ser comunicada e a estratégia de dissuasão pode ser enfraquecida” (PRADO, 2017, p. 5).

Segundo Prado (2017), após 2004 houve um caso de *Insider Trading* julgado sobre o uso de informações não públicas pelo menos uma vez por ano. A partir de 2010, o número de casos não foi inferior a três, sugerindo que o uso ilegal de informações privilegiadas, não públicas, é um aspecto constante das atividades punitivas da CVM e, por dedução, de suas atividades de monitoramento. Entre 2002 e 2015 a CVM julgou 764 Processos Administrativos Sancionadores (PAS), dos quais 50 são sobre o ilícito de *Insider Trading* (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016). Com o objetivo de classificar os indiciados, Prado, Rachmam e Vilela (2016) usaram as seguintes categorias: interno, externo e de mercado. Interno, ou *Insiders* primários, são aqueles que possuem vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados, e esses correspondem ao número de 74 indiciados, de um total de 223. Os 14 indiciados Externos são considerados profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora, mas que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que podem gerar informação privilegiada, como por exemplo advogados, consultores (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016). Esses são considerados *Insider primários*. Agentes de Mercado (apresentou 135 indiciados nessa categoria) são considerados secundários, pois constituem um grupo de investidores ou corretoras de valores.

Dos 74 indiciados como Internos, 51 (cinquenta e um) deles são administradores da emissora, e representam um percentual de 39,6% do total de *Insiders* nos Processos Administrativos Sancionadores (PAS). Esse é um número significativo, comparado ao *Insider* secundário, se considerar que 40 (quarenta) indiciados são corretoras de valores mobiliários, e 48 (quarenta e oito) são investidores de mercado. Por isso, o presente estudo foi delimitado a

partir do estudo de “Planos de Investimento Individual”, uma ferramenta que possibilita aos *Insiders* internos (primários) a negociação de ações de emissão da própria empresa, como uma fonte de rentabilidade e compensação remuneratória pelo seu desempenho profissional (HENDERSON, 2011, 2012).

Aliás, a remuneração dos Executivos Brasileiros tem gerado ampla discussão em âmbito regulatório. Segundo Prado (2016) após a crise financeira de 2008, o tema da remuneração dos administradores ganhou relevância, considerando a sua relação com os estímulos dados aos gestores para correr ou não riscos excessivos. Por isso, a remuneração dos executivos ganhou destaque nos foros internacionais, havendo “forte pressão para que os reguladores criassem regras sobre remuneração dos executivos em companhias que acessam o mercado de capitais” (PRADO, 2016, p. 49). Seguindo essa linha de pensamento e sob forte pressão internacional, em 2008, a CVM colocou em pauta a discussão sobre a publicidade da remuneração dos executivos brasileiros que atuam em companhias de capital aberto. Durante a Audiência Pública, Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) nº 07/08, houve grande resistência por parte das companhias de capital aberto brasileira, à proposta, dado que afetaria interesses particulares dos tomadores de decisão das grandes empresas brasileiras. A questão é que Prado (2016) pontuou que os posicionamentos contrários fundamentaram seus argumentos em questões culturais e de segurança pública⁷, dado a excessiva publicidade. “Após ouvir as manifestações, a CVM modificou a exigência e determinou a divulgação dos valores máximos, mínimos e médios das remunerações dos administradores, sem ligação direta entre nomes e números” (PRADO, 2016, p. 49). Das 24 (vinte quatro) manifestações contrárias à divulgação da remuneração dos executivos, 15 (quinze) defenderam a divulgação não individualizada, sob o seguinte argumento: “a divulgação individual, em tese, seria boa para o mercado de valores mobiliários, mas que ainda não era o momento de o Brasil adotar tal padrão de transparência, pois ela traria mais ônus que benefícios” (PRADO, 2016, p. 59). E, ainda assim, a ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas), bem como a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) enfatizaram, sob o mesmo argumento, que a caracterização da remuneração em menor, maior e média, acabaria indicando a remuneração de Diretores-Presidentes/CEOs.

⁷ “O terceiro argumento é o da segurança dos executivos, o qual também não sobrevive a uma análise mais realista dos fatos. O que chamaria mais atenção de um sequestrador: um número no IAN da CVM (o que é isso?) ou um carro importado desfilando pelas vias públicas? Vamos, então, exigir que todos os administradores se privem de ter carros importados em prol de sua própria segurança” (GORGA, 2009).

A ABRASCA alega que a divulgação da maior remuneração individual ‘não é conveniente nem necessária, e geraria consequências danosas e ônus excessivos às companhias e seus administradores, os quais superariam eventuais benefícios decorrentes dessa informação ao mercado e ao público investidor, tendo em vista que esta necessariamente será a remuneração dos Diretores-Presidente/CEOs das companhias, configurando-se, portanto, a individualização da remuneração para este cargo’ (CVM, RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM Nº07/2008, p. 20).

No mesmo sentido, a ANBID argumenta que ‘informar o valor da maior remuneração individual, bem como da menor e da média, agrupados por órgão da administração, será por si só capaz de permitir a identificação da remuneração individual, proposta que já foi alterada pela própria CVM’ (CVM, RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM Nº07/2008, p. 21).

Após a emissão do Relatório de Análise da SDM nº07/2008 o Instituto Brasileiro de Executivos Financeiros (IBEF), bem como a TEKA S.A, ingressaram com Ações judiciais, distintas, contra a edição da Instrução Normativa 480/2009 – a qual resultou da Audiência Pública, e passou a exigir a divulgação da remuneração dos executivos brasileiros. O IBEF argumentou que a exigência proposta na regra confrontava direitos individuais da intimidade, vida privada e sigilo de dados, previstos no art. 5º, incisos X e XII, da Constituição Federal. O conflito estava fundamentado em duas bases: interesse privado vs. interesse público. A ação proposta pela empresa TEKA S.A restou infrutífera. No entanto, a Ação proposta pelo IBEF gerou uma liminar, conhecida como “liminar IBEF” (PRADO, 2016), que garantiu às empresas envolvidas o direito de não publicar informações sobre a remuneração de seus executivos.

A CVM, em sua defesa, argumentou que o Mercado de Capitais brasileiro precisa ter padrões de transparência mínimos adotados no mercado internacional, para manter seu crescimento e desenvolvimento econômico. “Além disso, mencionou que a regra foi um ‘compromisso assumido internacionalmente pelo Brasil em decorrência das reuniões de cúpula do G20 e perante a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)’” (PRADO, 2016, p. 62).

Após a propositura da Ação coletiva, representada pelo IBEF em 2010, e durante um período extenso de recursos, somente em 2018 (ou seja, 8 anos depois) a questão foi resolvida no Tribunal Regional Federal da 2ª região. A liminar foi afastada, e a Instrução Normativa 480/2009 passou a ser obrigatória para todas as empresas, em especial em relação à divulgação da remuneração de seus executivos, cumprindo integralmente o item 13 do Formulário de Referência.

Para compreender a indignação gerada em torno da questão da divulgação da remuneração dos executivos, é pertinente citar a sustentação oral do representante do Ministério Público Federal, Newton Penna (p. 99):

Eu diria até que a CVM foi muito tímida nesse caso: em qualquer país em que exista sociedade de capital aberto, que recebe dinheiro, que está sujeita a receber dinheiro da poupança popular, ela tem o dever, sim, de publicar amplamente quanto recebem os seus diretores individualmente. A CVM foi muito tímida, ela não aceitou isso, que era de interesse, sim, da população brasileira, de boa parte da população brasileira que ainda pode aplicar na Bolsa de Valores, nessas sociedades abertas – que, diga-se de passagem, não é uma imposição que se faz ao empresário, ele tem a possibilidade de ter uma sociedade de capital fechado e não teria esse problema. No entanto, a partir do momento em que ele abre o seu capital, ele tem o seu ônus, sim, ele tem que publicar, assim como nós, servidores públicos, temos os nossos salários publicados, e não houve nenhuma prova neste processo de que houve grandes executivos do mercado financeiro ameaçados ou assaltados por conta dessa publicação (TRF2. Apelação Cível, Processo: 0002888-21.2010.4.02.5101. DOU: 23/05/2018, Unânime).

A questão abordada no caso em tela apresenta algumas implicações importantes: a) O conflito entre a CVM e seus regulados; b) A resistência às normas internacionais, no processo de internalização em âmbito doméstico (Nacional). Assim, nos relatórios das audiências públicas da CVM, muitas vezes, encontram-se referências “aos princípios da IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), aos normativos da SEC (*Securities and Exchange Commission norte-americana*) e do Parlamento europeu, como é o caso da *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, seja para explicar a origem e o conteúdo da nova norma, seja para justificar a importância da sua adoção” (PRADO, 2016, p. 53). O caso da remuneração dos executivos brasileiros, com ampla repercussão, demonstrou: a interferência positiva do poder judiciário, ao fortalecer a competência da CVM para propor regras e padrões internacionais; o questionamento da adaptação das regras internacionais ao sistema de Leis brasileiro; e, o fortalecimento reputacional, ou o “ganho reputacional” da CVM (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016) quando sustentada por padrões de normas internacionais, amplamente discutidas em foros internacionais, e difundidas por Mercados de Capitais desenvolvidos (EUA).

O “ganho reputacional”, com base na participação política e ativa da CVM perante a IOSCO (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016), também pode apresentar o outro lado da moeda. Ou seja, quando as normas e padrões internacionais apresentam falhas e problemas em sua aplicação, e mesmo assim se difundem como apropriadas para Mercados emergentes, como é o caso do Brasil. A publicidade excessiva, continua a ser um tema polêmico para as companhias de Capital Aberto Brasileiras, e é isso que se pretende demonstrar por meio deste estudo. Quando a publicidade “excessiva” é utilizada como argumento para abrandar a regra, e se verifica que as normas e padrões internacionais não exigem a publicação dos “Planos de Negociação”, ocorre a “perda” reputacional da CVM.

Assim, o problema de pesquisa é “como o Direito Transnacional (IOSCO) e a SEC influenciaram as regras sobre os “Planos de investimento individual”, reproduzindo o “*Insider trading estratégico*? A análise comparativa do contexto institucional da SEC e da CVM, permite a compreensão de que o conflito de interesses, que caracteriza *Endogeneity of Law*, pode ser encontrado em diferentes níveis de análise, ainda que se trate da mesma regra. Mas a principal questão é a reprodução de falhas da regra encontradas em sua aplicação nos EUA, e amplamente difundida para outros Mercados de Ações. A proposta do estudo é verificar o ganho ou perda reputacional da CVM frente ao Mercado Brasileiro, com base em regras internacionais. No entanto, levou-se em consideração que “Internacionalmente, a política de mercados é evidenciada pela influência de países economicamente avançados na construção de regimes regulatórios de países em desenvolvimento” (EDELMAN, 2004, p. 192), e principalmente, como essa influência pode reproduzir falhas de mercado.

É preciso considerar também que Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) verificaram a *Endogeneity of Law* em relação a regra 10b5-1, equivalente ao artigo 15-A da Instrução Normativa nº 358/2002 no Brasil, apontando para o predomínio do interesse de grandes companhias de Capital Aberto dos EUA; e como a SEC (*Security Exchange Commission*) abrandou os termos da regra fundamentada nas manifestações dos credenciados (associações de profissionais e escritórios de advocacia) vs as manifestações de não credenciados (investidores individuais). As questões que emergem em meio ao presente estudo são: a) Os motivos que levaram a edição da regra 10b5-1 (EUA) e o artigo 15-A (Brasil); b) As manifestações de credenciados e não credenciados, seguindo os critérios de classificação de Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012); c) Os problemas apontados por estudos acadêmicos, e pela mídia nos EUA, perante as lacunas da regra, e sua reprodução no Brasil; d) A necessidade da publicação dos “Planos de Investimento Individual⁸”, repudiada nos EUA e no Brasil.

Segundo Anderson (2015) a *Securities Exchange Commission* (“SEC”) adotou o *Exchange Act* Regra 10b5-1 em 2000, como parte de uma tentativa de esclarecer os possíveis elementos de defesa para casos de responsabilidade da prática do ilícito de *insider trading*. Assim, entre outras coisas, a Regra 10b5-1 oferece aos executivos de empresas uma defesa afirmativa contra a acusação de que eles violaram as leis de negociação privilegiada quando compraram ou venderam ações de suas empresas como parte da descrição de um “plano”,

⁸ A terminologia utilizada no Brasil, segundo definição do artigo 15-A é “Planos de Investimento Individual”. Nos Estados Unidos são “Planos de Negociação” ou “*Trading Plans*”. Assim, quando o termo “Planos de Negociação” for utilizado, estão se referindo aos “Planos de Investimento Individual”. Além disso, existe a definição de “Política de Negociação” a qual se refere à política adotada pelas empresas, dentro das quais se prevê os “Planos de Investimento Individual”.

considerando que o informante não estava ciente de informações não públicas no momento da elaboração do plano. A questão que Anderson (2015) defende é que “executivos estão ganhando uma vantagem injusta sobre o mercado, explorando ‘Brechas’ ou ambiguidades no que é comumente referido como 10b5-1 ou planos de negociação” (p. 6). Isso ocorre tendo em vista que essa defesa afirmativa está disponível mesmo que o membro mais tarde tome conhecimento de informações não públicas relevantes no momento em que os “Planos Negociações” serão executados.

Existem requisitos que devem ser preenchidos para que o “plano de investimento individual” surta o efeito de afastar a acusação da prática de *Insider trading*. A regra prevê que a venda ou compra de ações não é realizada “com base em” informações privilegiadas se: “o comércio cumprir estritamente com um contrato vinculativo, instrução, ou plano de negociação que foi celebrado antes de ‘se tornar ciente’ da informação” (ANDERSON, 2015, p. 22).

Diante do exposto, pode-se perguntar: Como os atores sociais (Nacionais e Internacionais) influenciaram a regra dos Planos de Investimento Individual no Brasil? A questão aqui é direcionada para o entendimento de que Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) verificaram *Endogeneity of Law* em relação aos Planos de Negociação propostos pela SEC. E essa regra acabou sendo adotada pelo Brasil, em seguida. Então poderia se verificar a *Endogeneity of Law* em um processo de cadeia internacional, a partir do momento em que o Brasil passa a adotar uma regra endógena. Por isso, é possível verificar a convergência ou divergência entre: 1) o conflito identificado nos EUA e no Brasil, e seu nível de análise; 2) Os requisitos que compõem os Planos de Negociação no Brasil e no EUA; e 3) A disseminação da prática de *Insider trading estratégico*.

Diante disso, a pesquisa buscou compreender: Como a articulação dos atores sociais (nacionais e internacionais - organizações, associações e escritórios de advocacia) influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito? Ou seja, o estudo teve como objetivo geral: compreender como a articulação dos atores sociais (nacionais e internacionais – organizações, associações e escritórios de advocacia) influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito.

1.3 OBJETIVOS

- a. Verificar as regras e requisitos que compõem e definem a “Política de Negociação” das Empresas e o “Plano de Investimento Individual” de negociação com ações de emissão da própria empresa, seu marco regulatório e político no Brasil e nos Estados Unidos.
- b. Identificar as alterações nas regras e requisitos que compõem o “Plano de Investimento Individual” no Brasil, nos Estados Unidos e como recomendação da IOSCO – evidenciando uma linha de influência internacional e seu “fator reputacional”.
- c. Analisar os argumentos dos atores sociais em suas manifestações apresentadas em resposta ao Edital de Audiências públicas SDM 08/2006 e 11/2013, sobre as “Políticas de Negociação” e o “Plano de Investimento Individual”, e sua relação com o fortalecimento das lacunas legais evidenciadas na prática do mercado Norte Americano.
- d. Verificar a aplicação prática dos “Planos de Investimento Individual” conforme a jurisprudência da CVM.
- e. Compreender como a articulação dos atores sociais influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito.

Perguntas de pesquisa

- a. Quais as regras e requisitos que compõem e definem a “Política de Negociação” das Empresas e o “Plano de Investimento Individual” de negociação com ações de emissão da própria empresa, seu marco regulatório e político no Brasil e nos Estados Unidos?
- b. Quais alterações ocorreram nas regras e requisitos que compõem o “Plano de Investimento Individual” de negociação por *Insiders* com ações de emissão da própria empresa, no Brasil, nos Estados Unidos e como recomendação da IOSCO – evidenciando uma linha de influência internacional e seu “fator reputacional”?
- c. Quais argumentos os atores sociais utilizaram em suas manifestações apresentadas em resposta ao Edital de Audiências públicas SDM 08/2006 e 11/2013, sobre as “Políticas de Negociação” e “Plano de Investimento Individual”, e sua relação com o fortalecimento das lacunas legais evidenciadas na prática do mercado Norte Americano.
- d. Como ocorre a aplicação prática dos “Planos de Investimento Individual” conforme a jurisprudência da CVM?

- e. Como a articulação dos atores sociais influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e nos “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito?

1.4 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

✓ **Relação entre Leis e Organizações**

Como a lei, os rios são locais de regulação e de competição; são locais de violência e morte e ajudam a nutrir a vida; e, como a lei, os rios direcionam recursos para alguns grupos e para longe dos outros (EDELMAN, 2004). Edelman (2004) utiliza o rio como metáfora para demonstrar a centralidade do tema Lei e Sociedade (L&S). Mais ainda, a autora demonstra que os rios em si também são centrais para uma arena social que tem sido periférica demais para a erudição da L&S, que seria a Economia. Para Edelman (2004) os rios fluem e afetam a cultura, e a economia de quem está ao seu redor. Da mesma forma, ao comparar a Lei ao rio, pode-se dizer que ela flui por entre a cultura, a estrutura social e a economia.

A relação entre Lei e Economia (L&E) também tem estado a frente e no centro da formulação de políticas em todo o mundo, nos tribunais e nas faculdades de direitos. Essa relação tem apresentado grande influência no campo da política, de tal forma que os conceitos de lei e justiça são cada vez mais definidos em termos econômicos e entendidos através das lentes da eficiência do mercado. Ao passo que “a erudição em L&S tem implicações importantes, embora amplamente inexploradas, para o nexos da racionalidade e justiça do mercado” (EDELMAN, 2004, p. 182).

Vários estudos organizacionais têm trabalhado dentro de uma proposta que relaciona Leis e Organizações (EDELMAN, 1990; 1992; 2007; EDELMAN; SUCHMAN, 1997; SELZNICK, 1949; SCOTT, 1994), buscando compreender o fluxo de significados e estratégias políticas que fluem entre essas distintas áreas de estudo. Além disso, os estudos que relacionam Leis e Organizações, normalmente, trabalham com a ideia de que a Lei ou é exógena às organizações ou é endógena (EDELMAN, 2004). As Leis, como fruto do ambiente institucional, em seu nível macro, ou como interiorizada e interpretada pelas organizações – ao que Edelman (2007) chama de gerencialização da Lei – por meio do processo de *endogeneity*.

Autores como Edelman e Suchman (1997) apresentaram uma proposta teórica que permite a posição dos atores sociais conforme o ambiente legal. Eles começam a distinção entre duas perspectivas metateóricas sobre direito e organizações: **a) materialista** – perspectiva que

retrata organizações como maximizadoras racionais da riqueza, vendo a lei como um sistema de incentivos substantivos e penalidades; e, **b) Cultural**, que retrata organizações como seguidores de regras culturais, e vê a lei como um sistema de princípios morais, roteiros e símbolos sagrados. Dentro de cada uma dessas tradições, eles ainda, examinam três facetas distintas do Ambiente legal - ou como eles chamam de instrumentos jurídicos : 1) **o ambiente facilitador**, no qual a lei fornece passivamente uma arena para a ação organizacional ; 2) **Ambiente regulamentar**, em que a legislação ativa procura controlar o comportamento organizacional - Este é o mundo das leis antidiscriminação, leis de saúde e segurança, Lei antitruste, leis de proteção ambiental e similares; e, 3) **o ambiente constitutivo**, em que a lei define os blocos de construção básicos das formas organizacionais e relações interorganizacionais - é composta principalmente por categorias de definição. Ou seja, percebe-se que o foco da proposta teórica é a relação entre Leis e Organizações, por meio das quais existem os atores que agem dentro de um processo de retroalimentação entre as distintas áreas.

Scott (1993), por exemplo, apresenta um quadro conceitual identificando três classes amplas de erudição relacionando Leis e Organizações: 1) A organização de sistemas e serviços legais – que envolveria a verificação da organização do sistema jurídico; 2) Crime e organizações - Fixação de preços, *insider trading*, publicidade enganosa e falsa, corrupção de funcionários públicos, vigilância ilegal, violação de patentes e direitos autorais, fraude fiscal, descarte ilegal de resíduos perigosos, são alguns dos exemplos enumerados pelo autor; e 3) O ambiente legal das organizações - É nessa área em que Weber (1999) fez suas contribuições intelectuais mais importantes, mas também é essa área que foi negligenciada por analistas organizacionais.

Os três aspectos que relacionam Lei e Organizações podem ser compreendidas, conforme ressalta Scott (1993), deste modo: o primeiro enfatiza os efeitos das organizações na lei; o segundo, examina as maneiras pelas quais as organizações estão envolvidas em comportamentos definidos como problemáticos pela lei; e o terceiro, enfatiza os efeitos da lei, incluindo os sistemas legais e cultural legal, na estrutura e no funcionamento das organizações.

Mais uma vez, a relação entre Lei e Organizações é abordada como o processo pelo qual as organizações aderem a Lei e a aplicam à sua realidade prática. Esse foi o foco dado por Scott (1993) quando ele ressalta que o ambiente legal seria a abordagem mais adequada para o estudo na teoria institucional. Nessa mesma linha de pensamento Suchman (1993) propôs ambientes jurídicos divididos em três componentes: o Regulatório, o Interacional e o Definicional.

Suchman (1993) afirma que a regulação do comportamento organizacional, tipicamente pelo Estado, é a faceta mais amplamente reconhecida do ambiente legal. Aborda os efeitos do ambiente regulatório sobre as organizações. Ou seja, todas as organizações estão sujeitas à regulamentação do estado, embora a natureza e o grau desses controles variem amplamente entre as sociedades e setores. Os esforços regulatórios do estado criam regimes de governança distintos nos níveis do setor ou do campo organizacional, que conecta o estudo da estrutura e do funcionamento da organização individual aos processos em nível social.

O ambiente interacional, por sua vez, enfatiza como as instituições legais e a cultura legal influenciam as maneiras pelas quais os atores sociais constroem os problemas e as técnicas e procedimentos para lidar com eles. Ou seja, como o ambiente legal funciona para transformar processos sociais legalizados para lidar com problemas e disputas. Aqui se questiona o conceito de “legalização”, que segundo Sitkin e Bies (1993) se refere ao “processo que engloba a difusão de raciocínio, procedimentos e estruturas legais, como um meio de sustentar ou aumentar a legitimidade da organização (ou de uma subunidade organizacional) com entidades internacionais ou externas”.

É preciso fazer um adendo a discussão em torno de ambiente e essa compreensão sobre legalização. No caso, Weber (1999) trouxe a concepção de sistemas administrativos racional-legais que obtêm sua legitimidade de conformidade com um conjunto de regras promulgadas por uma autoridade apropriadamente constituída. No entanto, a racionalidade econômica ou técnica enfatiza a utilização eficiente de meios para atingir fins. Nesse ponto, Meyer, Rowan e Scott (1983) dentro da abordagem Neo-Institucional distinguem ambientes institucionais e técnicos com base em como os controles impostos às organizações são baseados principalmente na conformidade com processos estabelecidos ou na eficiência da produção de resultados.

O terceiro ambiente legal apresentado por Suchman (1993) é o deficional – ligado à definição. Seria o papel desempenhado pelo direito na constituição de atores e relações sociais, bem como definições. Nesse ambiente verifica-se, por exemplo, a definição de cidadão. Seria cidadão uma definição natural ou legal? Essa definição é a criação de sistemas constitucionais específicos. Mais uma vez, o foco dos estudos leva a compreensão de como a Lei influencia as organizações, uma vez que elas mesmas são produtos de regras socialmente constituídas, legalmente definidas e aplicadas. O que reforça o entendimento de que no mundo moderno, o Direito não se limita a regulamentar as organizações, mas as constrói (SCOTT, 1993). Por isso os estudos acabam focando na relação entre a Lei e as Organizações, partindo do pressuposto

de que o sistema legislativo limita e define as relações econômicas do mercado – *taken-for-granted*.

Edelman e Suchman (1997) abordam a preocupação ao estabelecer categorias estáticas do ambiente legal. Por isso, eles propõem que futuros trabalhos, sobre direito e organizações, devem expandir esta tipologia para compreender a abrangente dinâmica que liga as três facetas do ambiente jurídico, bem como da interação entre o materialismo e preocupações culturalistas. Seria, pois, o aprimoramento das categorias apresentadas pelos autores, considerando que eles demonstram que não se deve verifica-las como estanques, mas com a possibilidade de que ambas se articulam e podem coincidir com a sua aplicação em um mesmo momento: facilitador, regulatório e constitutivo.

Scott (1993) afirma que os ambientes jurídicos são importantes para a constituição e restrição de organizações, mas é preciso reconhecer o poder dos atores ao moldar as regras institucionais. Nesse sentido, Feldman e Levy (1994), e Van Maanen e Pentland (1994) notaram que a complexidade da lei é tal que os atores têm alguma margem para selecionar, interpretar, desafiar um ou outro requerimento. Em outras palavras, os ambientes institucionais não são tão uniformes ou opressivos quanto os primeiros relatos sugerem; há um amplo espaço dentro deles para que os participantes da organização manobrem e se envolvam em comportamento estratégico.

Isso leva a compreensão proposta neste estudo de que os atores organizacionais também moldam diretamente a lei. Ou seja, as organizações reinterpretem e moldam o conteúdo da lei (FUNK; HIRSCHMAN, 2017; BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012). Algumas organizações poderosas e suas associações comerciais estão em posição de elaborar legislação e, virtualmente, ditar as leis que governam a prática em suas arenas (SCOTT, 1993).

Considerando que foi no início da década de 1990 que esses autores lançaram suas análises sobre a relação entre Leis e Organizações, verifica-se que eles voltaram seu olhar para a compreensão em como as Leis moldam as regras e processos legais organizacionais. Entretanto, Scott (1993, p. 14) começava a direcionar esse olhar para como os atores influenciam a Lei ao afirmar “(...) no momento certo, é vital que nossos modelos reconheçam as possibilidades disponíveis para indivíduos e organizações moldarem a lei. **Criamos nossas gaiolas de ferro, mas também podemos criar as chaves para desbloqueá-las**”.

✓ **Construção Teórica**

A Construção Teórica do Estudo buscou unir duas correntes teóricas: *Institutional Work e Endogeneity of Law*. A primeira busca compreender como os atores organizacionais, intencionalmente criam, mantêm ou rompem instituições (LAWRENCE; SUDDABY, 2006). A segunda altera a análise da Lei como variável independente para dependente das forças sociais e econômicas (EDELMAN, 1992). A ideia de *Endogeneity of Law* teve início com Edelman (1992, 2007) a partir da sua análise da Lei como endógena e não exógena às organizações. Ou seja, estudos anteriores verificavam a Lei como uma variável independente da influência das organizações, o que pressupõe um erro, uma vez que a sociologia do Direito responsivo (NONET; SELZNICK, 1978; 2010) já previa as influências políticas e sociais sobre a Lei. Seria, pois, um retrocesso, e até mesmo ingenuidade, olhar para a Lei como uma variável independente de qualquer influência social, mesmo porque ela está imersa no contexto social (EDELMAN; SUCHMAN, 1997; SILBEY, 2001).

Morgan e Quack (2010, p. 644) já utilizaram o *Institutional Work* para analisar como “vários indivíduos e organizações se engajam em processos que criam, mantêm e modificam regras legais em nível transnacional”. O artigo propõe uma nova conceituação do processo legislativo transnacional como um processo impulsionado principalmente pela resolução de problemas práticos e a construção de sentido por profissionais do direito em contextos onde há alta ambiguidade regulatória e agência distribuída. “A interação entre a construção de leis incidentais e estratégicas se desdobra dentro de dois ciclos aninhados: incidental e estratégico” (MORGAN; QUACK, 2007, p. 644).

Buscando compreender como os atores sociais se articulam para moldar, reinterpretar e alterar o significado da Lei, este estudo parte do pressuposto de que Leis e regras são “Instituições Governantes”, (MORGAN; QUACK, 2010; QUACK, 2007) construídas a partir de uma perspectiva organizacional. Diante disso, houve a necessidade de verificar a relação entre Leis e Organizações, a qual vem sendo suprida pela *Endogeneity of Law*. A lei é a codificação formal e a aplicação de normas e valores da sociedade, elaborada por políticos e juízes, é, pois, uma instituição central nas economias modernas (MORGAN; QUACK, 2010, p.286). Segundo esses autores, ao abordar Lei como instituição, eles a consideram como fruto da “natureza interativa da relação entre direito, autoridade política e organização econômica”, os quais podem ser identificados, afastando-se dos modelos determinísticos e evolucionários para um modelo político e social da Lei como instituição.

Ver a Lei como uma força endógena, ou seja, como resultado de uma construção social representa a “perspectiva cultural” proposta por Edelman e Suchman (1997, p. 479) “Retrata

organizações como seguidoras de regras culturais e vê a lei como um sistema de princípios morais, papéis com scripts e símbolos sagrados”. Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) refletem sobre o fato de que essa perspectiva “cultural” não contradiz a “materialista” apenas reflete sobre um caminho mais sutil por meio do qual as organizações influenciam a lei – exemplo o estudo de Selznick (TVA). Por isso, a proposta dos autores é mudar a ênfase sobre a literatura percebendo que o ambiente institucional realmente afeta os regulados e que aqueles regulados têm um papel na definição, criação e formação desse próprio ambiente (DIMAGGIO; POWELL, 1991; SELZNICK, 1978, 2010). Diante disso, o objetivo dos autores não foi eliminar perspectivas teóricas, mas, sim, agregar à proliferação de teorias que podem ser úteis para desempacotar a dinâmica complexa em jogo na formação do ambiente regulatório.

Legal Endogeneity num primeiro momento foi compreendida como *compliance*, e as formas simbólicas por meio das quais as organizações respondem à Lei, enquanto mecanismos institucionais sutis (EDELMAN, 1992; EDELMAN, 2007). No entanto, Funk e Hirschman (2017) ampliaram a definição de *Endogeneity of Law* para abordar: o engajamento legislativo (*lobby*); a reinterpretação da Lei; e, a Inovação em torno da Lei. Essa categorização teórica, permitiu, ao presente estudo, classificar as pesquisas de *Endogeneity of Law* em 3 (três) esferas de poder público: legislativo, judiciário e executivo, uma vez que permite ampliar o escopo desta corrente teórica.

Assim, como Edelman e Suchman (1997) defendem que as organizações nascem e morrem a partir de uma definição legal, da mesma forma Morgan e Quack (2010, p.286) afirmam que “A lei constitui a organização econômica, enquadrando a natureza de categorias como firmas, propriedade, contrato, trabalho e capital”. Ou seja, é a Lei que define e facilita os poderes que podem ser reivindicados por diferentes atores na economia - os direitos das empresas, acionistas, gerentes, funcionários, entre outros. Ela regula a maneira pela qual esses agentes coletivos podem agir e fornecer um meio de solucionar disputas (EDELMAN; SUCHMAN, 1997, p. 101).

Quando analisada apenas sob uma perspectiva determinista – a lei determina e molda a organização econômica – ela acaba recebendo o status clássico de “caixa preta” (MORGAN; QUACK, 2010) uma vez que é compreendida como uma instituição que exerce efeito sobre outras instituições. No entanto, existe uma abordagem alternativa em que a Lei é uma instituição que deriva dos relatos históricos e sociológicos do direito. Por isso, Morgan e Quack (2010) defendem que é preciso entrar na “caixa preta” e entender como ela é criada, alterada e rompida sob condições históricas específicas, a fim de apreciar a co-evolução e a interação entre o direito

e a organização econômica. Logo, “a natureza interativa da relação entre direito, autoridade política e organização econômica pode ser identificada, afastando-se dos modelos determinísticos e evolucionários para um modelo social e conceitual político de Lei como instituição” (MORGAN; QUACK, 2010, p. 290).

Partindo da ideia de que a Lei é uma instituição, é possível verificar mudanças nela ao longo do tempo. Essas mudanças podem ser vistas como “caixa preta”, uma vez que podem ser planejadas intencionalmente com base em interesses, muitas vezes escusos e velados, permitindo que haja influência de outros campos sobre ela. Dentro dessa ideia emerge a proposta de Funk e Hirschman (2012), segundo os quais as organizações podem exercer influência significativa na mudança da lei com base em seus interesses particulares, surgindo o que eles chamam de mudança endógena da Lei.

Dorado (2005) apresenta um modelo que compreende os fatores da mudança institucional: oportunidade, agência e mobilização de recursos. Segundo a autora, o foco de seu estudo é compreender “como” ocorre a mudança institucional e não “porque” ela ocorre. Com base no entendimento de que a mudança institucional ocorre a partir da articulação desses fatores, conforme a multiplicidade e a institucionalização do campo organizacional, surge a ideia de compreender a “mudança endógena da Lei” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012). Ou seja, “como as organizações moldam o conteúdo, o significado e os efeitos das leis que governam suas ações” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p.02).

Funk e Hirschman (2012) já previam a “intencionalidade” em torno da Lei. Os autores ressaltam que as ações estratégicas das organizações podem ainda ser divididas em ações: acidentais ou deliberadas – conforme exista ou não “intencionalidade” (LAWRENCE; LECA; SUDDABY, 2009; LAWRENCE; SUDDABY, 2006). Por isso, a pesquisa apresentada aqui procura analisar a “Articulação de atores sociais” – ampliando para o Campo de Ação Estratégica (FLINGSTEN; MCADAM, 2011) – para, de forma intencional e deliberada, influenciar as regras e requisitos que compõem os “Planos de Investimento Individual”, utilizados como defesa afirmativa ou *safe harbor* para *Insiders* corporativos.

O campo analisado é o jurídico, e a multiplicidade está ligada a diversidade de referentes institucionais em relação a Lei, com interesses diversos como: empregados, empregadores, sindicatos, acionistas, administradores, entre outros. Na verdade, cada Lei define o tema que aborda e, conseqüentemente, os atores que ela afeta. A definição de campo jurídico abrange a “legislação formal, mandatos reguladores e decisões judiciais, além de interpretações culturais da lei e expectativas normativas sobre os passos apropriados para o seu

cumprimento” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p. 4). Existe o campo jurídico e seus subcampos - tribunais, arenas reguladoras, legislativo e assim por diante. Foi possível identificar diversos atores sociais que se articularam com o objetivo de influenciar a regra sobre os Planos de Investimento Individual, inclusive em âmbito internacional (IOSCO e SEC).

Logo, o estudo tem como foco a articulação dos atores sociais, e sua influência sobre os requisitos que compõem e constituem os Planos de Investimento Individual no Brasil, categorizando a prática do *Insider Trading* e expandindo as possibilidades legais de sua prática.

1.5 ESTRUTURA DA TESE

- 1) Assim, para alcançar o propósito, do presente estudo, foi necessário organizar os estudos sobre *Endogeneity of Law* de acordo com algumas categorias que coadunam com a análise de *Institutional Work*, quais sejam: *Institutional work e Endogeneity of Law* - a primeira seção apresenta as principais definições de *Endogeneity of Law e Institucional Work*; *Endogeneity of Law – Duas Perspectivas*; A caracterização da *Endogeneity of Law – O que constitui Endogeneity of Law?*
- 2) A segunda seção aborda o Contexto Institucional que emerge como ponto de convergência entre as duas perspectivas teóricas propostas, a qual se subdivide em:
2.2.1) Regime jurídico e esferas do poder público; Conflitos como base dos estudos de *Endogeneity of Law*;
- 3) A terceira seção apresenta a identificação da categoria “Profissionais” como condutores das práticas relacionadas às regras e Leis, e como propulsores da mudança endógena da Lei; e a Intenção e esforço dos atores em criar, manter e romper regras e Leis.

2 INSTITUTIONAL WORK E ENDOGENEITY OF LAW

Institutional Work surgiu em meio a popularidade do Empreendedorismo Institucional, e fornece uma reorientação significativa para a Teoria Institucional (HAWANG; COLIVAS, 2011). A literatura motivada pelo *Institutional Work* trouxe para o centro das pesquisas empíricas os “atores” enquanto propulsores da mudança institucional ou manutenção de Instituições (LAWRENCE; SUDDABY, 2006; LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2009; BATTILANA; D’AUNNO, 2009). Assim, os atores são capazes de “transcender” a influência cognitiva das instituições, resistindo ou desafiando às suas pressões.⁹ Ocorre, pois, uma mudança no *status* teórico em relação ao indivíduo que passa a ser analisado com base em sua motivação e interesse - mais especificamente em seu “esforço” (LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2011) para criar, manter ou romper instituições. O que leva a definição de *Institutional Work* como “a ação intencional de indivíduos e organizações visando criar, manter e desestruturar/romper instituições” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 215).

Diante da definição de *Institutional Work* verifica-se que Lawrence e Suddaby (2006, p. 217) abriram um novo horizonte sob perspectiva da Teoria Institucional, ao ampliar o conceito de Instituições enquanto “(...) produto de ações específicas realizadas para reproduzi-las, alterá-las e destruí-las”. Ou seja, o conceito está baseado na crescente consciência de que as instituições são o produto da ação e reação humana, motivadas pela idiossincrasia dos interesses e agendas pessoais que podem gerar mudança ou preservar instituições (LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2009).

Quando os autores definem Instituições como “produto da ação” pretendem compreender a relação entre agência e estrutura. É sobre essa perspectiva que o presente estudo se volta, ao se propor a analisar a “construção social da Lei”, com base em um arcabouço teórico que compreende a relação entre Direito e Organizações, partindo do pressuposto de que os interesses organizacionais acabam por invadir o campo legal para alcançar seus objetivos. Assim, os atores (coletivos) são conscientes e reflexivos em relação às mudanças legais, a ponto de moldar e (re)interpretar o significado das Leis (mecanismos institucionais) e/ou defender seus interesses de maneira política mais direta e aberta (mecanismos políticos) (EDELMAN; STRYKER, 2005; EDELMAN; SUCHMAN, 1997), afetando assim a estrutura legal. Em tais estudos, o esforço associado ao “*Institutional Work*” pode ajudar a esclarecer sua relação com

⁹ Os indivíduos são atores capazes de “to transcend the totalizing cognitive influence of institutions” or “to resist and often challenge the conforming pressures of institutions” (LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2011, p. 54).

as instituições a que se destinam, bem como sua relação com o contexto institucional dentro do qual ocorre. O estudo proposto aqui é voltado para a agência e sua intencionalidade, com o foco na ação definida como atividade dentro do “*Institutional Work*”.

Isso significa que os autores não ignoram os efeitos das instituições na ação, mas o seu foco está na interação entre eles. A teorização e o estudo do “*Institutional Work*” se baseiam claramente em uma abordagem “*bottom-up*” (ZILBER, 2013), com o foco na ação intencional de indivíduos e organizações visando criar, manter e desestruturar instituições (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 215) destacando três aspectos principais: a) descreve atores institucionais como reflexivos, orientados e capazes; b) concentra-se nas ações dos atores como o centro da dinâmica institucional; e, c) se esforça para capturar estrutura, agência e suas inter-relações (BATTILANA; LECA; BOXENBAUM, 2009).¹⁰

Lawrence, Leca e Zilber (2013) afirmam que o estudo sobre “*Institutional Work*” emergiu como uma ampla discussão acadêmica, a qual se divide sobre: como o *Institutional Work* ocorre; quem faz *Institutional Work*; e “o quê” constitui *Institutional Work*.

- 1- Como ocorre *Institutional Work* – tem sido examinado em termos de sua tipologia: Criar, manter e romper instituições.¹¹
- 2- A segunda questão que envolve “quem faz” ou “quem se engaja” em *Institutional Work* como: profissionais e outros atores associados com os profissionais.
- 3- Finalmente, emergiu um *stream of work* que explorou, analiticamente, o que constitui *Institutional Work*. Esse desenvolvimento conceitual de *Institutional Work* tende a focar em particular na relação da agência. Para isso Battilana e D’Aunno (2009) examinaram a questão em detalhes, desenhando uma agência relacional e multidimensional a qual inclui “*habit, imagination and practical evaluation*” (EMIRBAYER, 1997; EMIRBAYER; MISCHÉ, 1998).¹² Eles argumentam que apesar do *Institutional Work* ser intencional “o que essas intenções podem parecer variará consideravelmente

¹⁰ (...) “highlights three main aspects: it depicts institutional actors as reflexive, goal-oriented and capable; it focuses on actors’ actions as the centre of institutional dynamics; and it strives to capture structure, agency and their interrelations” (BATTILANA; LECA; BOXENBAUM, 2009).

¹¹ “The issue of how institutional work occurs has been examined in terms of the typology of creating, maintaining and disrupting institutions, as scholars extended – based on empirical explorations – our knowledge of the varieties of institutional work. Research on creating institutions has continued to focus primarily on institutional entrepreneurship, drawing on the concept of institutional work only peripherally (Garud, Hardy, & Maguire, 2007; Tracey, Phillips, & Jarvis, 2011)”.

¹² “Finally, there has emerged a stream of work that has explored, analytically, what constitutes institutional work. These developments of the conceptualizations of institutional work tend to focus in particular on its relationship to agency. Battilana and D’Aunno (2009, p. 47) examined this issue in detail, drawing on a relational, multi-dimensional understanding of agency that includes habit, imagination and practical evaluation (Emirbayer, 1997; Emirbayer & Mische, 1998)”. (LAWRENCE; LECA; ZILBER, 2013, p. 1025).

conforme/dependendo da dimensão da agência que domina as instâncias do *Institutional Work* que se considera” (LAWRENCE; LECA; ZILBER, 2013).

Com base na definição e parâmetros de compreensão de *Institutional Work* o presente estudo pretende verificar “como” as organizações moldam e (re) interpretam a Lei com base em interesses gerenciais, por meio de mecanismos institucionais e políticos (EDELMAN; STRYKER, 2005; EDELMAN, 2004) da *Endogeneity of Law, Legal Endogeneity*. Assim, num primeiro momento, seguindo a revisão de estudos acadêmicos sobre *Endogeneity of Law* publicados nos últimos 26 (vinte e seis) anos (1992-2019) em revistas como: *Academy of Management Review (Q1)*, *Law and Society Review (Q1)*, *Journal of Business Ethics (Q1)*, *Law and Social Inquiry (Q1)*, *Law and Policy (Q2)*, *Law and Society Review (Q1)*, *American Journal of Sociology (Q1)*, *Stanford Law Review (Q1)*, *Annual Review of Law and Social Science (Q1)*, *Socio-Economic Review (Q1)*, *American Journal of Sociology (Q1)*, *Sociology Compass (Q2)*, *Yale Law Journal (Q1)*, *Annual Review of Sociology (Q1)* identificamos as categorias de análise com pontos de convergência entre *Endogeneity of Law* e *Institutional Work*, direcionando os estudos para o esforço dos atores sociais em: criar, manter e romper regras e Leis.

QUADRO 1 – REVISÃO DE ARTIGOS SOBRE ENDOGENEITY OF LAW

AUTORES	TÍTULO	REVISTA	QUALIS
GRONERT (2019)	Law, campus policy, social movements, and sexual violence: Where do we stand in the# MeToo movement?	Sociology Compass	Q2
THIEMANN; LEPOUTRE (2017)	Stitched on the edge: Rule evasion, embedded regulators, and the evolution of markets	American Journal of Sociology	Q1
FUNK; HIRSCHMAN (2017)	Beyond nonmarket strategy: Market actions as corporate political activity	Academy of Management Review	Q1
LAGESON (2017)	Crime data, the internet, and free speech: An evolving legal consciousness.	Law & Society Review	Q1
EDELMAN; SMYTH; RAHIM (2016)	Legal Discrimination: Empirical Sociolegal and Critical Race Perspectives on Antidiscrimination Law	Annual Review of Law and Social Science	Q1
MULLIGAN; OATS (2016)	Tax professionals at work in Silicon Valley	Law and Society Review	Q1
ALON; DWYER (2016)	SEC's acceptance of IFRS-based financial reporting: An examination based in institutional theory	Organizations and Society	Q1
PÉREZTS; PICARD (2015)	Compliance or Comfort Zone? The Work of Embedded Ethics in Performing Regulation	Journal of Business Ethics	Q1
KRIEGER; BEST; EDELMAN (2015)	When "Best Practices" Win, Employees Lose: Symbolic Compliance and Judicial Inference in Federal Equal Employment Opportunity Cases	Law and Social Inquiry	Q1
TALESH (2015)	Rule-intermediaries in action: How state and business stakeholders influence the meaning of consumer rights in regulatory governance arrangements	Law and Policy	Q2

TALESH (2014)	Institutional and Political Sources of Legislative Change: Explaining How Private Organizations Influence the Form and Content of Consumer Protection Legislation	Law and Social Inquiry	Q1
GILAD (2014)	Beyond endogeneity: How firms and regulators co-construct the meaning of regulation.	Law & Policy	Q2
FUNK; HIRSCHMAN (2014)	Derivatives and deregulation: Financial innovation and the demise of Glass–Steagall.	Administrative Science Quarterly	Q1
COVALESKI; DIRSMITH; WEISS (2013)	The social construction, challenge and transformation of a budgetary regime: The endogenization of welfare regulation by institutional entrepreneurs.	Accounting, Organizations and Society	Q1
BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART (2012)	The social constitution of regulation: The endogenization of insider trading laws.	Accounting, Organizations and Society	Q1
BEST; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON (2011)	Multiple disadvantages: An empirical test of intersectionality theory in eeo litigation	Law and Society Review	Q1
EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA (2011)	When organizations rule: Judicial deference to institutionalized employment structures	American Journal of Sociology	Q1
BAMBERGER; MULLIGAN (2011)	New governance, chief privacy officers, and the corporate management of information privacy in the United States: An initial inquiry	Law and Policy	Q2
BAMBERGER; MULLIGAN (2011)	Privacy on the books and on the ground	Stanford Law Review	Q1
EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM (2010)	On law, organizations, and social movements	Annual Review of Law and Social Science	Q1
SHORT; TOFFEL (2010)	Making self-regulation more than merely symbolic: The critical role of the legal environment	Administrative Science Quarterly	Q1
TALESH (2009)	The privatization of public legal rights: How manufacturers construct the meaning of consumer law	Law and Society Review	Q1
HALLIDAY; CARRUTHERS (2007)	The recursivity of law: Global norm making and national lawmaking in the globalization of corporate insolvency regimes	American Journal of Sociology	Q1
EDELMAN (2004)	Rivers of law and contested terrain: A law and society approach to economic rationality.	Law & Society Review	Q1
KELLY (2003)	The Strange History of Employer-Sponsored Child Care: Interested Actors, Uncertainty, and the Transformation of Law in Organizational Fields	American Journal of Sociology	Q1
EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA (2001)	Diversity rhetoric and the managerialization of law	American Journal of Sociology	Q1
FULLER; EDELMAN; MATUSIK (2000)	Legal readings: Employee interpretation and mobilization of law	Academy of Management Review	Q1
EDELMAN; UGGEN; ERLANGER (1999)	The endogeneity of legal regulation: Grievance procedures as rational myth	American Journal of Sociology	Q1
EDELMAN; SUCHMAN (1999)	When the "haves" hold court: Speculations on the organizational internalization of law	Law and Society Review	Q1
EDELMAN; SUCHMAN (1997)	The legal environments of organizations	Annual Review of Sociology	Q1

EDELMAN (1992)	Legal ambiguity and symbolic structures: Organizational mediation of civil rights law	American journal of Sociology	Q1
----------------	--	----------------------------------	----

FONTE: Base de dados *Scopus e Web of Science* (2019).

Os artigos publicados sobre o tema *Endogeneity of Law* ou *Legal Endogeneity* foram identificados por meio de duas bases de dados: *Scopus* e *Web of Science* (2019). A primeira pesquisa sobre o tema acusou o resultado de 70 (setenta) artigos publicados em revistas Q1 e Q2, dos quais, após aplicar o filtro de subáreas, restaram 40 (quarenta) publicações. Ao efetuar a leitura do *abstract*, e excluir livros e conferências, restaram 31 (trinta e um) artigos que foram submetidos à leitura profunda sobre o tema.

Além desses critérios objetivos de escolha dos artigos, utilizou-se critérios subjetivos que consistem na redundância de diversas citações dos principais artigos que abordam o tema. Ou seja, o pesquisador precisa ter flexibilidade para compreender que sua leitura sobre o tema não deve ser aprisionada por métodos e critérios estritamente objetivos, que impossibilitem ativar sua sensibilidade e curiosidade sobre o assunto que estuda. Inclusive verificou-se que muitos artigos relacionados ao tema ficaram fora da lista de publicações, ainda sem qualquer filtro, apresentada pelas bases de dados consultadas. Por isso, ainda que a pesquisadora tenha adotado os critérios objetivos para a escolha, é possível verificar que a pesquisa, ao longo do seu desenvolvimento, não se absteve em citar outras publicações que não foram enumeradas nas principais bases de dados.

Assim, para alcançar o propósito, do presente estudo, foi necessário organizar os estudos sobre *Endogeneity of Law* de acordo com algumas categorias que coadunam com a análise de *Institutional Work*, quais sejam:

A) *Institutional work e Endogeneity of Law* - a primeira seção apresenta as principais definições de *Endogeneity of Law* e *Institutional Work*; *Endogeneity of Law* – Duas Perspectivas; A caracterização da *Endogeneity of Law* – O que constitui *Endogeneity of Law*?

B) a segunda seção aborda o Contexto Institucional que emerge como ponto de convergência entre as duas perspectivas teóricas propostas, a qual se subdivide em: 2.2.1) Regime jurídico e esferas do poder público; Conflitos como base dos estudos de *Endogeneity of Law*;

C) a terceira seção apresenta a identificação da categoria “**Profissionais**” como condutores das práticas relacionadas às regras e Leis, e como propulsores da mudança endógena da Lei; Intenção e esforço dos atores.

O objetivo foi reclassificar os estudos sobre *Endogeneity of Law* dentro da perspectiva de *Institutional Work*, verificando os pontos de convergência entre essas abordagens, bem como

as peculiaridades que circundam o universo do Direito. A proposta tem como fundamento as formas como os diferentes atores sociais se articulam, intencionalmente, para moldar e alterar o significado de regras e leis, considerando os diversos contextos institucionais e políticos nos quais eles interagem.

2.1 ENDOGENEITY OF LAW – DUAS PERSPECTIVAS

Alguns pesquisadores em estudos organizacionais têm trabalhado dentro de uma proposta que relaciona Leis e Organizações, buscando compreender o fluxo de significados e estratégias políticas que ligam essas distintas áreas de estudo (EDELMAN, 1990; 1992; 2007; EDELMAN; SUCHMAN, 1997; SELZNICK, 1949; SCOTT, 1994). O que gera a seguinte questão: a Lei é uma variável dependente ou independente? Em resposta a esta questão Edelman e Suchman (1997) distinguiram a literatura sobre a relação entre Leis e Organizações da seguinte forma: aquela que vê a Lei como uma variável independente, determinando o comportamento organizacional; outra que vê a lei como uma variável dependente, determinada pelo comportamento organizacional; e uma crescente literatura que discute a endogeneidade entre direito e organizações (*Legal Endogeneity*).

A *Endogeneity of Law* ou *Legal Endogeneity* é definida como um processo pelo qual “o conteúdo e o significado da Lei são determinados dentro do campo social que ele é projetado para regular” (EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999, p. 407; EDELMAN; STRYKER, 2005; EDELMAN, 2007). Por meio desse processo, “práticas, rotinas e estruturas organizacionais cotidianas influenciam sutilmente o pensamento jurídico, as categorias jurídicas e a lógica jurídica” (EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA, 2011, p. 890). Apesar dessa definição se repetir em diversos textos de Edelman e co-autores, verifica-se que houve uma evolução em seus estudos sobre *Endogeneity of Law*. Para compreender essa evolução é preciso resgatar os textos de Edelman em uma linha do tempo.

Edelman (1990) cria a definição de “ambiente legal” que estende a ideia de leis como sanções, para a ideia de normas sociais e culturais associadas à Lei, o que permite que as respostas organizacionais ao ambiente legal se difundam entre as organizações e se tornem institucionalizadas. Dando continuidade aos seus estudos Edelman (1992) em seu texto “*Legal ambiguity and symbolic structures: Organizational mediation of civil rights law*” defende que leis com uma linguagem vaga e/ou controversa permitem a atuação das organizações no processo de discussão e interpretação da lei em relação às práticas de *compliance*. Para evidenciar a questão, a autora aborda a relação de emprego, especificamente, *equal employment opportunity and affirmative action* (EEO/AA), segundo a qual estabelece princípios amplos e,

muitas vezes, ambíguos, oferecendo às organizações ampla latitude, ou seja, brechas da lei que permitem construir o significado de conformidade (*compliance*) de uma maneira que responda tanto às demandas ambientais, quanto aos interesses gerenciais.

A evolução do estudo de Edelman (2007) se concentra na ideia de práticas de *compliance*, ou *Feedback Institucional* (FUNK; HIRSCHMAN, 2012), com base em 6 (seis) estágios: (1) a construção profissional do ambiente legal (EDELMAN, 1990; EDELMAN; ABRAHAM; ERLANGER, 1992); (2) a construção e difusão de formas simbólicas de conformidade/*compliance* (EDELMAN, 1992); (3) a construção da lei dentro das organizações (EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999); (4) a formação da consciência legal (EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA, 2001); (5) a construção de disputas legais (EDELMAN, 2007); e (6) deferência judicial às instituições organizacionais (EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA, 2011; KRIGER; BEST; EDELMAN, 2015). Segundo a autora, as três primeiras etapas envolvem a *managerialization* do direito nos campos organizacionais; e, as três últimas etapas envolvem o fluxo da lógica organizacional em campos legais, tornando a lei endógena (EDELMAN, 2007, p. 13-14).

Esses estágios compõem a ideia de *compliance*, ou seja, como as organizações respondem à Lei. Edelman (1992, 2007; EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999) foca seu estudo em torno de um tema central: a discriminação e assédio sexual no ambiente de trabalho. Ao estudar *equal employment opportunity and affirmative action* (EEO/AA) ela verificou que as empresas empregavam um procedimento de queixa interno, por meio do qual os empregados deveriam apresentar suas reclamações. Porém, esses procedimentos foram usados de forma simbólica, ou ainda, sem qualquer especificação sobre o que deveria compor essas estruturas voltadas para proteger os empregados. Edelman, et. al. (2011) descobre que as estruturas organizacionais (por exemplo, procedimentos de reclamações e avaliação, políticas antiassédio) tornam-se indicadores simbólicos de governança racional e conformidade com leis antidiscriminatórias, primeiro dentro das organizações, mas eventualmente também no âmbito judicial. Assim, Advogados e juízes tendem a inferir a não discriminação pela mera presença dessas estruturas.

Assim, entre as três últimas etapas da *Endogeneity of Law* apresentados por Edelman (2007), se encontra a Deferência Judicial às estruturas de adequação organizacional. Para compreender a forma como as Cortes Americanas atribuíram significado às práticas organizacionais em relação às políticas internas referente à *equal employment opportunity and affirmative action* (EEO/AA) os autores apresentaram estágios progressivos *Endogeneity of*

Law no âmbito judicial. Os estágios progressivos são: a) “Referência”, a qual indica que as estruturas organizacionais entraram no léxico judicial; b) “Relevância” a qual sugere que as estruturas organizacionais são tratadas como teoricamente relevantes para avaliações judiciais sobre a ocorrência de uma violação legal; e, c) “Deferência” ocorre quando estruturas organizacionais se tornaram tão intimamente associadas com a conformidade (*compliance*) que os juízes não conseguem avaliar a adequação ou qualidade das estruturas. A sutileza é uma das características associadas aos mecanismos institucionais, uma vez que podem figurar como um processo de resistência à letra Lei de forma velada. (EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA, 2011; KRIGER; BEST; EDELMAN, 2015).

Segundo Edelman (1992), as organizações tendem a resistir ao controle legal, seja por meio de uma estrutura da regulação, seja pela cultura do mundo dos negócios que sustentarão essas resistências. Entre os pontos de resistência pode se encontrar a influência corporativa sobre as agências reguladoras (“captura”), o que resultaria em uma fonte de fiscalização fraca ou, pode até enfatizar o uso ineficaz de sanções legais por agências governamentais. Ou seja, a resistência à regulação de suas atividades, nem sempre aparece de forma clara e límpida, podendo ser resultado de uma relação velada, por meio da qual as organizações procuram negociar com aqueles que se encontram nos bastidores da Lei para amenizar seus efeitos diretos e imediatos no campo organizacional.

Os estudos de Edelman¹³ (1992; 2007 e os demais) explicam como as ações das organizações influenciam o significado da lei por meio de caminhos institucionais, muitas vezes sutis e indiretos. Funk e Hirschman¹⁴ (2012) chamaram os estudos de Edelman (1992; 2007; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA, 2011) de *Institutional feedback*, tendo em vista que a autora foca sua atenção na resposta das organizações à Lei. Assim, segundo Funk e Hirschman (2012), o estudo de Edelman (1992; 2007) inicia o processo

¹³ É preciso salientar que Edelman oferece uma evolução do conceito de *Endogeneity of Law* estabelecendo etapas por meio das quais a interpretação da lei pelas organizações acaba sendo aceita em decisões judiciais (*deference judicial*), por meio de estruturas que não são passíveis de observação. E aí que entra uma questão muito importante: a justiça. Por isso, Edelman (1992) defende que os procedimentos legais e organizacionais acabam se sobressaindo em relação à justiça substancial. Por essa razão, ela difere justiça processual de justiça substancial, ao afirmar que os procedimentos organizacionais de queixa contra discriminação nos Estados Unidos ganham notoriedade jurídica, mas não alcançam o propósito da Lei que é evitar a discriminação (por raça ou gênero) no ambiente de trabalho. E é dessa forma que as organizações amortecem o impacto da lei, reduzindo sua proposta original - que era combater a discriminação no ambiente de trabalho.

¹⁴ “Prior work has demonstrated the endogenous nature of legal change by examining how organizational responses to ambiguous legislative mandates can become institutionalized and accepted by courts as legitimate indicators of compliance. Although these studies have generated insights about how organizations influence the law, the institutional pathways examined in this literature represent only one of many sources of legal endogeneity. This article offers a substantial reconceptualization of legal endogeneity that includes a broader set of both strategic and institutional processes” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p. 6).

de análise a partir da verificação de uma Legislação ambígua, a qual visa regular uma população organizacional “ (...) (por exemplo, o Título VII da Lei de Direitos Civis de 1964 deixou termos-chave, incluindo “discriminação”, indefinidos, o que dificultou aos empregadores saber se eles estavam violando a lei [Edelman 1992])” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p. 06). Diante da ambiguidade apresentada na letra da Lei, os profissionais de *compliance* desenvolvem diretrizes e procedimentos internos para que os gerentes organizacionais adotem, com a finalidade de “parecer” estar em conformidade com a Lei – os gerentes acreditam que ao adotar essa estrutura reduzirão os riscos de ações judiciais. Com o tempo, os procedimentos e estruturas adotados pelas organizações se disseminam no campo organizacional, e tornam-se métodos de conformidade com a Lei e, conseqüentemente, *taken-for-granted*. Os tribunais, incorporados no mesmo campo organizacional que os profissionais de *compliance* passam a ver essas estruturas institucionalizadas como meios legítimos de adesão à lei e a submetê-las a suas decisões (EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA, 2011).

Funk e Hirschman (2012) redefinem *Legal Endogeneity* incluindo um conjunto mais amplo de processos estratégicos e institucionais, ao abordar as ações estratégicas abertas das organizações que visam moldar as instituições jurídicas formais. Assim, a estrutura do estudo desses autores buscou: (1) redefinir *Legal Endogeneity* em termos de ação organizacional; (2) responder aos esforços estratégicos e orientados por interesses das organizações para moldar seus ambientes jurídicos; (3) identificar múltiplos e novos caminhos para a *Legal Endogeneity* de uma maneira que integra o trabalho anterior ao *feedback institucional*, e (4) aplicar a vários contextos legais. Assim, Funk e Hirschman (2012) utilizaram o “campo de ação estratégica” para teorizar as condições sob as quais as organizações buscariam ativamente perturbar um ambiente legal estável (FLIGSTEIN; MCADAM, 2011). Ou seja, de acordo com a proposta de Funk e Hirschman (2012) as organizações não buscam o cumprimento e o abrigo da responsabilidade; elas buscam mudar os efeitos das leis permanentes ou elaborar nova legislação. Quando as organizações conseguem atingir esses objetivos, elas produzem mudanças legais endógenas.

O objetivo de Funk e Hirschman (2012, p. 10) foi desenvolver uma estrutura estratégica e baseada em interesses para descrever como as organizações moldam o conteúdo, o significado e os efeitos das leis que governam suas ações. Especificamente, eles reinterpretem o ambiente legal de uma organização como uma “coleção de campos sobrepostos e interconectados, nos quais as organizações, o legislativo, os tribunais, os reguladores e os grupos de interesse

interagem para definir a lei”, e assim, esses autores perguntam, “quando e como a organização tenta alterar um ambiente legal estável?”

É interessante observar “como as organizações moldam estrategicamente as Leis de acordo com seus interesses” para compreender de forma ampla o processo de *Endogeneity of Law* (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p. 3). Ou seja, verificar os caminhos que as organizações percorrem para atingir seus interesses, quando se trata do ambiente legal. Funk e Hirschman (2017) apresentam 3 (três) caminhos pelos quais as organizações conseguiram promover seus interesses sobre a definição legal: 1) Reinterpretando a Lei (EDELMAN, 1992); 2) Inovações em torno da Lei (FUNK; HIRSCHMAN, 2014); e, 3) Engajamento legislativo (TALESH, 2009). Ampliando ainda mais a visão sobre a *Endogeneity of Law* os autores apresentaram duas novas formas de alterar o significado da Lei, sem no entanto, alterar a sua letra: implementação (Lei Tipo I – a ambiguidade da lei permite sua interpretação); e inovação em torno da Lei (Lei Tipo II – a especificidade das circunstâncias previstas na Lei são tão estreitas, que as organizações podem criar situações não previstas na Lei).

Diante disso, a definição de *Endogeneity of Law* compreende 2 (duas) abordagens: a primeira voltada para os mecanismos institucionais e sutis que permitem a reinterpretação da Lei de acordo com os interesses das organizações, garantindo que as práticas organizacionais estejam em conformidade com a Lei; e a segunda voltada para os mecanismos políticos que permitem a análise dos esforços estratégicos e orientados por interesses das organizações para moldar seus ambientes jurídicos.

Isso leva a compreensão proposta neste estudo de que os atores organizacionais também moldam diretamente a lei. Inclusive essa influência pode envolver a prática de *lobby* e, de outras maneiras que, tentam demonstrar como as organizações moldam e alteram o conteúdo e o significado da lei (mudança no conteúdo e codificação formal da Lei) (FUNK; HIRSCHMAN, 2017). Algumas organizações poderosas e suas associações comerciais estão em posição de elaborar legislação e ditar as leis que governam a prática em suas arenas sociais (SCOTT, 1993). Portanto, ao buscar compreender a *Endogeneity of Law* sob a perspectiva do esforço intencional das organizações em alterar, manter ou criar Leis e regras (LAWRENCE; SUDDABY, 2006), o presente estudo utiliza como abordagem principal os mecanismos políticos, ao verificar como as organizações moldam estrategicamente as Leis e regras.

Logo, as questões que regem o presente estudo são: O que constitui *Endogeneity of Law*; Quem são os atores que podem se envolver em *Endogeneity of Law*; E, o principal, como

ocorre *Endogeneity of Law*. As respostas à essas questões estão diretamente relacionadas aos mecanismos políticos e institucionais.

2.1.1 A caracterização da *Endogeneity of Law* – O que constitui *Endogeneity of Law*?

A caracterização de *Endogeneity of Law* começa pela definição de endógeno e exógeno. O dicionário define endógeno como algo que “se origina no interior de um organismo, de um sistema ou se desenvolve pela influência de fatores externos” (AURELIO, 2002). A definição de *endogeneity* está diretamente relacionada à ideia de que o significado da Lei é alterado e reinterpretado dentro do campo organizacional, de forma endógena.

No entanto, a ressignificação da Lei dentro do campo organizacional deve ser fruto de um dilema entre os interesses organizacionais e a intenção da Lei. Como verificar *Endogeneity of Law* nas pesquisas? Segundo Edelman (1992) e Funk e Hirschman (2012, 2017) a *Endogeneity of Law* se caracteriza a partir de um conflito de interesses em torno da Lei. Os autores definiram *Legal Endogeneity* a partir da constituição de um conflito de interesses entre a previsão da Lei e as organizações, para diferenciar da abordagem teórica da “captura regulatória” (STIGLER, 1971; HAWKINS, 1984). A “captura regulatória” pressupõe a similaridades ideológica entre regulados e reguladores, de tal forma que ocorre o alinhamento de interesses entre eles (EDELMAN, 1992, 2007; FUNK; HIRSCHMAN, 2012). Ou seja, a “captura regulatória cognitiva envolve um alinhamento dos interesses dos reguladores e das indústrias reguladas através de mudanças sutis nas teorias e ideologias de regulação” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p.16). **Por isso, existe uma confluência de interesses entre os envolvidos e não uma colisão de interesses diferentes.** Funk e Hirschman (2012) defendem que o elemento definidor da *Endogeneity of Law* é a disputa/ou luta por diferentes grupos de interesse em torno da mudança legal. Edelman (2007, p. 890-891) afirma que *Legal Endogeneity theory* não contradiz os estudos sobre *lobby* e captura administrativa, mas ela propõe um caminho mais sutil, por meio do qual as organizações influenciam a lei. “(...) legal endogeneity suggests that structures, practices, and ideas that become institutionalized in organizational fields slowly infiltrate legal thinking, legal categories, and legal logic” (EDELMAN, 2007, p. 890-891).

Assim, existe um conflito entre a lei do EEO/AA e os interesses gerenciais, de tal forma que cria um dilema para as organizações: elas devem demonstrar conformidade para manter a legitimidade e, ao mesmo tempo, minimizar a invasão da lei no poder gerencial (EDELMAN, 1990). Ou seja, o dilema “motiva um processo de resposta à lei no qual as

organizações testam, negociam e institucionalizam coletivamente formas de conformidade que, na medida do possível, maximizam os dois interesses; é através desse processo que as organizações ‘mediam’ a lei” (EDELMAN, 1992, p. 1536).

É preciso verificar que a *Endogeneity of Law* apresenta algumas características e peculiaridades atreladas ao campo legal. Assim, existem fatores que a caracterizam como: a) ambiente legal; b) consciência legal; c) legalidade; d) o conteúdo da Lei é amplo e vago ou muito específicos. Esses fatores acabam por fundamentar os mecanismos institucionais que ampliam as possibilidades de interpretação da Lei.

O ambiente legal pressupõe o entendimento da sociologia do direito, a qual considera a lei formal e seu contexto social – cultural e ideológico (EDELMAN; STRYKER, 2005). Por isso, o ambiente legal¹⁵ inclui: a) a lei formal e as sanções associadas; b) práticas e normas informais quanto ao uso, não uso e evasão da lei; c) ideias sobre o significado da lei, o seu cumprimento e o amplo conjunto de princípios, ideias, rituais e normas que podem evoluir fora da lei (EDELMAN; SUCHMAN, 1997). As estruturas, podem se tornar, ao longo do tempo em símbolos institucionalizados de conformidade e, conseqüentemente, outras organizações acabam por adotá-las (EDELMAN, 1992).

A ideia de legalidade sugere que as “normas legais” formais, por exemplo, estatutos, diretrizes, ordens executivas e opiniões judiciais, são importantes, mas não podem ser compreendidos totalmente fora do seu contexto social. Dois elementos-chave desse contexto social são o “Direito em Ação”, que se refere ao comportamento do direito, dos atores jurídicos e das instituições jurídicas; e, a “Consciência Legal”, que se refere a como a lei é experimentada e compreendida pelos indivíduos por meio de suas experiências legais (EDELMAN; STRYKER, 2005; DOBBIN, 2009).

A “Consciência legal”, por sua vez, centra-se nos elementos simbólicos do direito e no significado da lei para os indivíduos (DOBBIN, 2009). Edelman e Stryker (2005) enfatizam os múltiplos (e às vezes, contraditórios) significados do direito. O ideal jurídico formal de uma ordem legal autônoma e justa coexiste na consciência jurídica com visões alternativas da lei.

¹⁵ O ambiente legal pode ser definido como “(...) formado pela lei formal, pelo seu cumprimento (ou não) e pelo seu significado (interpretação)” (EDELMAN; STRYKER, 2005). “I have argued that law creates a ‘legal environment’ that consists not only of law and the sanctions that are built into law, but also of societal norms and culture associated with the law. Organizations that are sensitive to their legal environments develop forms of governance that conform to legal norms in order to achieve legitimacy. Over time, some organizational responses to the legal environment diffuse among organizations and become institutionalized. Thus by influencing organizations' environments, law has an important indirect effect on organizational behavior that goes significantly beyond the direct effect of law and legal sanctions” (EDELMAN, 1990, p. 40). “Legal environments become the arena within which organizations collectively construct the meaning of compliance” (EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM., 2010).

As pessoas podem simultaneamente ver a lei como justa e opressiva, ou como uma ferramenta a ser usada. Um exemplo de utilização da Lei como ferramenta encontra-se no estudo de Gilad (2014) quando profissionais de marketing passam a aprimorar a exigência do regulador do Mercado Financeiro para propor programa de controle para um “justo e adequado atendimento ao cliente”. Esse estudo propõe a relação entre regulados e reguladores que foi além da *Endogeneity of Law* alcançando um quadro de negociação entre os interessados. Lageson (2017, p. 14) utiliza a teoria da Consciência legal, questionando sobre: a) as diferentes visões sobre como a Lei deve ser aplicada; b) como o contexto e a experiência moldam os entendimentos do que é a Lei; c) como essas visões moldam a decisão de invocar a lei. Assim, ao estudar a divulgação indiscriminada de crimes, e as pessoas que os praticaram, em sites da web por jornalistas, Lageson (2017) traz o questionamento do direito à privacidade e à recuperação social das pessoas que cometeram os crimes. A questão é que nos Estados Unidos não existe Lei que delimite a atuação de jornalistas na divulgação de dados sobre crimes em sites da web, ficando tal conduta sem regulação. Por isso, a autora defende que a ambiguidade da Lei, definida por Edelman (1992), se sobrepõe à consciência Legal. Inclusive ao triangular os dados coletados (entrevista com editores dos sites; as publicações em sites; e, as pessoas que tiveram seus nomes divulgados nesses sites) Lageson (2017) demonstra que sua pesquisa levou a um resultado inesperado: a discriminação e exclusão dessas pessoas da estrutura social.

A questão que os autores levantam é sobre a maneira como as pessoas visualizam a lei, uma vez que essa visão pode afetar “se/e” como elas mobilizam instrumentos legais à sua disposição (FULLER; EDELMAN; MATUSIK, 2000). A consciência legal é importante não apenas como um conjunto, mas como um recurso cultural. Não obstante a definição da lei e dos direitos, ou a sua interpretação pelos tribunais, a linguagem da lei e os direitos legais funcionam como um recurso cultural geral e faz um trabalho cognitivo, significativo e reflexivo (*Institutional Work*).

2.2 CONTEXTO INSTITUCIONAL

O “Esforço” dos atores, enquanto dimensão do “*Institutional Work*”, deve ser analisado em relação ao contexto institucional dentro do qual ele ocorre. Isso porque o contexto pode delimitar a agência dos indivíduos, sendo, portanto, um atributo que varia conforme as limitações sociais e legais do contexto no qual o indivíduo ou grupo operam. Por isso, Lawrence, Suddaby e Leca (2009, p. 15) afirmam que a agência “pode variar de acordo com o contexto em que esses indivíduos estão incorporados e pode evoluir ao longo do tempo, em

conformidade.” Sendo que a noção de *Work* conecta o esforço ao objetivo e, portanto, o *Institutional Work* pode ser “entendido como esforço físico ou mental feito para conseguir um efeito em uma instituição ou instituições. O esforço varia, é claro, tanto em grau como em tipo, e sugere uma variedade de formas de ações que podemos reconhecer como ‘*Institutional Work*’” (LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2009, p. 15).

O ambiente legal pressupõe o entendimento da sociologia do direito, a qual considera a Lei formal e seu contexto social, cultural e ideológico (EDELMAN; STRYKER, 2005). Da mesma forma o “*Institutional Work*” entende que os atores estão imersos no contexto institucional e possuem o poder de agir ao criar, manter ou alterar as instituições (LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2009). Por isso a ideia de “*Institutional Work*” está na compreensão de uma Teoria Meso ou intermediária entre estrutura e agência.

Lawrence e Suddaby (2006) introduzem a noção de “*Institutional Work*” como um esforço para ajudar a resolver a tensão entre duas abordagens: estrutura vs. agência (*paradox of embedded agency*) (BATTILANA; D’AUNNO, 2009; SEO; CREED, 2002). Por isso, eles definem uma área de pesquisa institucional que destaca um meio termo entre a agência e as preocupações tradicionais dos institucionalistas pela ação coletiva e mudança social. Ou seja, Zundel, Holt e Cornelissen (2013) pontuam que os estudos de *Institutional Work* consideram teorias sociais preocupadas com a mediação entre o livre-arbítrio e o determinismo. Assim, Lawrence, Suddaby e Leca (2009) afirmam que o conceito de “*Institutional Work*” está baseado na crescente consciência das instituições como produto da ação e reação humana, voltada para os interesses e agendas pessoais que geram mudança ou não. Os estudos de *Institutional Work* encontram e lutam com o duplo vínculo: as atividades e pensamentos dos agentes são observados e reconhecidos em justaposição conceitual para seu contexto institucional de modo que uma análise relacional agente/contexto seja estabelecida (ZUNDEL; HOLT; CORNELISSEN, 2013). Willmott (2011, p. 69) argumenta que categorias como “instituição” e “indivíduo”, embora sejam aspectos evidentes e necessários na análise de *Institutional Work*, devem ser abordadas como “objetividades humanas produzidas e construídas”, conforme pressupõe Berger e Luckmann (1966, p. 79).

Dentro da perspectiva de *Endogeneity of Law* o contexto compreende uma construção social em nível macro. Quando Edelman (1992, 2007) e Funk e Hirschman (2012) afirmam que o conflito entre a Lei e os interesses organizacionais constituem *Legal Endogeneity*, é possível inferir que antes da verificação de *compliance* ou alterações políticas da Lei, existem questões ideológicas, culturais e políticas que divergem em âmbito social. Por isso, as pesquisas

realizadas sob a perspectiva de *Endogeneity of Law* apresentam discussões e divergências que ocorrem no Contexto Institucional – âmbito social. Reforçando a proposta de Edelman (2002; 2007) é possível utilizar a definição de contexto institucional apresentado por Meyer, Rowan e Scott (1983, p. 84) como “as regras, normas e ideologias da sociedade em geral”.

Porém, antes de verificar o Contexto Institucional no qual ocorre a *Endogeneity of Law* é preciso verificar a classificação dos estudos em análise, para enquadrá-los dentro do Regime Jurídico e nas esferas do Poder público – o que contribuirá na compreensão do contexto social, político e econômico.

2.2.1 Regime Jurídico e Esferas de Poder

A classificação dos estudos sobre *Endogeneity of Law* ocorre, num primeiro momento, de acordo com o Regime Jurídico adotado pelo Estado-Nação, e, num segundo momento, de acordo com a esfera de poder legal. Primeiro, o Regime Jurídico é compreendido como a forma pela qual as Leis e regras são elaboradas e promulgadas pelo Estado. A legislação de um determinado país está vinculada ao sistema do regime jurídico, por meio do qual elas são elaboradas e, conseqüentemente, promulgadas. As etapas entre o processo de elaboração até a sua promulgação, bem como a construção jurisprudencial (aplicação da Lei) de acordo com os casos concretos, são definidas conforme o regime jurídico adotado pelo país. Assim, existem diferenças em relação ao contexto institucional conforme o regime jurídico adotado por um determinado país. Segundo, ao analisar os estudos sobre *Endogeneity of Law* verificou-se que eles ocorrem em diferentes esferas de poder: Legislativo, Executivo e Judiciário.

Assim, existem diferenças entre os regimes jurídicos: *common law* e *civil law*. Halliday e Carruthers (2007) defendem que os estudos envolvendo a Teoria da recursividade da Lei acabam se concentrando principalmente em instâncias de países ocidentais regidos pelo sistema *Common law*¹⁶, dentro de um contexto de economia avançada e que estão mais próximas do centro do que da periferia do sistema mundial global. Existem variações significativas nos “padrões de mudança legal” que devem ser considerados dentro de contextos diferentes, conforme: o poder discricionário do judiciário, que lhe permite uma certa amplitude para decidir sobre os casos concretos; a participação popular limitada ou ampla no processo legislativo; e a exposição do país às pressões globais. Há, pois, países em que a mudança legal ocorre por meio

¹⁶ “(...) *common law* é claramente o paradigma superordenado a partir do qual o enredo é desenvolvido e para o qual os juristas de outras jurisdições precisam se conectar” (QUACK, 2007, p. 650).

de um forte impulso do poder executivo, diante da possibilidade de sua participação ativa no processo de elaboração e definições da lei, ou por meio de sua implementação.

Apesar de questionar as diferenças entre os regimes jurídicos, Halliday e Carruthers (2007) defendem que a teoria da recursividade se aplica em países com uma herança do *civil law* (por exemplo, Coreia, Indonésia, China) que estão fora da América do Norte e Europa, e são limitados por normas globais e cujas economias variam de avançadas (Coreia) e em desenvolvimento (Indonésia). Apesar dos autores apresentarem essa diferença crucial, pouco se tem estudado sobre o assunto, razão pela qual eles acreditam que extensões da teoria são passíveis de aplicação a outras economias avançadas ou em desenvolvimento, e outras regiões, “(...) sempre dependentes tanto das singularidades nacionais da tradição jurídica e da estrutura do Estado quanto de seu *locus* na política e no sistema-mundial”¹⁷ (p. 1145).

Diante disso, os estudos em análise foram classificados, num primeiro momento, em *Commun Law e Civil Law* (Regime Jurídico) conforme quadro 2.

QUADRO 2 - *Commun Law vs. Civil Law*

REGIME JURÍDICO	PAÍS	AUTORES	PERCENTUAL
COMMUN LAW	EUA	GRONERT (2019); FUNK; HIRSCHMAN (2017); LAGESON (2017); MULLIGAN; OATS (2016); EDELMAN; SMYTH; RAHIM (2016); ALON; DWYER (2016); KRIEGER BEST; EDELMAN (2015); TALESH (2015); TALESH (2014); FUNK; HIRSCHMAN (2014); COVALESKI; DIRSMITH; WEISS (2013); BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART (2012); BEST; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON (2011); EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA (2011); BAMBERGER; MULLIGAN (2011); BAMBERGER; MULLIGAN (2011); EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM (2010); SHORT; TOFFEL (2010) TALESH (2009); EDELMAN (2004); KELLY (2003); EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA (2001); FULLER; EDELMAN; MATUSIK (2000); EDELMAN; UGGEN; ERLANGER (1999); EDELMAN; SUCHMAN (1999); EDELMAN; SUCHMAN (1997); EDELMAN (1992)	87,1% 27
	GRÃ-BRETANHA	GILAD (2014)	3,2%
CIVIL LAW	FRANÇA; CHINA, INDONÉSIA, E COREIA; ALEMANHA; HOLANDA	THIEMANN; LEPOUTRE (2017); PÉREZTS; PICARD (2015); HALLIDAY; CARRUTHERS (2007);	9,7%

¹⁷ “We believe that extensions of the theory will also apply to other advanced economies and other regions, always contingent on both national singularities of legal tradition and state structure and their locus in the world polity and world-system” (HALLIDAY; CARRUTHERS, 2007, p. 1145).

TOTAL	-	31 artigos	100%
Âmbito Internacional - Transnacional	FRANÇA; CHINA; INDONÉSIA; COREIA; EUA; ALEMANHA; HOLANDA	THIEMANN; LEPOUTRE (2017); PÉREZTS; PICARD (2015); HALLIDAY; CARRUTHERS (2007); ALON; DWYER (2016);	12,9%

Fonte: elaborada pela autora.

O quadro 2 demonstra que os estudos sobre *Endogeneity of Law* se concentram nos países de Regime Jurídico *Commun law*, contando com um número de 27 artigos publicados com referência à Leis e regras dos Estados Unidos da América. Pérezts e Picard (2015) estudaram as práticas de *compliance* em um Banco Francês, o qual passou a adotar regras internacionais sobre Lavagem de Dinheiro. Halliday e Carruthers (2007) estudaram a internalização de regras internacionais em relação ao Processo de Falência com base em 3 (três) casos: Indonésia; Coréia; e, China. Seguindo a mesma linha de internalização de regras internacionais Thiemann e Lepoutre (2017) verificaram como a relação entre regulados e reguladores afetou a internalização de regras transnacionais na Alemanha, França e Holanda. Assim, eles descobriram que os mercados ABCP “se desenvolveram de forma diferente como resultado das interações entre os reguladores bancários nacionais, por um lado, e os bancos e seus auditores, por outro” (THIEMANN; LEPOUTRE, 2017, p. 1778). A conclusão desses autores foi de que enquanto o mercado ABCP na Alemanha e nos Países Baixos expandiu rapidamente entre 1999 e 2007, também caiu vertiginosamente, “as atividades no mercado francês ABCP (*asset-backed commercial Paper*) cresceram de forma mais constante e evitaram uma súbita queda em 2007” (THIEMANN; LEPOUTRE, 2017, p. 1777). Esse resultado está diretamente relacionado à centralidade do ator regulador no processo de discussões em torno das regras, e suas relações com atores transnacionais.

Ao classificar as pesquisas realizadas sob a perspectiva da *Legal Endogeneity* em países e seus regimes jurídicos, verificou-se que uma terceira classificação emergiu em meio aos referidos estudos em análise: Âmbito internacional das regras e Leis, sob uma abordagem transnacional. Assim, 3 (três) estudos chamaram a atenção para o processo de globalização, e como as Leis e regras em âmbito internacional estão sendo difundidas e aplicadas à prática em âmbito Nacional. Um exemplo disso, foi o estudo de Alon e Dwyer (2016) que abordou a forma como os Estados Unidos da América adotou uma regra contábil *International Financial Reporting Standards* (IFRS) instituída em âmbito internacional. Porém, referido Estado não abandonou a sua regra Nacional (US GAAP- *United States Generally Accepted Accounting Principles*), mantendo a prática de conciliação entre as referidas regras. Assim, as empresas

Norte-Americanas precisavam apresentar 2 (dois) distintos formulários de demonstrações financeiras: IFRS (âmbito internacional) e US GAAP (âmbito Nacional). Essa prática trouxe discussões e reclamações das empresas, referente ao excesso de formulários de preenchimento e apresentação obrigatória. Esse conflito gerou discussões transnacionais, e resultou no confronto com o Big 4 (quatro grandes escritórios de contabilidade que atuam em âmbito transnacional). Esses escritórios passaram a confrontar a postura da SEC (*Security Exchange Commission*) o que resultou em manifestações contrárias à prática adotada pela comissão, a qual passou a perder força em uma discussão transnacional.

Os estudos que envolvem legislação transnacional (HARTNELL, 1993; QUACK, 2007; SMETS; JARZABKOWSKI¹⁸, 2013) abordam as diferenças entre os regimes jurídicos dos países, justamente pelo fato de levantar questões referentes à negociação e adaptação de diferentes legislações em seus respectivos países de origem – no caso dos estudo de Smets e Jarzabkowski (2013) os países foram a Alemanha e a Inglaterra. As legislações transnacionais passam por um processo de adaptação, em que se levará em consideração o grau cultural, tradução, adaptação, e até mesmo, resistência dos países que a elas possam se submeter (TEUBNER, 1998; QUACK, 2007).

Ou seja, um novo campo de estudo está emergindo dentro da proposta da *Legal Endogeneity*, o processo de adoção, implementação e/ou resistência às regras e Leis em âmbito internacional. Outrossim, é preciso ampliar os estudos sobre *Endogeneity of Law* para países cujo regime jurídico opera sob *Civil Law*, com o propósito de verificar as suas peculiaridades como: as diferenças entre *Civil Law e Commun Law* diante da endogeneidade da Lei e regras. Essa inclusive foi uma sugestão de Edelman (2016) sobre estudos futuros voltados para a *Endogeneity of Law ou Legal Endogeneity*.

Em um segundo momento, os estudos foram classificados conforme as esferas de poder: legislativo, executivo e judiciário. Essa classificação foi sugerida por Funk e Hirschman (2012), tendo em vista que os autores propuseram a ampliação do campo de análise de *Legal Endogeneity*. Aliás, a ampliação do campo de análise sobre a Lei e sua relação com as

¹⁸ Smets e Jarzabkowski (2013) apresentaram um estudo referente à adaptação realizada por advogados ingleses e alemães diante de regimes jurídicos tão diferentes: *commom law e German Hausbank*. Isso ocorreu porque os fundos de investimentos para aposentadorias *Small and medium-sized enterprises* (SME) e o aumento da sindicalização do setor, acarretou uma crescente demanda por experiência jurídica com os mercados de capitais internacionais e suas normas e expectativas. A questão é que os regimes jurídicos eram completamente diferentes, o que abriu precedente para o estudo sobre *Institutional Work* uma vez que abordava o processo de adaptação e negociação entre advogados que atuavam em contextos institucionais diferentes. Esse contexto levou os autores a compreender ciclos de negociação, adaptação e tradução, por meio dos quais os advogados estabeleceram um modelo de agência relacional dirigido pela dimensão prático avaliativo de Emirbayer e Mische (1998), e dentro de *Institutional Work*.

organizações, contribuiu sobremaneira para os estudos de *Endogeneity of Law*, uma vez que permitiu a compreensão da atuação de diversos campos sobre a Lei, por meio das estratégias abertas das organizações que pretendem criar, manter ou romper regras e Leis – Campo de Ação Estratégica - *strategic action fields* (SAFs) (FLIGSTEIN; MCADAM, 2011).

Assim, o que era apenas *compliance* ou conformidade com a Lei, desde o início dos estudos de Edelman (1990; 1992, 2007), dentro de uma análise do poder judiciário e sua receptividade à forma como as estruturas organizacionais simbolicamente se apresentavam conforme a Lei, foi estendida para outras esferas de poder do Estado-Nação: legislativo e executivo. Por isso, é importante verificar o desenvolvimento dos estudos sobre *Endogeneity of Law* de acordo com a sua classificação nas diferentes esferas de poder público.

Quadro 3- Esferas de Poder

Esfera do Poder Público /autores	Autores	Nº
Legislativo	GRONERT (2019); FUNK; HIRSCHMAN (2017); LAGESON (2017); TALESH (2015); TALESH (2014); EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM (2010); TALESH (2009); EDELMAN (2004); EDELMAN; SUCHMAN (1997)	9
Executivo	THIEMANN; LEPOUTRE (2017); MULLIGAN; OATS (2016); ALON; DWYER (2016); PÉREZTS; PICARD (2015); FUNK; HIRSCHMAN (2014); GILAD (2014); BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART (2012); COVALESKI; DIRSMITH; WEISS (2013); BAMBERGER; MULLIGAN (2011); BAMBERGER; MULLIGAN (2011); SHORT; TOFFEL (2010); HALLIDAY; CARRUTHERS (2007); KELLY (2003)	13
Judiciário	EDELMAN; SMYTH; RAHIM (2016); KRIEGER; BEST; EDELMAN (2015); BEST; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON (2011); EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA (2011); EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA (2001); FULLER; EDELMAN; MATUSIK (2000); EDELMAN; UGGEN; ERLANGER (1999); EDELMAN; SUCHMAN (1999); EDELMAN (1992)	9

Fonte: elaborado pela autora.

Dos 31 (trinta e um) artigos analisados verificou-se que: 42% representam os estudos dentro da esfera do poder executivo; 29% se referem ao poder Judiciário; e 29% estão dentro do poder legislativo. A importância da verificação das esferas do poder público está associada à ideia de como os autores utilizam os mecanismos institucionais (mais sutis) ou políticos (mais abertos) para explicar como as organizações alteram o conteúdo e o significado de Leis e regras. Uma possível explicação sobre esse resultado, pode estar associada aos estudos de “captura regulatória” que acabam focando seus esforços no ambiente de regulação – esfera do poder executivo – referente à relação regulados e reguladores. Outra possível causa pode ser o fato de que o poder executivo – como agências reguladoras – acaba mediando a letra da Lei e as regras instituídas para a sua aplicação na prática.

A delimitação dos trabalhos dentro das 3 (três) esferas de poder levou em consideração os seguintes critérios: a) engajamento legislativo (Poder legislativo); b) Inovação em torno da Lei e a relação das organizações com as agências reguladoras (Poder executivo); c) O fluxo dos

significados atribuídos à interpretação da Lei, e sua relação com decisões judiciais (Poder Judiciário). A questão relacionada às leis incompletas do Tipo I estão associadas a ideia de que “não especificam totalmente as ações permitidas ou proibidas”, o que pode levar as empresas a se engajarem estrategicamente em ações de mercado para criar uma interpretação favorável da lei (FUNK; HIRSCHMAN, 2017, p. 16). Por isso, Funk e Hirschman (2017) se referem à implementação, ou ainda, ao processo como uma mudança orientada pela implementação. Verifica-se que pelo fato de leis ou regulamentos não abordarem todas as possibilidades de permissão ou proibição, bem como todas as situações futuras em relação ao tema abordado pelas regras, abre-se um canal pelo qual as empresas passam a navegar buscando interpretações mais favoráveis aos seus interesses. As Leis ou regulações do Tipo I são exploradas por Edelman (1992; 2011) quando a autora apresenta dispositivos legais relacionados a “Oportunidade de emprego igualitária” em termos de raça, cor ou gênero nos Estados Unidos. Ou seja, ela abordou de uma maneira mais profunda as lacunas interpretativas ao tentar definir o termo “discriminação” no ambiente de trabalho, o que permitiu abrir caminhos pelos quais as empresas ofereciam interpretações mais favoráveis aos seus interesses – ou pior, alterando o real efeito da Lei.

Funk e Hirschman (2012) definem o engajamento legislativo como o intenso esforço que as organizações fazem para influenciar o legislativo. No entanto, os autores defendem que, normalmente, as rupturas não são rápidas e decisivas, mas ocorrem por meio de mudanças sutis e incrementais que resultam na “reescrita” da Lei, bem como alterações de partes de arranjos legais existentes, deixando outras partes intactas o que configura o processo conhecido por “camadas” (THELEN, 2003).

A capacidade das organizações em inovar em torno da lei se refere a possibilidade de criar novas atividades ou objetos que não sejam regulados por ela. Nesse ponto, não existe apenas a ambiguidade da letra da Lei, mas também a ausência de regulação sobre determinados aspectos da vida real (FUNK; HIRSCHMAN, 2012; 2014). Ao abordar as Leis do Tipo II verifica-se um caminho inverso, ou seja, quando a Lei é muito específica ao delimitar e tentar abarcar todas as ações permitidas e/ou proibidas. Nesse caso, Funk e Hirschman (2017) entendem que as ações de mercado empreendidas pelas empresas em resposta a restrições legais específicas podem se voltar para situações não previstas em Lei, o que pode acarretar um processo de mudança orientada pela inovação. Funk e Hirschman (2012; 2014) iniciaram uma nova visão sobre as possibilidades de influência organizacional ao seu ambiente legal, uma vez que apresentam um caminho diferente: a inovação em torno da Lei. Esse caminho pelo qual as

empresas transitam em torno de possíveis interpretações da Lei, permite que elas criem novas situações que a Lei não conseguiu prever ao restringir e especificar “o que era permitido e/ou proibido”. Portanto, é possível verificar que o tipo ideal proposto por Funk e Hirschamn (2017) aborda possibilidades extremas de interpretação pelas empresas, que se configuram em ações de mercado. De um lado, as regras incompletas do Tipo I são amplas e gerais; enquanto do outro lado, as do Tipo II são restritas e específicas.

A Lei, pelo fato de se configurar na forma escrita, pode apresentar ambiguidade na maneira como foi expressa. Isso é possível diante de termos utilizados que permitam a interpretação dúbia da Lei, ou seja, permitindo a dupla interpretação. Além disso, pode ocorrer um descompasso entre quem escreve e aqueles que implementam a Lei, “Enquanto o legislativo escreve e aprova as leis, o poder executivo deve determinar como elas são implementadas” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p. 16). Um exemplo entre as diferentes esferas que legislam e aplicam a Lei estão as agências reguladoras, as quais são encarregadas de transformar a linguagem legislativa em regras práticas para aplicação. No entanto, a linguagem da lei, como toda linguagem, requer interpretação e, assim, permite algum nível de flexibilidade interpretativa (PEDRIANA; STRYKER, 2004). Uma forma importante pela qual as organizações podem moldar a lei é tentar explorar a dificuldade e a ambiguidade inerentes a essa interpretação, empurrando os reguladores para leituras específicas.

Um segundo critério adotado para classificar os estudos sobre *Endogeneity of Law* de acordo com as 3 (três) esferas do Poder Público foram: os mecanismos institucionais e políticos. Assim, os mecanismos institucionais tendem a ser mais sutis, e exigem uma análise temporal para verificar como as organizações, paulatinamente, influenciam Leis e regras, por meio da reinterpretção. Além disso, eles mostram-se úteis para explicar a legalização da vida organizacional (EDELMAN, 1990, 1992; SUTTON et al., 1994; DOBBIN; SUTTON, 1998; EDELMAN; PETERSON, 1999; EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999; HEIMER, 1999). A legalização ocorre de forma sutil, e por meio de mecanismos institucionais (interpretação e implementação da Lei) que paulatinamente avançam o campo legal, seja por meio de estruturas e políticas adotadas por organizações (*compliance*); ou por meio da interpretação da lei, a qual acaba se utilizando de mediadores como advogados, doutrinadores e profissionais de recursos humanos (EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA, 2001).¹⁹ Nesse

¹⁹ Esse artigo aborda a *managerialization of law* o processo pelo qual ideias são reconfiguradas pelo pensamento gerencial, e como ele flui através dos limites entre o campo legal e organizacional, por meio dos profissionais que acabam operando entre o campo legal e organizacional. Exemplo, advogados, doutrinadores e o pessoal de recursos humanos.

sentido, Greenwood, Oliver, Sahlin-Andersson, Suddaby (2008) classificam o estudo de Edelman (1992) como uma proposta de mudança institucional, por meio da qual os atores aplicam a lei à prática organizacional de acordo com os seus interesses. Seria, pois, uma adaptação da Lei à realidade organizacional, por meio da sua aplicação e interpretação. Apesar de não abordarem a agência com base na influência dos atores sociais, diretamente, sobre a letra da Lei, ela defende que existe uma interferência paulatina que ocorre ao longo do tempo, e altera a prática da lei.

À medida que as práticas e interpretações organizacionais (*compliance*) referentes às leis avançam sobre o entendimento legal (campo legal), o impacto da lei perde sua força. Por isso Edelman (1992) inicia seus estudos sobre “*Endogeneity of Law*” afirmando que as organizações acabam se tornando mediadoras da lei perante a sociedade, a partir do momento que amortecem seu impacto, e, conseqüentemente, protegem os interesses gerenciais. Assim, o processo de “*Endogeneity of Law*” “enfraquece o impacto da lei quando estruturas organizacionais são vistas como indicadores de conformidade legal”²⁰.

O fluxo de significados da Lei entre o campo legal e organizacional que Edelman (1992; EDELMAN; SUCHMAN, 1997; EDELMAN; STRYKER, 2005) afirma existir ocorre por meio de mecanismos institucionais, e se fundamenta no que ela defende ser: a sobreposição ou intersecção entre esses distintos campos. Edelman e outros autores veem trabalhando a associação entre Leis e Organizações, seja por meio de uma proposta Sociológica voltada para o Direito e a Economia (EDELMAN; STRYKER, 2005), ou mesmo pela conexão desses enquanto campos sobrepostos – com lógicas diferentes que, porém, geram intersecções (EDELMAN, 2007) – ou ainda pela compreensão de como as organizações respondem aos estímulos de um ambiente legal (EDELMAN, 1992; EDELMAN; UGGEN; ERLANGER 1999; EDELMAN; SUCHMAN, 1997).

A diferenciação entre os mecanismos²¹ políticos e institucionais voltados para as alterações da Lei, com base nos interesses organizacionais pode ser estabelecida de acordo com: práticas que se difundem e contestações políticas. Os mecanismos institucionais podem levar à aceitação generalizada de certas formas de conformidade corporativa e construção de regras legais que afetam indústrias e organizações. Mas é a partir da contestação e do poder político, enquanto fatores críticos, que determinam quais princípios e estruturas jurídicas, formas de

²⁰ “The authors argue that legal endogeneity weakens the impact of law when organizational structures are viewed as indicators of legal compliance even in the face of discriminatory actions” (EDELMAN, et. al. 2011, P. 888).

²¹ “By mechanism I mean simply the processes that account for causal relationships among variables” (CAMPBELL, 2004, p. 63).

cumprimento (*compliance*) e construções de regras dominam o mundo econômico (EDELMAN; STRYKER, 2005). No entanto, os mecanismos políticos e institucionais são difíceis de serem analisados de forma separada, o que pressupõe que existe uma relação de interdependência entre eles.

Essa interdependência, se justifica na compreensão de *Legal Endogeneity*. Para a compreensão de *Endogeneity of Law* é preciso verificar que existe uma relação com o histórico de eventos que ocorrem em torno da construção e reconstrução da lei, de tal forma que os mecanismos políticos e institucionais (causas das alterações) aparecem fundidos por meio de uma relação causal que os vincula. Nesse sentido, Funk e Hirschman (2012), ao apresentarem as diferentes estratégias que as organizações podem utilizar para alterar a Lei, afirmam que as empresas utilizam várias estratégias combinadas e ao mesmo tempo, o que pressupõe a interdependência entre elas, de tal maneira, que o uso dessas estratégias pode depender da execução bem-sucedida de uma estratégia anterior. Ou seja, a análise institucional sobre mudança depende de conceitos causais, no entanto, os estudos muitas vezes não especificam claramente os mecanismos ou processos subjacentes pelos quais a mudança ocorre. “Como resultado, esses conceitos se assemelham a ‘caixas pretas’ misteriosas cujo conteúdo precisa ser descompactado e examinado”²² (CAMPBELL, 2004, p. 5).

Os mecanismos políticos são classificados por Funk e Hirschman (2017) como: a) política aberta ou velada – envolvendo estratégias abertas das organizações, com seus interesses explícitos, ou velados; b) o *lobby* concentrando-se na esfera legislativa – mas não deve ser compreendido como um fim em si mesmo, pelo contrário, os autores demonstram que a tentativa de alterar a Lei por meio de *lobby* pode fracassar, e ainda assim, as organizações podem alcançar seus objetivos por meio de Ação de Mercado; c) Ação de Mercado²³ – quando as empresas utilizam suas atividades empresarias como meio de barganha; como exemplo, fechamento de empresas e o consequente desemprego em uma região; ou a abertura de empresas que geram emprego.

Ainda que Funk e Hirschman (2017) apresentem a diferenciação entre *Endogeneity of Law* e *Corporate political activity (CPA)* – esses últimos classificados como envolvendo relações políticas consideradas *Nonmarket*- eles relacionam os estudos sobre CPA como uma

²² “As a result, these concepts resemble mysterious black boxes whose contents need to be unpacked and examined” (CAMPBELL, 2004, p. 5).

²³ Como exemplo de Ação de Mercado, as empresas de capital aberto ameaçaram o Governo de fechar o capital se suas reivindicações não fossem aceitas na edição da Lei 10. 303/ 2001 (GORGA, 2006 – ainda que essa autora não utilize a abordagem de *Endogeneity of Law* seu estudo foi primordial para compreender o mercado de ações brasileiro).

política aberta, associada por mecanismos institucionais invisíveis e sutis que podem ajudar as organizações a alcançar seus objetivos. Assim, os autores precursores da *Endogeneity of Law* não desconsideram as alterações na Letra da Lei, como codificação formal, apenas sugerem que seu estudo requer alguns cuidados, como uma verificação mais ampla que permita compreender o que motivou essa alteração ou manutenção da Lei.

2.2.2 Conflitos como base dos estudos de *Endogeneity of Law*

O principal ponto de partida para a verificação da *Endogeneity of Law* é o conflito. A questão é que os conflitos apresentados nos estudos sobre essa perspectiva teórica acabam abordando crenças e valores da sociedade. Muitas Leis surgem como resultado de conflitos, ou são alteradas por causa deles, mas esses conflitos resultam das ações e interesses de corporações, organizações sem fins lucrativos, organizações de movimentos sociais e outros tipos de organizações (EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM, 2010). A lei é mobilizada e encontra força nas ações dos atores organizacionais, e suas fronteiras são moldadas em parte pelas estratégias de amortecimento e desacoplamento das organizações (EDELMAN, 2007).

Por isso, os conflitos pontuados em todos os estudos sobre *Endogeneity of Law* acabam abordando o Contexto Institucional. Assim, Battilana, Leca e Boxenbaum (2009) defendem que fatores individuais e/ou organizacionais podem estar intimamente interligados na formação, perturbação e transformação de Contextos Institucionais. “Mudanças divergentes podem ser iniciadas dentro dos limites de uma organização e/ou dentro do Contexto Institucional mais amplo” no qual um ator e/ou organizações estão incorporados (BATTILANA; LECA; BOXENBAUM, 2009, p. 72).

Para Battilana, Leca e Boxenbaum (2009) a teoria das escolhas, a teoria da agência e a nova economia institucional tendem a isolar as organizações do seu contexto social e a concentrar-se na análise das decisões dos atores. Em contrapartida, a teoria institucional sugere que os padrões de ação e organização são moldados pelas instituições, não apenas pelos cálculos instrumentais (DIMAGGIO; POWELL, 1983; MEYER; ROWAN, 1977). Esses autores propõem que o comportamento organizacional seja determinado pelo ambiente institucional, como uma forma de considera-los legítimos. No entanto, essa perspectiva excessivamente socializada da ação, seja pela homogeneidade organizacional (DIMAGGIO; POWELL, 1983; TOLBERT; ZUCKER, 1983) ou pela legitimidade (MEYER; ROWAN, 1977) não representou a mudança institucional (HIRSCH; LOUNSBURY, 1997).

Por isso, Battilana, Leca e Boxenbaum (2009) defendem que estudos comparativos são necessários para explicar as diferenças entre tipos de contextos institucionais e tipos de mudanças divergentes. “Esses estudos também devem examinar o possível efeito de interação entre as características do nível de campo e a posição social dos atores” (BATTILANA; LECA; BOXENBAUM, 2009, p. 76). Como exemplo, Battilana, Leca e Boxenbaum (2009, p. 76) citam a resolução alternativa de litígios (ADR), “que foi concebida como uma forma de contornar o sistema dos tribunais americanos de resolver disputas menores, muitas vezes criticadas por má gestão e procedimentos mal concebidos”. As ADR’s (*Alternative Dispute Resolution*) se aproximam dos estudos de Edelman (1992) e de Talesh (2009) e podem ser compreendidos como resultado dos esforços combinados de múltiplos atores inseridos em vários campos, como advogados, empregadores, consumidores, revendedora de automóveis, e a indústria automobilística. Esses atores sociais foram responsáveis pelo desenvolvimento de métodos informais de resolução de disputas e, eventualmente, compartilharam seus conhecimentos e construíram as opções de ADR.

A questão que emerge nesse ponto é a posição dos atores e os conflitos que ocorrem dentro de um contexto mais amplo, e por isso, pode ser compreendido como o esforço para criar, manter e romper regras e Leis. Por isso, regras e Leis podem ser compreendidas como resultado das disputas, entre diferentes atores, dentro de um determinado contexto institucional. Assim, os estudos sobre *Endogeneity of Law* podem ser analisados à luz do *Institutional Work*, tendo em vista que pressupõe conflitos que emergem em contextos institucionais diversos.

Seguindo a linha de compreensão de Battilana, Leca e Boxenbaum (2009) depreende-se que o contexto institucional pode sofrer interferências por atores, indivíduos e organizações, que compõem um determinado campo. Em razão disso, os estudos sobre *Endogeneity of Law* analisados aqui, podem ser classificados de acordo com o contexto institucional no qual foram enquadrados, bem como os atores responsáveis pela criação, manutenção e rompimento de regras e Leis. É nesse momento que se passa a responder uma das questões da pesquisa: quem faz *Endogeneity of Law*?

✓ *Estudos que abordaram Institutional Work e Endogeneity of Law*

Primeiro, verificou-se que alguns estudos sobre *Endogeneity of Law* abordam a ideia de *Institutional Work* e empreendedorismo institucional, conforme se verifica no quadro 4.

QUADRO 4 - Autores que abordam *Institutional Work* e *Endogeneity of Law*

Autores	Tema	Trabalho
MULLIGAN; OATS (2016)	Abordam profissionais de impostos como mediadores das regras, por meio de <i>Institutional Work</i>	Redes de profissionais
PÉREZTS; PICARD (2015);	Como profissionais de <i>compliance</i> adotaram uma conduta ética para avaliar clientes do Banco, e evitar a lavagem de dinheiro	<i>Ethical work</i>
COVALESKI; DIRSMITH; WEISS (2013)	Identificaram um empreendedor institucional que alterou “regras orçamentárias”, diante de seu alinhamento político	Empreendedorismo Institucional

Fonte: elaborado pela autora.

O primeiro, reúne as abordagens teóricas de *Institutional Work* e a *Endogeneity of Law* ao encontrar profissionais de elite engajados no exercício sutil e difuso do poder de influência sobre as regras contábeis de empresas multinacionais, no Vale do Silício. Assim, Mulligan e Oats (2015) começam a sua análise a partir do nível micro, ou seja, como esses profissionais atuam dentro de suas organizações, passando por um nível meso entre organizações dentro do campo e em nível macro no ambiente externo mais amplo (MULLIGAN; OATS, 2016, p. 63). Segundo os autores, existem “profissionais de Elite” designados por um seletivo grupo de atores cujos conhecimentos, habilidades e poder os diferenciam de seus pares. No entanto, Mulligan e Oats afirmam que “Elite”, em seu estudo, não está associada à conotação política.

Mulligan e Oats (2016) afirmam que é importante compreender que os profissionais fiscais internos desempenham papéis em três níveis diferentes de envolvimento: micro, meso e macro. Ou seja, os autores apresentaram diferentes grupos de atores, os quais coexistem em cada um desses níveis e têm diferentes graus de influência e exercem diferentes papéis que são desempenhados em cada nível (às vezes, pelos mesmos atores que adotam diferentes identidades). As atividades desempenhadas por esses atores podem ser: 1) a implementação de planos de impostos e processos associados ao nível organizacional (micro); 2) desenvolver e estabelecer padrões de prática no nível do campo organizacional (meso), por meio da difusão de práticas, redes e educação (transferindo informações por meio de conferências); 3) desenvolver e promulgar leis tributárias no nível econômico e político (macro), o que ocorre por meio de *Lobby*²⁴ direto com legisladores/funcionários do Congresso, considerando-se uma atividade comercial essencial para algumas empresas do Vale do Silício. Assim, “As empresas maiores investem em recurso humano dedicado e separado para gerenciar essa atividade, o que

²⁴ “Lobbying is at the forefront of the Silicon Valley Tax Directors Group's activities, and is funded by its relatively high annual membership fee (\$10,000, compared to a mere \$200 for the Tax Executives Institute). As one informant observed. It's the lobby fees. They're not trying to make money. What they're having to do is pay the person in Washington DC that will take their lobby message to whoever it needs to go to ... they represent some huge companies and Washington listens to huge companies. (TE 14)” (MULLIGAN; OATS, 2016, p. 73).

indica claramente que delas derivam benefícios importantes, presumivelmente aumento do capital econômico” (MULLIGAN; OATS, 2016, p. 73).

O segundo estudo aborda o processo de adaptação de um Banco Francês, não identificado por Pérezts e Picard (2015), a uma regra internacional. A regra internacional sobre o perfil dos clientes dos bancos (KYC – “*know-your-customer*”) ampliava a responsabilidade das Instituições Financeiras em relação à verificação do perfil de seus clientes, e a origem do dinheiro, gerando *anti-money laundering* (AML). Por isso, a terceira diretiva europeia sobre AML foi estabelecida em 2005, mas só transposta para a Lei Francesa em 2009. O conflito em torno da regra era: o interesse dos bancos em captar clientes e dinheiro, dentro de sua função comercial (lucro); e, em contrapartida, a responsabilidade dos bancos em captar clientes e dinheiro sem conhecer sua origem. Assim, Pérezts e Picard (2015) passam a analisar, por meio de uma pesquisa etnográfica, a implementação da referida regra no banco FIB (codinome do banco analisado). Seu estudo se volta para a ideia da prática de *compliance*.

Assim, Pérezts e Picard (2015, p. 847) consideraram *compliance* “como uma atividade humana, abordada como uma prática a ser considerada dentro de um conjunto de competências”²⁵. A avaliação de risco permitiu que os indivíduos envolvidos na tarefa de *compliance* apresentassem seus valores. Ou seja, a tarefa estava imersa nos valores dos indivíduos responsáveis pela avaliação dos clientes, que teriam ou não seus negócios aprovados.

Por isso, os autores apresentam o processo pelo qual a “zona de conforto” emergiu e, conseqüentemente, permitiu um Trabalho Ético (*ethical work*) habilitando as atividades, tanto de regulados como de reguladores. Pérezts e Picard (2015) apresentam um conjunto de vocabulário adotado pelos times de trabalho “A” e “B”, e se surpreenderam ao verificar que não foram utilizadas as palavras certo/errado, correto. Mas, pelo contrário, a internalização da regra internacional sobre lavagem de dinheiro foi tão profunda pelos responsáveis de *compliance* que eles adotaram expressões como “dinheiro limpo” e/ou “dinheiro sujo” para classificar as avaliações dos clientes.

É preciso pontuar que as duas equipes (A e B) foram alocadas de forma diferente. O time A ficou alocado no departamento “Front Office”, enquanto o Time B ficou alocado em um departamento independente, voltado apenas para “*compliance*”. Embora eles se relacionassem, por meio de reuniões informais, os autores perceberam que o discurso do Time B previa a “moralização” do “Front Office” (PÈREZTS; PICARDO, 2015).

²⁵ “In other words, compliance is a human activity, should be approached as a practice and be considered as a core competence” (PÈREZTS; PICARDO, 2015, p. 847).

O Trabalho ético (*ethical work*) emerge como uma mediação cognitiva que pode ser construída individualmente e/ou coletivamente em torno de um quadro específico de normas e regulações: a zona de conforto. Na verdade, a Zona de conforto proposta pelos autores é um enquadramento da análise do risco do negócio em relação a determinados clientes. Existe uma lista de classificações dos clientes que deve ser checada pelos analistas de risco. Se o cliente apresenta todos os documentos exigidos em termos de verificação da procedência do dinheiro, os analistas o classificam como “zona de conforto”, pois se sentem confortáveis em aprovar negociações com o cliente. Por isso, o título do estudo “*Compliance or Comfort Zone?*”. Os autores abordaram a agência moral dos indivíduos responsáveis pelo cumprimento da regra, entre seus valores e a lógica comercial do banco. Portanto, organizações, como atores sociais coletivos, “são influenciados por crenças institucionalizadas sobre legalidade, moralidade e racionalidade e contribuem para o significado e o processo de conformidade com a lei” (EDELMAN; TALES, 2011; PÉRIZTS PICARD, 2015, p. 837).

No terceiro estudo, Covalski, Dirsmith e Weiss (2013) abordaram *Endogeneity of Law* sob a perspectiva do Empreendedorismo Institucional, quando estudaram o regime orçamentário do Estado Wisconsin (EUA) e a discussão em torno dos custos orçamentários. O conflito se formou em relação às ideias neoliberais em reduzir o Estado de bem-estar social e o orçamento inchado voltado para os serviços de prestação de assistência social. Assim, com a ideia de reduzir as despesas federais, o governador Thompson, 1987, ganhou permissão para começar a experimentar o AFDC (*Aid for Families with Dependent Children*) em nome da eficiência econômica, ao experimentar a sujeição do bem-estar às forças do mercado, de acordo com a ideologia neoliberal amplamente construída na administração Reagan²⁶. Em 1999, Thompson assina a Lei que colocou fim ao plano AFDC de assistência social em Wisconsin. Surgiu o estudo “99 Group” proposto pelo Secretário de Estado, Gerald Whitburn, cujo trabalho era projetar um substituto para o Sistema baseado em AFDC. “O Grupo 99 esperava estimular ainda mais desempenho, notificando as agências do condado de que, se elas não atendessem às expectativas, elas seriam substituídas por fornecedores do setor privado” (COVALESKI; DIRSMITH; WEISS, 2013, p. 348). Assim, o Grupo 99 alegou que o seu propósito não era necessariamente privatizar, mas abrir o bem-estar às “melhores práticas”. Os autores demonstram que o governador Thompson se valeu de seu alinhamento político,

²⁶ “The seeds of experimenting with a market-based delivery system, however, had already been planted within the predecessor AFDC in the form of the State of Wisconsin’s experimental JOBS program (Job Opportunities and Basic Skills). JOBS was designed to help move welfare recipients “along the welfare continuum” into work through a combination of education, training, and job-search and placement services favored within the neo-liberal ideology” (COVALESKI; DIRSMITH; WEISS, 2013, p. 348).

enquanto republicado, para implementar a ideia de mercado em um programa de assistência social, exercendo influência de baixo para cima (Estadual vs. Federal). “Esse esforço representa uma primeira onda de ruptura e de legitimação de um programa, anteriormente, institucionalizado - AFDC - redefinindo, recategorizando, abstraindo, problematizando, e geralmente manipulando as fronteiras sociais simbólicas que constituem instituições” (COVALESKI; DIRSMITH; WEISS, 2013, p. 347). No entanto, a principal questão abordada por Covalleski, Dirsmith e Weiss (2013, p. 349) foi a compreensão do que eles chamaram de “empreendedorismo cultural”²⁷, por meio do qual, Thompson e o grupo de trabalho procuraram “infundir novas crenças, normas e valores em estruturas sociais”.

Mais uma vez, a mudança endógena da Lei está sendo analisada em diferentes níveis societais. Isso porque o estudo focou nas ações de um agente em nível individual (Thompson), em relação ao nível organizacional (agências de bem-estar- *welfare agencies*), alcançou o nível institucional (o Estado e vários reguladores) e, por fim, chegou ao nível societal (administração Reagan e DHHS federal). Ficou claro no estudo de Covalleski, Dirsmith e Weiss (2013) que Thompson se utilizou de sua habilidade como operador cultural reenquadrando a ideia de inchaço orçamentário com os beneficiários de assistência social e categorizando a eficiência do novo programa W2 - com base no trabalho e influência da iniciativa privada.

✓ *Identificando o conflito de interesse*

A conexão entre as duas perspectivas teóricas distintas (*Institutional Work e Endogeneity of Law*) contribui para a ampliação das lentes de *Legal Endogeneity*, permitindo uma releitura dos trabalhos já publicados. Assim, os estudos apresentam o conflito como base da Teoria e distinção de outras perspectivas, mas principalmente demonstram que as regras e Leis podem ser condutores de símbolos, crenças e valores sociais, o que permite a interpretação de sua criação, manutenção e rompimento de instituições maiores.

Os estudos sobre *Endogeneity of Law* analisados aqui demonstram que os conflitos e discussões estabelecidos pelos atores (organizacionais, indivíduos e Estado) em torno da Lei, se concentram na racionalidade e eficiência do mercado. Por exemplo, Edelman (2004) analisa a ideia de racionalidade dos atores sociais envolvidos no contexto de emprego em relação à Lei

²⁷ “Cultural entrepreneurship focuses on how individuals, groups, or organizations act as skilled cultural operators, using mechanisms such as framing, categorization, and storytelling or narratives to facilitate the comprehension and justification of an innovation. . . . Although the concepts of cultural and institutional entrepreneurship overlap to some extent, the cultural entrepreneurship literature has tended to focus more on symbolic change across multiple levels of analysis from individual to Society” (COVALESKI, DIRSMITH; WEISS, 2013, p. 358 – usam o conceito de Thorton (2012)).

de Direitos Civis do EUA – no caso o empregado e o empregador. A racionalidade estaria fundamentada nos interesses dos empregadores: adotar procedimento internos de queixa remetendo a ideia de justiça e legalidade; e, reduzir os riscos de uma Ação Judicial, acarretando a economia de custos.

Gronert (2019) analisou os casos de abuso sexual em universidades dos Estados Unidos. Segundo a autora as Universidades foram acusadas, com base nos últimos escândalos, de obstruir a justiça, uma vez que procuravam abafar os casos de abusos. Essa postura remete a ideia racional de que as Universidades procuraram manter sua reputação intacta – diante da necessidade de obter alunos e considerando o fato de que as universidades são pagas. A autora analisou a relação entre Lei, movimentos sociais e Organizações (EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM, 2010). O conflito aqui se baseia na possibilidade de responsabilidade civil e criminal nesses casos, a reputação e o significado da obstrução à justiça.

Mulligan e Oats (2016), bem como Bamberger e Mulligan (2011) apresentam temas diferentes, no entanto, com uma mesma lógica metodológica. Em ambos os casos os autores verificaram a construção profissional do Direito em campos distintos. O primeiro abordou os contadores de Multinacionais no Vale do Silício, e o segundo a questão da privacidade dos dados pessoais de consumidores, e como os profissionais de privacidade das organizações se organizaram para responder a Lei. Nos dois casos os autores identificaram profissionais de “elite” como um grupo de especialistas que influenciam a construção social da Lei por meio de: a) conferências de profissionais da área – troca de informações; b) treinamento de pessoal; c) *lobby*. Os autores demonstram a relação entre regulados e reguladores, como um processo de negociação realizado com os profissionais de “elite”. A racionalidade, de acordo com Edelman (2004), nesse caso, estaria pautada por relações de poder, considerando que o mercado pressupõe que os negócios são realizados entre iguais. No entanto, entre as “falhas do mercado” está o fato de desconsiderar relações baseadas em desigualdades sociais.

Gilad (2014) também abordou a relação entre regulados e reguladores. Com base em um estudo de caso detalhado das respostas das empresas financeiras britânicas à iniciativa de tratar os clientes de forma justa da *Financial Services Authority Fairly* (FSA) uma iniciativa da *British Financial Services Authority*, este artigo problematizou a suposição de deferência regulatória às construções de negócios da lei. A exigência ambígua da FSA de que as empresas deveriam tratar seus clientes de forma justa, e sua abordagem baseada em princípios, forneceu um terreno fértil para os valores e práticas das empresas moldarem o significado da regulação. Gilad (2014) destaca o dilema dos reguladores, especialmente aqueles que operam em domínios

não-institucionalizados e em um Estado anti-regulação dentro do governo. Propõe que, para conseguir a cooperação da indústria e o apoio dos superintendentes políticos, os reguladores podem precisar alinhar suas mensagens com valores gerenciais e/ou comerciais.

Funk e Hirschman (2014, 2017) abordam as “Ações de Mercado” as quais podem ser compreendidas como: gerar emprego, tributo e desenvolvimento econômico de distintas regiões de um país; e podem ser utilizadas como instrumento de barganha política para alcançar os objetivos organizacionais em relação às políticas públicas e Leis. Idealmente, Edelman (2004) defende que esse diálogo ajudará a superar o impasse no debate em torno das “Normas versus Eficiência” que muitas vezes impede a discussão mais aprofundada. Ou seja, as “Ações de Mercado” fortalecem o poder de barganha das organizações perante os Governos, enriquecendo seu poder político de influência. Como exemplo para ajudar a ilustrar o significado das ações de mercado para alterar os efeitos das políticas legais, Funk e Hirschman (2017) apresentam a Lei *Dodd-Frank*. Segundo eles, em 2010, na esteira do colapso das hipotecas subprime e da crise financeira que se seguiu, o Congresso dos Estados Unidos aprovou a Lei de Reforma e Proteção ao Consumidor de *Dodd-Frank Wall Street* (conhecida como “*Dodd-Frank*”). O setor financeiro pressionou legisladores para revogar ou enfraquecer referida Lei, mas, na esteira da crise, esses esforços renderam pequenos retornos. Em particular, as empresas financeiras não conseguiram eliminar as provisões da *Dodd-Frank* que buscavam trazer ordem e transparência para o mercado de derivativos levemente regulado. Mesmo após a aprovação de *Dodd-Frank*, as empresas continuaram a buscar uma mudança política formal por meio da mobilização política, envolvendo-se com reguladores para atrasar a implementação de provisões-chaves ou para abrir brechas que permitiriam que grande parte dos negócios de derivativos permanecesse desregulamentada. Esses esforços tiveram um pouco mais de sucesso e as principais disposições da lei foram adiadas por mais de dois anos. No entanto, as principais regras que implementam a regulamentação dos derivativos acabaram entrando em vigor.

Até aqui, Funk e Hirschman (2017) afirmam que a história relacionada à pressão das organizações para revogar ou enfraquecer a Lei *Dodd-Frank* chegaria ao final pontuada como um fracasso. No entanto, os autores abrem uma nova visão que permitiu verificar que a mobilização política das organizações em torno da referida Lei continuou de outra forma. Após a implementação das regras de derivativos da *Dodd-Frank*, as empresas financeiras encontraram uma maneira de transformar suas práticas de negócios no lugar de transformar a lei. As transações que foram conduzidas como “*swaps*” (e, portanto, estariam sujeitas às novas regulamentações) foram transformadas em “*futuros*” ou “*futurizadas*”. Os futuros são mais

regulamentados do que os *swaps* anteriores a 2010, mas menos regulados do que os *swaps* pós-*Dodd-Frank*. Em outras palavras, as empresas financeiras encontraram uma maneira de mitigar os efeitos de novas regulamentações alterando suas práticas de negócios, o que, por sua vez, alterou o efeito da lei. Em vez de trazer maior transparência e regulamentação para o mercado de *swaps*, a *Dodd-Frank* teve o efeito de empurrar as transações para o mercado de futuros, enfraquecendo assim as novas provisões de supervisão.

Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) e Alon e Dwyer (2016) analisaram as manifestações de atores credenciados (escritórios de advocacia e associações de profissionais) e não credenciados (investidores individuais) perante a SEC (*Security Exchange Commission*). Os autores adotam a mesma lógica metodológica (conteúdo latente e manifesto), porém em temas diferentes. O primeiro abordou a regra 10b5-1 sobre Planos de negociação como defesa afirmativa para a prática de *Insider Trading*. O segundo abordou como o Big 4 (quatro escritórios de contabilidade transnacionais) influenciou a adoção de um padrão contábil (IFRS) internacional pela SEC. Em ambos os casos, os autores demonstram que a SEC respondeu a manifestações específicas. No primeiro caso, a SEC deu preferência e resposta às cartas dos credenciados (escritórios de advocacia e associações de profissionais do mercado), em relação aos não credenciados. Além disso, a SEC amenizou as exigências relacionadas aos Planos de Negociação, oferecendo uma margem legal para a prática do *Insider Trading Estratégico* (ANDERSON, 2015). No segundo caso, a SEC cedeu à pressão do Mercado Internacional ao receber críticas severas do Big 4, e constatar que a não adoção de referida norma contábil internacional reduziria as negociações de ações sob os seus cuidados, afetando seus resultados econômicos.

Talesh (2009, 2014, 2015) abordou o conflito entre o interesse público e privado, dos consumidores e das organizações da indústria automobilística. O conflito estava relacionado à proteção dos consumidores frente aos abusos cometidos pela indústria de automóveis. A lei, em comento, não especificou quantas deveriam ser as tentativas para resolver problemas mecânicos do carro, estabelecendo apenas que “depois de várias tentativas”, o que deu ampla interpretação (quantas tentativas as concessionárias e a indústria automobilística quiserem). E foi com base nessa lacuna que a Lei foi questionada e trouxe à tona discussões entre os seguintes atores: indústria, revendedoras (concessionárias) e consumidores – em dois Estados Americanos diferentes (Vermont e Califórnia). Ou seja, em Vermont as Audiências Públicas tiveram a participação de: consumidores, revendedoras e a indústria automobilística. Na Califórnia, a discussão contou com a participação de consumidores e a indústria automobilística. A

configuração das discussões realizadas por diferentes atores do mercado, resultou na adoção de um quadro totalmente privatizado das ADR's na Califórnia, e um quadro Estatal em Vermont. Assim, a configuração distinta dos atores envolvidos nas Audiência Públicas afetou o resultado final da Lei, e por consequência, o seu propósito: proteger os consumidores.

Kelly (2003) abordou os incentivos fiscais para que empresas adotassem creches no local de trabalho. No entanto, profissionais de contabilidade encontraram uma lacuna na regra que permitia a adoção de “contas de dependentes” que garantiam incentivos fiscais de baixo custo. Segundo a autora, os incentivos fiscais são uma forma tipicamente americana de política social. Eles representam um “estado de bem-estar oculto” em que o governo usa a política fiscal para subsidiar a utilização dos serviços de mercado pelos cidadãos, em vez de desenvolver e prestar serviços públicos. Assim, o regulador aceitou contas de despesas com cuidados de dependentes – “que são baratas, fáceis de administrar e não envolve trazer crianças para o local de trabalho ou dar aos trabalhadores mais tempo para cuidar de seus próprios filhos - como um uso do incentivo fiscal, a lei foi transformada de uma forma que correspondia aos interesses organizacionais e os benefícios baratos foram amplamente adotados” (KELLY, 2003, p. 644).

O quadro 5 apresenta o conteúdo abordado pelos 31 (trinta e um) artigos analisados, bem como a base do Conflito Institucional, que aponta os interesses envolvidos em nível macro-social.

Quadro 5 – Conflito de interesses

Autores	Conteúdo abordado	Conflito Institucional
GRONERT (2019)	Relação entre movimento social #meeto, lei e campus universitários	As universidades obstruíram casos de assédio sexual em seu campus universitário, com a finalidade de manter sua reputação
THIEMANN; LEPOUTRE (2017)	Diferença na interação entre regulados e reguladores, conforme o país e a influência de regras internacionais	A diferença na relação entre regulados e reguladores de países diferentes em relação a uma mesma regra transnacional
FUNK; HIRSCHMAN (2017)	A Inovação em torno da Lei permitiu que os <i>swaps</i> não se encaixassem na Lei <i>Doddy frank</i> , e assim, mantivessem a prática convencional, contornando a Lei	Os interesses econômicos dos bancos em não sofrer as restrições da Lei <i>Doddy-frank</i>
LAGESON (2017)	Demonstrou como os editores de revistas e sites invocaram as regras sobre o direito de liberdade de expressão, para se proteger contra a invocação do direito de privacidade por aqueles que praticaram crimes e foram expostos em sites	Crime vs. Privacidade
EDELMAN; SMYTH; RAHIM (2016)	Abordaram o racismo institucional por meio da CRT (<i>Critical Race Theory</i>), demonstrando <i>compliance</i> simbólico, tendo em vista que o racismo está enraizado na cultura social	As organizações querem manter o Direito de escolher seus empregados;

		e <i>Right civil</i> impõe limites a essa escolha
MULLIGAN; OATS (2016)	Demonstram como os contadores constroem as práticas contábeis de organizações multinacionais no Vale do Silício em 3 (três) níveis: micro (organização); meso (entre organizações); macro (regulação)	Nem sempre as práticas contábeis condizem com os anseios dos beneficiários sociais
ALON; DWYER (2016)	Demonstram que a SEC (<i>security exchange comission</i>) aceitou o IFRS (padrão contábel internacional da IBASD, mas continuou a exigir 2 (dois) formulários, exigindo a conciliação entre eles. No entanto, Big4 se posicionou contra a SEC, a qual, por questão econômicas, alterou a regra.	SEC (direito nacional vs. Escritório de contabilidade transnacional = o interesse econômico e a pressão da globalização)
PÉREZTS; PICARD (2015)	Analisa <i>compliance</i> como prática em nível micro, dentro de um Banco Francês.	A regra Internacional sobre lavagem de dinheiro confrontou os interesses econômicos dos Bancos em angariar clientes e recursos financeiros
KRIEGER; BEST; EDELMAN (2015)	Abordaram <i>Symbolic Compliance and Judicial Inference in Federal Equal Employment Opportunity Cases</i> : demonstrando que as cortes norte-americanas aceitaram as estruturas organizacionais como ferramenta adequada ao combate da discriminação no ambiente de trabalho	Organizações vs. direitos civis
TALESH (2015)	Demonstrou como os direitos do consumidor foram ressignificados por meio dos participantes do mercado, que não queriam a interferência do Estado	Mercado Privado vs. Interferência do Estado
TALESH (2014)	Apresenta as fontes institucionais e políticas por meio das quais as organizações privadas cooptaram a regulação e administração de Alternativas de Resolução de Conflitos	Mercado Privado vs. Interferência do Estado
GILAD (2014)	Apresentou como organizações do setor de investimentos negociaram a regulação em relação ao justo atendimento ao cliente	Satisfação do cliente vs. venda de produtos financeiros
FUNK; HIRSCHMAN (2014)	Os autores apresentam a forma como bancos de investimento lançaram um novo produto sem regulação para fugir da regulamentação proposta pela <i>Doddy Frank</i>	Mercado vs. Regulação
COVALESKI; DIRSMITH; WEISS (2013)	Demonstram como um ator político (Governador Thompson) aboliu um benefício social no Estado de Wisconsin, nos Estados Unidos, e a endogenidade mútua entre os atos do governador, sindicatos e agências de assistência social	Ideologia Neo liberal do Governo Reagan vs assistência social - Mercado vs. Assistência Social (AFDC)
BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART (2012)	Demonstram como a SEC analisou as manifestações de credenciados e não credenciados sobre a regra 10b5-1, sobre <i>insider trading</i> - favorecendo uma elite de credenciados	Direitos dos Acionistas minoritários vs. Poder econômico dos Majoritários em definir a divulgação de informações ao mercado
BEST; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON (2011)	Os autores verificaram as múltiplas desvantagens das pessoas que apresentam a intersecção entre raça e gênero, e a associação com a redução de suas chances de ganhar perante uma reivindicação jurídica	Discriminação interseccional vs. desvantagens nos Vereditos dos tribunais
EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA (2011)	As estruturas organizacionais passam a ser difundidas por profissionais da Lei e de RH, e finalmente, alcançam o entendimento do judiciário, que passa a aceitar os procedimentos de queixa interno como	Direito de empregar vs. Direitos Civis

	ferramenta antidiscriminação no ambiente de trabalho	
BAMBERGER; MULLIGAN (2011)	Abordam o papel de profissionais de privacidade, e a maneira pela qual seu poder, função e papel reflete a nova governança do regime em que atuam.	Profissionais de Privacidade vs. Segurança de dados pessoais
BAMBERGER; MULLIGAN (2011)	Examina a forma como as práticas de privacidade foram catalisadas à sombra de novas abordagens de governança da privacidade e a combinação de regulamentações, e as forças das partes interessadas que elas buscam aproveitar. .	Privacidade vs. Segurança de dados pessoais
EDELMAN; LEACHMAN; MCADAM (2010)	Propõem a relação entre Leis, movimentos sociais e organizações	Proposta teórica de análise
SHORT; TOFFEL (2010)	Analisando dados durante um período de 10 anos da das instalações industriais sujeitas ao <i>US Clean Air Act</i> , os autores examinam como o ambiente jurídico, tal como construído pela aplicação das atividades dos reguladores, podem promover ou inibir auto-regulação nas empresas que pretendem adotá-la.	Regulação vs. Autoregulação
TALESH (2009)	Verificaram como a configuração distinta de atores (consumidores, revendedoras de carros e indústria automobilística) influenciaram a efetividade da Lei dos consumidores no setor automobilístico	Empresas Privadas vs. Públicas
HALLIDAY; CARRUTHERS (2007)	Verificaram como a legislação internacional sobre Falência foram internalizadas nos sistemas jurídicos de três distintos países sob o regime <i>civil law</i> : <i>China, coréia e indonésia</i>	Empresas vs. Direito financeiro internacional
EDELMAN (2004)	Diferenciou Lei e Sociedade de Lei e Economia (análise econômica do Direito), defendendo que a racionalidade está na base do Direito, mas deve ser analisada sob uma perspectiva social	L&S vs L&E
KELLY (2003)	Abordou como uma Lei orçamentária, com base no <i>welfare state</i> possibilitou que organizações ofereassem creches para os filhos dos empregados, em troca receberiam desconto fiscal. No entanto, profissionais de contabilidade encontraram uma lacuna na regra que permitia o pagamento de um benefício, sem a construção de creches, e ainda assim obter o desconto fiscal	Mercado vs <i>Welfare state</i>
EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA (2001)	Demonstraram como profissionais de RH e advogados disseminaram a ideia dos procedimentos de queixa interno (organizações) como a possibilidade de afastar o risco de ações por discriminação o ambiente de trabalho	O fortalecimento profissional de uma área vs. <i>Direitos civis</i>
FULLER; EDELMAN; MATUSIK (2000)	Os autores demonstram como as pessoas visualizam a lei, uma vez que essa visão pode afetar “se/e” como elas mobilizam instrumentos legais à sua disposição	Os empregados deixam de acionar seus direitos civis na Justiça vs. Procedimento de Queixa
EDELMAN; UGGEN; ERLANGER (1999)	Verificou como os procedimentos de queixa apresentados pelas organizações são simbólicos e procedimentais, não alcançando a justiça substantiva	Procedimentos de queixa interno vs. Direitos civis
EDELMAN; SUCHMAN (1999)	Este artigo estende a análise de Marc Galanter (1974) ao considerar a capacidade de grandes organizações burocráticas em “internalizar” regras, estruturas, pessoal e atividades legais.	Poder e o controle das elites dominantes Direito privado vs. Direito Público
EDELMAN; SUCHMAN (1997)	Definiram o Ambiente legal sob duas abordagens: racional e cultural. As quais se subdividiam em: facilitador; regulatório e constitutivo	Base teórica de análise

EDELMAN (1992)	Abordou a ambiguidade da Lei de Discriminação, o que permitiu a interpretação no campo organizacional conforme seus interesses, reduzindo os efeitos intencionais da Lei	Mercado vs. direitos civis
----------------	--	----------------------------

Fonte: Elaborado pela autora.

Seguindo a linha de raciocínio do quadro 5, *Endogeneity of Law* é exemplificado por Edelman (2004) no contexto do emprego, e se refere ao processo de “como” o significado da Lei trabalhista é moldado por e através de ideias de racionalidade que evoluem no campo econômico. Algo endógeno “significa que é causado por fatores de dentro de um sistema ou organismo; aqui, uso o termo para transmitir a ideia de que o significado do direito é construído dentro dos domínios sociais (e econômicos) que ele procura regular²⁸” (EDELMAN, 2004, p. 189). Assim, o exemplo da autora foca na construção judicial da Lei de Direitos Civis, “que acabam incorporando ideias institucionalizadas de racionalidade de negócios (que são, com frequência, respostas a leis que foram transformadas pelas normas de negócios)²⁹” (EDELMAN, 2004, p 189).

A partir da definição de *Endogeneity of Law*, Edelman (2004) passa a analisar a ideia de racionalidade dos atores sociais envolvidos no contexto de emprego em relação à Lei de Direitos Civis do EUA – no caso o empregado e o empregador. A racionalidade, segundo a autora, seria: 1) A empresa adotar os procedimentos internos de queixa/reclamações dos empregados – remetendo a ideia de a “coisa certa a fazer”, associado à justiça e legalidade; e, 2) No sentido econômico buscando reduzir os riscos de uma Ação judicial, e por consequência, remetendo a ideia de economia de custos.

Assim, Edelman (2004) ressalta que se um empregador for a um *workshop* sobre a lei de direitos civis dos EUA, ele será informado sobre a necessidade de criar “procedimentos internos de queixa”. O que poderia reduzir 2 (duas) formas de economia de custos: a) Evitar ações judiciais; e, b) Defesa afirmativa – os procedimentos de queixa são considerados evidências de tratamento não discriminatório no ambiente de trabalho. A autora destaca que antes do movimento dos Direitos Civis, os procedimentos de reclamação eram encontrados principalmente em locais de trabalho sindicalizados, ao passo que hoje eles são encontrados em mais de 80% dos locais de trabalho nos EUA (EDELMAN; SUCHMAN, 1999).

²⁸ “To refer to something as endogenous means that it is caused by factors inside a system or organism; here, I use the term to convey the idea that the meaning of law is constructed within the social (and economic) realms that it seeks to regulate” (EDELMAN, 2004, p. 189).

²⁹ “In particular, I am interested in how judicial constructions of civil rights law incorporate institutionalized ideas of business rationality (which are themselves often responses to law that have been transformed by business norms)” (EDELMAN, 2004, p. 189).

Edelman, Uggen e Erlanger (1999) defendem que a racionalidade dos procedimentos de queixa/reclamação foi primeiramente construída socialmente e depois legalmente produzida. Isso quer dizer que os profissionais legais e de Recursos Humanos construíram a ideia de que esses procedimentos eram a “coisa certa a fazer”, e poderiam isolar as organizações de futuras demandas judiciais. A questão é que Edelman (2004) ressalta que não existem dados reais que comprovem a redução de riscos de ações judiciais, em caso de adoção do procedimento. “Mas a realidade pode ser menos relevante do que a crença generalizada de que esses procedimentos isolam as organizações contra ameaças legais³⁰” (EDELMAN, 2004, p. 189).

E existe, ainda, uma terceira racionalidade: Deferência Judicial. Ou seja, a endogeneidade proposta por Edelman, Uggen e Erlanger (1999) se fundamenta na relação entre organizações, profissões e instituições jurídicas. “Isso sugere que as organizações e as profissões se esforçam para construir respostas racionais à lei, possibilitadas por ‘mitos racionais’ ou histórias sobre soluções apropriadas que são modeladas de acordo com a ordem jurídica pública. Os tribunais, por sua vez, reconhecem e legitimam estruturas organizacionais que imitam a forma jurídica, conferindo benefícios legais e de mercado às estruturas organizacionais que começaram como gestos de conformidade³¹” (EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999, p. 406-407). Assim, a racionalidade dos procedimentos de reclamação foi legalmente produzida, e difundida na esfera econômica, passando a fazer parte da esfera judicial, considerando que os tribunais começaram a seguir a lógica organizacional. Portanto, à medida que os tribunais adotaram ideias sobre conformidade racional que evoluíram no âmbito econômico, “a lei tornou-se cada vez mais endógena” (EDELMAN, 2004, p. 190).

A consequência do processo endógeno da Lei resulta na hegemonia socialmente construída, que acaba por legitimar os interesses de grupos economicamente poderosos. Por isso, Edelman (2004) afirma que, inconscientemente, os tribunais legalizaram práticas economicamente racionais, sem considerar que essas práticas refletem e perpetuam as diferenças de poder. Razão pela qual ela conclui que grupos poderosos podem manipular

³⁰ “But the reality may be less relevant than the widespread belief that these procedures insulate organizations from legal threats” (EDELMAN, 2004, p. 189).

³¹ “To illustrate this model, a case study of equal employment opportunity (EEO) grievance procedures is presented in this article. The meaning of law regulating organizations unfolds dynamically across organizational, professional, and legal fields. Legislative action and judicial interpretation offer law its official stamp, but organizations-and the larger environmental fields in which they operate-interact with legal institutions to create ritualized ideas about what constitutes a rational response to law. It is these ideologies of rationality-the accounts, stories, and myths about how organizations should respond to law-rather than the substantive law itself that ultimately determine both organizations' strategic responses to law and the courts' responses to organizational actions” (EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999, p. 406-407).

símbolos institucionalizados, de tal forma que acabam por solapar a intenção original da Lei – a diferença entre a justiça procedimental e a justiça substancial.

Os procedimentos internos de queixa/reclamações acabaram por beneficiar as organizações, reduzindo custos, uma vez que os tribunais passaram a incorporar o raciocínio gerencial em suas interpretações da Lei de Direitos Civis. Ao contrário, esses mesmos procedimentos, que passaram a ser utilizados pelas organizações com a finalidade de reduzir custos relacionados à responsabilidade jurídica, tornaram mais difícil para os funcionários processarem as organizações por “discriminação” no ambiente de trabalho. Por isso, “há boas razões para duvidar da capacidade dos procedimentos internos de reclamações para proteger os direitos legais dos funcionários³²” (EDELMAN, 2004, p. 191).

Portanto, os procedimentos de reclamação se tornaram aceitos como um meio racional de implementar os Direitos Civis, apesar de ser um instrumento questionável para promover os ideais da lei de direitos civis. Por isso, Edelman (2004, p. 191) questiona se os procedimentos de reclamação, ainda que formalmente legais, produzem os efeitos intencionais da Lei, tendo em vista que “os tribunais não costumam examinar sua substância”. Isso porque em algumas organizações, os procedimentos internos de reclamações envolvem investigações sérias de alegações de discriminação e mecanismos para assegurar tratamento justo aos funcionários, e em outras não. Apesar dessa variação, “[...] os tribunais tendem a dar legitimidade às estruturas organizacionais por meio de decisões que dão benefícios às organizações que possuem essas estruturas”³³, incentivando o seu uso ou penalizando os queixosos que não usam essas estruturas (EDELMAN, 2004, p. 191). Essa deferência judicial existe independentemente da verificação se elas atendem aos ideais legais. Por isso, a lógica da economia se sobrepõe ao propósito da Lei, razão pela qual Edelman, Uggen e Erlanger (1999, p. 415) defendem que “[...] as concepções de justiça são informadas e transformadas pelas relações sociais do campo econômico. Desta forma, a lei se torna endógena ao domínio econômico”.

Existem 2 (dois) pontos em comum que emergem da análise dos estudos sobre *Endogeneity of Law*: a) o papel dos profissionais como responsáveis pela interpretação da Lei e condutores de seu significado; b) a base da racionalidade econômica que dá origem ao conflito institucional. Os profissionais estão presentes em todos os estudos analisados, sejam eles: contadores (MULLIGAN; OATS (2016); GILAD (2014); KELLY, 2003); Recursos Humanos

³² “Yet there is good reason to doubt the ability of internal grievance procedures to protect employees' legal rights” (EDELMAN, 2004, p. 191).

³³ “[...] courts tend to lend legitimacy to organizational structures through rulings that give benefits to organizations that have those structures [...]” (EDELMAN, 2004, p. 191).

e advogados (EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA (2001); EDELMAN; UGGEN; ERLANGER (1999); editores de revistas ou sites (LAGESON (2017); profissionais de privacidade (BAMBERGER; MULLIGAN (2011); escritórios de contabilidade transnacionais Big4 (ALON; DWYER (2016); profissionais credenciados (BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART (2012).

Além disso, verifica-se que o contexto institucional no qual os atores operam traz o conflito como ponto comum entre os estudos sobre *Endogeneity of Law*. O conflito pode ser analisado em nível micro (COVALESKI; DIRSMITH; WEISS, 2013; PÉREZTS; PICARD (2015), macro (GRONERT, (2019); FUNK; HIRSCHMAN (2017); LAGESON (2017); EDELMAN; SMYTH; RAHIM (2016); EDELMAN, 1992; KELLY, 2003) ou meso (MULLIGAN; OATS 2016; BAMBERG; MULLIGAN (2011), mas sempre emerge em meio ao contexto social no qual as empresas operam. O contexto institucional ainda permite verificar que os conflitos apresentam uma base comum entre a intenção da Lei e a busca pela racionalidade e eficiência do mercado.

Portanto, o contexto institucional e os profissionais são os pontos emergentes da Teoria, e permitem compreender como a Lei é construída conforme as crenças e valores dos profissionais que operam o mercado, seja por meio de símbolos aplicados a uma conformidade simbólica, seja por meio da interpretação da Lei e sua aplicação às práticas organizacionais. Logo, a confluência entre *Endogeneity of Law e Institutional work* está na verificação da articulação de atores sociais, sua mobilização e os recursos políticos que permitem a construção social da Lei. Até aqui, verificou-se “o que constitui”, e “quem são os atores sociais” envolvidos em *Endogeneity of Law*. A partir de agora se verificará como esses atores empregam esforço para criar, manter e/ou romper a Lei.

2.3 INTENÇÃO E ESFORÇO DOS ATORES

O estudo sobre *managerialization of law* aborda como o processo pelo qual ideias são reconfiguradas pelo pensamento gerencial, e como ele flui através dos limites entre o campo legal e organizacional, por meio dos profissionais que acabam operando entre estes distintos campos. Exemplo, advogados, doutrinadores e o pessoal de recursos humanos. (EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA, 2001). O impacto da lei acaba perdendo sua força, a partir do momento que as práticas e interpretações organizacionais (*compliance*) referentes às leis avançam sobre o entendimento legal (campo legal), o que caracteriza o processo de *Endogeneity of Law*.

Lawrence, Suddaby e Leca (2009) exemplificam os tipos de esforços conforme os pilares de Scott (2001): cognitivo, regulatório e normativo. Assim, tem-se instituições incorporadas nas rotinas que dependem da cognição automática e do processamento acrítico dos esquemas existentes, e da consistência dos privilégios com estereótipos e velocidade de precisão. Dentro do pilar cognitivo os atores podem rotineiramente impor instituições sem ter consciência de que elas são construídas socialmente, o que para Lawrence, Suddaby e Leca (2009) envolve um tipo ou nível de esforço. Entretanto, esse tipo de esforço também pode implicar o potencial de questionar a aceitação de rotinas e premissas e, portanto, a possibilidade de mudanças institucionais.

Ao passo que, em instituições apoiadas por mecanismos reguladores - e normativos envolvendo leis, regras ou códigos de conduta - o *Institutional Work* exige que os atores não tenham apenas um esforço pessoal para ir além das rotinas aprovadas, mas também um envolvimento na ação política e/ou cultural (FLIGSTEIN, 1993). O esforço sugerido em tais casos relaciona-se com formas de ação social necessárias para criar, manter ou romper as bases reguladoras ou normativas das instituições (LAWRENCE; SUDDABY, 2006).

O pilar normativo pode apresentar uma variação em diferentes graus de esforço para entender o leque de ações que podem ser consideradas como *Institutional Work*. Para Lawrence e Suddaby (2006) pode ser esclarecido concentrando-se em uma única instituição e explorando as várias formas de ação que podem estar envolvidas na sua manutenção, como exemplo eles citam a instituição do casamento e o esforço em mantê-lo.

A partir de agora, o estudo passa a focar na intenção e no esforço dos profissionais, identificados anteriormente, em criar, manter ou romper o significado e o conteúdo da Lei de acordo com os interesses organizacionais – o que conseqüentemente, reduz o impacto da Lei sobre as organizações.

2.4.1 Criar

A categoria “criar a legislação” pode ser relacionada à revisão realizada por Lawrence, Suddaby e Leca (2009) os quais verificaram que a maioria dos estudos na categoria “criando” instituições apresentam 10 (dez) formas de “*Institutional Work*” associadas a essa mesma categoria que se desmembram em outros 3 (três) tipos que são: a) “*Political Work* em que os atores reconstroem regras, direitos de propriedade e limites que definem o acesso aos recursos materiais”; b) “Ações nas quais os sistemas de crenças dos atores são reconfigurados”; e c)

“ações destinadas a alterar categorizações abstratas em que os limites dos sistemas de significado são alterados” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p.221). Assim, o quadro 6 apresenta os possíveis *Work's* que Lawrence e Suddaby (2006) identificaram em seu estudo – dentro da categoria criar.

Quadro 6- Criar regras e Leis

CONJUNTOS DE PRÁTICAS	CRIAR	ANÁLISE
Advocacy Define	Refletem o trabalho abertamente político no qual os atores reconstroem regras, direitos de propriedade e fronteiras que definem o acesso a recursos materiais.	- “ <i>reinforcing cycle</i> ” uma forma reforça e dá suporte as demais, mutuamente. - São revolucionárias, em vez de evolutivas.
Vesting-aquisição		
Constructing Identities Changing Norms	Enfatiza ações nas quais os sistemas de crenças dos atores são reconfigurados.	Essas três formas de <i>Institutional Work</i> compartilham o atributo comum de se concentrar na estrutura normativa das instituições - (<i>actor-field; norm-field; actor-actor</i>)
Constructing Networks³⁴		
Mimicry Theorizing	Envolve ações destinadas a alterar categorizações abstratas em que as fronteiras dos sistemas de significados são alteradas.	- Cada forma de <i>Institutional Work</i> apoia a criação de novas instituições, alavancando os custos que os atores podem suportar se procurarem se envolver em novas práticas ou desenvolver novas estruturas por conta própria
Educating		

Fonte: adaptado de Lawrence e Suddaby (2006).

A reconstrução de regras por meio de “*Political Work*” está associado aos mecanismos políticos, por meio dos quais ocorre a mudança endógena da Lei (FUNK; HIRSCHMAN, 2012). Em outras palavras, o “*Political Work*” está relacionado à influência sobre o desenvolvimento de regras, limites e direitos de propriedade na tentativa de ancorar uma instituição dentro do amplo sistema social (LAWRENCE; SUDDABY, 2006; PERKMANN, 2008). Esse *Work* refere-se ao pilar regulativo (SCOTT, 2001) ao envolver a construção de regras e regulações, razão pela qual está associado ao *Advocacy Work* (LAWRENCE; SUDDABY, 2006). Seria, pois, o desenvolvimento de habilidades persuasivas de certos atores permitindo a estes recrutar/alistar/convencer outros atores em funções específicas, alinhando

³⁴ “The three forms of institutional work identified above share the common attribute of focusing on the normative structure of institutions. That is, they each attend to the roles, values and norms that underpin institutions. The types of institutional work differ, however, in the contextual relationships that define the normative structure of institutions. Constructing identities, for example, is a form of institutional work that concentrates attention on the relationship between an actor and the institutional field or fields in which they function. Changing normative associations, by contrast, involve work that manipulates the relationship between norms and the institutional field in which they are produced. Finally, constructing normative networks describes a form of institutional work that alters the relationship between actors in a field by changing the normative assumptions that connect them. We, thus, observe three different types of interactions (*actor-field; norm-field; actor-actor*) that provide the foundation for new institutional formation. More significant, perhaps, is the observed need for greater analytic attention to be paid by future research to the ways in which actors work to make these interactions cohere into a consistent and enduring institutional structure” (LAWRENCE, SUDDABY, 2006, p. 25).

seus interesses aos da instituição. Essas habilidades podem ser encontradas em atores que possam ligar grupos com diferentes interesses, como: políticos, sindicatos, lobistas, e associações industriais, entre outros.

Dentro da categoria “criar” verifica-se um impasse com a categoria “romper”, principalmente, quando envolve a criação de uma nova Lei. Isso ocorre porque ao mesmo tempo que se cria a nova Lei, normalmente, ela surge para substituir outra anterior. Assim, Funk e Hirschman (2012) apresentam o processo político que deu origem a *Lei Gramm-Leach-Bliley*. A criação dessa Lei surgiu com o objetivo de unir, novamente, as atividades de bancos comerciais e de investimentos, anteriormente separados pela Lei *Glass-Steagall* de 1930. Ou seja, foi criada uma lei com base no processo de desmantelamento da anterior, levantando uma questão importante para o *Institutional Work*, uma vez que Lawrence e Suddaby (2006) acreditam que a ruptura das instituições envolve um *Work* distinto daquele associado à criação de novas instituições. Apesar dos autores defenderem que a “mudança institucional” leva a criação de novos institutos, e por isso seria a categoria “criar” e não romper, verifica-se que o interesse dos bancos era “romper” a *Glass-Steagall*, para só então criar *Lei Gramm-Leach-Bliley*. Ou seja, o objetivo precípua dos Bancos era extinguir a Lei anterior (FUNK; HIRSCHMAN, 2012).

O contexto legal permite essa interpretação que pode acarretar confusão entre as categorias “criar” e “romper”. Assim, os “interesses/intencionalidade” das organizações em influenciar a Lei – criando, mantendo ou rompendo – deve definir a categoria na qual se encaixa.

Se levar em consideração os “interesses”³⁵ organizacionais, e não a mudança legal, pode-se inferir que o *Political Work* – quando analisado à luz da *Endogeneity of Law* – ganha uma nova dimensão, podendo ser aplicado, enquanto conceito, tanto para as categorias criar, manter, quanto romper. A discussão proposta aqui está pautada na classificação de Lawrence e Suddaby (2006) que os classificaram, apenas, como a categoria “criar”.

Como observado, os trabalhos de Funk e Hirschman (2012, 2014, 2017) se encaixam na proposta de *Political Work*, mas o propósito de seu estudo vai além da categoria criar, a partir

³⁵ Entender a interação do direito e da economia exige a combinação de ideias de institucionalização e de política no campo jurídico. Deve-se olhar para a endogeneidade a partir da análise de ideias, ideologias, normas, valores (legais e econômicos), **interesses**, poder, comportamento e instituições, bem como para a relação mútua entre eles enquanto fatores endógenos. Assim, Edelman e Stryker (2005) propõem que para analisar a endogeneidade, deve-se examinar o papel do conflito e da contestação - bem como sua circunscrição e limitação - em contextos históricos particulares. Escolhemos como foco para a análise de *Endogeneity of Law* a definição dos interesses organizacionais – enquanto fator endógeno.

do momento em que os autores analisam 40 (quarenta) anos de negociação entre o poder público e privado para o rompimento da Lei *Glass-Steagall* por meio de estratégias políticas como: reinterpretar a Lei; engajamento legislativo; e, inovação em torno da Lei. O seu trabalho apresenta, de uma forma mais explícita, as políticas abertas (*lobby*) de influência direta sobre a construção legal que regulamenta suas atividades, bem como políticas mais veladas de reinterpretação da Lei (mecanismos institucionais) e inovação nos títulos derivativos do mercado financeiro. Portanto, a desinstitucionalização é um processo distinto com seus próprios antecedentes (OLIVER, 1992).

As “Ações nas quais os sistemas de crenças dos atores são reconfigurados”(LAWRENCE; SUDDABY, 2006; LAWRENCE, SUDDABY; LECA, 2009; LAWRENCE; ZILBER; LECA, 2013) estão diretamente relacionados aos trabalhos de Edelman (1992; EDELMAN; SUCHMAN, 1997; EDELMAN et. Al, 1999; EDELMAN; STRYKER, 2005; EDELMAN, 2004; EDELMAN, 2007) tendo em vista que a autora se concentra na influência que as práticas organizacionais exercem sobre o seu ambiente legal, por meio de mecanismos institucionais³⁶ como: reinterpretação da Lei a partir de *compliance*. A reinterpretação da Lei envolve a reconfiguração dos sistemas de crença dos atores (legais e organizacionais), com base na intersecção entre os campos legal e econômico.

Além da reconfiguração do sistema de crenças, os estudos de Edelman (1992) propõem a criação e alteração de categorizações abstratas. Assim, quando ela verifica a mediação da Lei por meio das práticas organizacionais, as quais acabam avançando e sendo aceitas no campo jurídico (*deference judicial*), e por consequência, são disseminadas e difundidas entre as demais organizações, está se associando a ideia *changing norms e construing networks* – os quais estão associados aos pilares cognitivo e normativo. A mediação da Lei pelas organizações fundamenta-se, inicialmente, na ambiguidade da lei (definições e categorias abstratas), que segundo Edelman (1992), configura-se na sua linguagem vaga e/ou controversa que permite a atuação das organizações no processo de discussão e interpretação desta em relação às práticas de *compliance*. Para evidenciar a questão, ela aborda a relação de emprego, especificamente, *Equal Employment Opportunity and Affirmative Action* (EEO/AA), segundo a qual estabelece

³⁶ Os mecanismos institucionais mostram-se úteis para explicar a legalização da vida organizacional (EDELMAN, 1990, 1992; SUTTON et al., 1994; DOBBIN; SUTTON, 1998; EDELMAN; PETTERSON, 1999; EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999; HEIMER, 1999). Ambientes legais incluem: a) a lei formal e as sanções associadas; b) práticas e normas informais quanto ao uso, não uso e evasão da lei; c) ideias sobre o significado da lei, o seu cumprimento e o amplo conjunto de princípios, ideias, rituais e normas que podem evoluir fora da lei (EDELMAN; SUCHMAN, 1997). As estruturas, podem se tornar, ao longo do tempo em símbolos institucionalizados de conformidade e, conseqüentemente, outras organizações acabam por adotá-las (EDELMAN, 1992).

princípios amplos e muitas vezes ambíguos, oferecendo às organizações ampla latitude, ou seja, lacunas da lei que permitem construir o significado de conformidade (*compliance*) de uma maneira que responda tanto às demandas ambientais quanto aos interesses gerenciais.

Inclusive Edelman et al. (2011, 2016) afirmam que o processo de *Legal Endogeneity* é sutil, não podendo ser classificado como *Lobby* ou “captura” de agências reguladoras pelos regulados, uma vez que ela defende que *Endogeneity of Law* é composta por estágios progressivos, quais sejam: a) “Referência” - a qual indica que as estruturas organizacionais entraram no léxico judicial; b) “Relevância”- a qual sugere que as estruturas organizacionais são tratadas como teoricamente relevantes para avaliações judiciais sobre a ocorrência de uma violação legal; e, c) “Deferência”- ocorre quando estruturas organizacionais se tornaram tão intimamente associadas com a conformidade (*compliance*) que os juízes não conseguem avaliar a adequação ou qualidade das estruturas. A sutileza é uma das características associadas aos mecanismos institucionais, uma vez que podem figurar como um processo de resistência à letra da Lei de forma velada.

Com relação à mediação da Lei, Edelman, Abraham e Erlanger, 1992, bem como Edelman, Fuller e Mara-Drita (2001) ampliaram a visão para analisar o papel que os profissionais legais e de recursos humanos desempenham em processos de demissão. Eles defendem que as profissões desempenham um papel importante na difusão de práticas organizacionais e sugerem que as construções das profissões do meio ambiente podem afetar criticamente como os empregadores respondem às ameaças ambientais. Os autores perceberam que não existem mecanismos formais de disseminação de informações sobre a Lei, cabendo aos profissionais da área difundirem a sua aplicação e interpretação. Mais uma vez a análise parte do pressuposto de que a Lei é construída e interpretada dentro e pelas organizações. Essa perspectiva está associada ao *Constructing Identities* que tem sido associada principalmente ao “desenvolvimento de profissões, como ilustrado em estudos tanto do surgimento de novas profissões quanto da transformação das existentes” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006).³⁷ É importante observar algumas peculiaridades que a legislação apresenta em seu processo de mudança ou manutenção, e uma delas está ligada aos mecanismos de difusão de práticas organizacionais (*compliance*).

O Direito não possui um meio único ou forma de difusão de práticas organizacionais que se adaptam aos ditames legais. A disseminação das práticas, que se conformam às tratativas

³⁷ “In institutional theory, the construction of identities as a form of institutional work has been primarily associated with the development of professions, as illustrated in studies of both the emergence of new professions and the transformation of existing ones” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 22).

legais, ocorre por meio de profissionais do campo jurídico: advogados, técnicos do judiciário, juízes, promotores, jurisprudência (precedentes jurídicos), doutrinadores e profissionais de Recursos Humanos. Ou seja, esses profissionais, a maioria operando no campo jurídico, acabam criando uma identidade que caracteriza sua profissão enquanto veículos de tradução e transmissão de práticas organizacionais que obtém sucesso no meio jurídico – conforme os preceitos legais. A transmissão das práticas organizacionais que se multiplicam no campo organizacional, muitas vezes ocorre por meio de *Constructing Networks* interorganizacionais. Como exemplo, Mulligan e Oats (2016) e Bamberg e Mulligan (2011) abordam em seu estudo a construção de redes de “atores coletivos” ligados por associações de profissionais (identidade) que caracterizam o que eles chamam de “profissionais de elite” responsáveis pelo planejamento tributário de empresas Multinacionais. Esses profissionais são muitas vezes ex-funcionários da Receita Federal que acabam recebendo ofertas de emprego em grandes empresas, e passam a organizar seu planejamento tributário (MULLIGAN; OATS, 2016). A questão é que esses profissionais, enquanto ex-funcionários do poder público, muito provavelmente mantêm suas relações profissionais, por meio das quais podem acessar a construção das regras que regulamentam o planejamento tributário, ou ainda, avançar no campo regulador para propor novas práticas (*political work*). Inclusive, Mulligan e Oats (2016) abordam a definição de *networks* e *Institutional Work* (atores coletivos) para efetuar a análise da *Endogeneity of Law* por profissionais de impostos.

Quando o estudo foca em profissionais responsáveis pelo processo de tradução e transmissão dos preceitos legais, é preciso pontuar que eles se envolvem em um processo Educativo. Isso quer dizer que esses atores, enquanto mediadores da Lei e sua prática, possuem habilidades e conhecimentos necessários para apoiar a nova instituição³⁸. Esta foi uma importante forma de trabalho cognitivo porque a criação de novas instituições envolve frequentemente o desenvolvimento de novas práticas, bem como a conexão dessas práticas aos mecanismos de controle³⁹. *Mimicry, theorizing e educating* podem ser *Work's* associados ao processo de disseminação de novas práticas da Lei no campo organizacional, permitindo a teorização e construção da prática legal. Entre esses *Work's* se enquadram os estudos de Mulligan e Oats (2016), bem como Bamberg e Mulligan (2011).

³⁸ The final instance of institutional work we found that was aimed at creating institutions involved the educating of actors in skills and knowledge necessary to support the new institution.

³⁹ “This was an important form of cognitive work because the creating of new institutions often involves the development of novel practices as well as connecting those practices to control mechanisms” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 30).

Segundo Lawrence e Suddaby (2006, p. 31), *Mimicry, theorizing e educating* acabam focando principalmente no lado cognitivo das instituições – “as crenças, pressupostos e quadros que informam a ação, fornecendo padrões de interação significativos e compreensíveis a serem seguidos”⁴⁰. O mimetismo pode ser utilizado para traduzir novas práticas ou estruturas com base na sua associação com práticas anteriores, facilitando a aceitação; a teorização, por sua vez, desenvolve conceitos e crenças que podem apoiar novas instituições; a educação fornece aos atores o conhecimento necessário para se envolver em novas práticas ou interagir com novas estruturas. Essas três formas de *Institutional Work* podem ser consideradas como uma base de apoio à criação de novas instituições, ou seja, “mimetismo”, “teorização” e “educação” “proporcionam aos atores alternativas ao esforço e risco associados à inovação isolada” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 31).

É preciso ponderar que Lawrence e Suddaby (2006) apresentam um rol de *work's* para exemplificar de acordo com o levantamento de trabalhos que foram publicados na área. No entanto, eles deixam claro que cada forma de *Institutional work* apresenta uma dinâmica institucional diferente, passível de análise e compreensão.

Outro detalhe que circunda a criação de instituições é a “capacidade de estabelecer regras e construir recompensas e sanções que impõem essas regras” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 32). Isso porque alguns atores em um determinado campo terão essa capacidade vinculada diretamente à sua posição; em muitos campos, esse papel é restrito ao Estado ou a um delegado do Estado, como um corpo profissional. Em outras palavras, a capacidade pode ser obtida através de processos políticos e econômicos nos quais um ator estabelece uma posição superior no campo. Essa posição pode estar baseada na dependência de recursos de outros atores, ou simplesmente, pode refletir uma identidade especializada relativa a uma questão e, assim, emergir do trabalho normativo descrito acima em termos de construção de identidades⁴¹.

⁴⁰ “These final three forms of institutional work aimed creating institutions focus primarily on the cognitive side of institutions – the beliefs, assumptions, and frames that inform action by providing meaningful and understandable interaction patterns to be followed. Mimicry draws on existing patterns of action in order to articulate and legitimate new practices and structures; theorizing develops concepts and beliefs that can support new institutions; educating provides actors with the knowledge necessary to engage in new practices or interact with new structures. Each form of institutional work supports the creating of new institutions by leveraging the costs that actors might bear if they seek to engage in new practices or develop new structures on their own; mimicry, theorizing and educating provide actors with alternatives to the effort and risk associated with isolated innovation” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 31).

⁴¹ “Key to creating institutions is the ability to establish rules and construct rewards and sanctions that enforce those rules. Only some actors in any given field will have that ability tied directly to their position; in many fields, such a role is restricted to the state or a delegate of the state, such as a professional body. That ability can however be gained through political and economic processes in which an actor establishes a superior position in the field. This position might be based either on the resource dependence of other actors (Pfeffer & Salancik, 1978). It might

O enquadramento de uma posição superior no campo pode ser detectado nos trabalhos de Kelly (2003), Lageson (2017), Alon e Dwyer (2016) os quais abordam os profissionais que têm o poder de criar regras e Leis ao instituir novas práticas no mercado. Os autores abordam a capacidade atrelada à posição desses profissionais, os quais estão inseridos em redes de informações que se propagam entre as práticas organizacionais. Alon e Dwyer (2016) ao verificar o poder do Big 4 (quatro escritórios de contabilidade que atuam em âmbito internacional), perante o mercado de ações, abordaram a questão de 2 (duas) instituições poderosas internacionalmente: a SEC e o Big 4. O conflito entre essas 2 (duas) instituições resultou na sobreposição da prática do padrão internacional de contabilidade IFRS, vencendo a SEC.

No entanto, Lawrence e Suddaby (2006) diferenciam o *Work* direcionado às regras (*advocacy, vesting e define*) e aquele direcionado à normas, crenças e símbolos (*Constructing Identities, Changing Norms e Constructing Networks*). O primeiro depende da capacidade de algum ator de impor a conformidade, ao passo que o *normative work* depende da força cultural e moral, que está embutida nas comunidades de prática. Essa diferença repercute na forma como esses *Work's* serão colocados em prática, conforme o tempo de sua implementação. Por isso, é possível associar essa Implementação com a dimensão Prática- avaliativa da agência proposta por Mische e Emirbayer (1998), que está relacionada a resoluções do presente. “Consequentemente, todas as formas de trabalho normativo dependem significativamente da cooperação dessas comunidades para tornar reais as novas instituições pretendidas⁴²” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 32)

2.4.2 Manter

A segunda categoria de *Institutional Work* que Lawrence e Suddaby (2006) propuseram - manter instituições - recebeu relativamente pouca atenção empírica ou teórica. Embora as instituições sejam muitas vezes definidas como fenômenos que se auto reproduzem, quer por causa do seu *status taken-for-granted*, quer por sua associação com mecanismos reguladores que garantam sua sobrevivência, os autores argumentam que o *Institutional Work* voltado para manter as instituições é necessário e negligenciado. Eles encontraram seis formas de

also reflect a specialized identity relative to an issue, and thus emerge out of the normative work described above in terms of constructing identities” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 32).

⁴² “Consequently, the forms of normative work all depend significantly on the cooperation of those communities to make real the intended new institutions” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 32).

“*Institutional Work*”, três que “abordam principalmente a manutenção das instituições, garantindo a adesão aos sistemas de regras”, e três que “focalizam os esforços para manter as instituições na reprodução das normas e sistemas de crenças existentes”. O quadro 7 resume os possíveis *Work's* voltados para manter Instituições, apresentado pelos autores.

Quadro 7 – Manter

CONJUNTOS DE PRÁTICAS	MANTER	ANÁLISE
Enabling	(…) agem em conjunto para tornar reais os alicerces coercitivos de uma instituição.	- o trabalho coercitivo usado para manter as instituições é mais visível e aparente do que os equivalentes cognitivos ou normativos. Os atores estão conscientes de sua finalidade e influência.
Policing		
Deterring		
Valorizing/Demonizing	Fornecem recursos discursivos	- Entender como as instituições se mantêm, portanto, deve se concentrar em entender como os atores são capazes de efetuar processos de persistência e estabilidade no contexto de transtornos e mudanças. Nessas três categorias, os atores parecem ignorar os propósitos originais.
Mythologizing		
Embedding and Routinizing	Fornece rotinas embutidas e práticas repetitivas	

Fonte: com base em Lawrence e Suddaby (2006).

Manter a legislação foi a categoria mais restrita em termos de números de estudos publicados, inclusive quando se trata de *Endogeneity of Law*⁴³. Erica Gorga (2006) inicia seu texto *Culture and corporate law reform: A case study of Brazil* afirmando que o mercado de capitais brasileiro é ineficaz ou insuficiente para angariar financiamento adequado às empresas. Essa conclusão levou a autora a verificar a reforma da Lei nº 6.404/1976 (Lei de Sociedade Anônima – LSA) pela Lei nº 10.303 de 2001, a qual pretendia fortalecer o mercado de capitais brasileiro ampliando a proteção dos investidores. No entanto, as duas últimas reformas da LSA foram meramente paliativas, tendo em vista que os acionistas controladores (*controlling shareholders*) foram capazes de capturar a legislação em seus aspectos mais cruciais.

Diante desse quadro, Gorga (2006, p. 800) apresenta como objetivo o desenvolvimento de uma abordagem alternativa ao “modelo de escolha pública” (*public choice model*), baseando-se no trabalho de Douglas North. A abordagem proposta pela autora baseia-se na ideia de que a cultura está incorporada ao modelo econômico, o que pode explicar os resultados divergentes de reformas legais. No caso brasileiro, ela analisa “como os interesses em busca de renda se combinam com os valores culturais para impedir a mudança institucional” e, conseqüentemente, manter os preceitos legais. O objetivo do estudo foi examinar o impacto econômico dos incentivos à reforma da legislação societária brasileira e explorar como a cultura pode restringir a governança corporativa e o desempenho econômico.

⁴³ Apesar do estudo de Erica Gorga (2004; 2006) não abordar *Endogeneity of Law*, seu estudo é de fundamental importância para o presente trabalho, considerando que traz a evolução histórica sobre a Lei nº 6.404/76, a qual é o objeto de estudo que será abordado aqui.

Partindo do pressuposto de que as normas sociais são moldadas de acordo com a cultura ou ideologia particular de uma dada sociedade, Erica Gorga (2006) aborda questões culturais e ideológicas, e sua influência sobre as regras do Mercado de Capitais Brasileiro. Para tanto, utiliza o conceito de North de ideologia enquanto dispositivo que fornece uma “visão de mundo” aos indivíduos para que seu processo de decisão seja simplificado. Para exemplificar como a ideologia pode limitar o processo de tomada de decisões, a autora defende que um sistema de crenças pode reduzir o número de opções que o ator leva em consideração ou determina suas preferências. A ideologia também pode restringir as habilidades de tomada de decisão. “Conseqüentemente, os traços culturais persistentes dificultarão as modificações nas instituições formais e informais e criarão um equilíbrio estável” (p. 808).

Ou seja, o estudo de Gorga (2004;2006) aborda um sistema de crenças, que se propaga por meio da ideologia e da cultura, as quais estão profundamente imbricadas no Mercado de Capitais Brasileiro, dificultando assim o acesso a financiamento e aumento de capital. Esse movimento para manter a legislação pode se encaixar nos “(...) esforços para manter as instituições na reprodução das normas e sistemas de crenças existentes” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 38). O conjunto de *work's* característicos aqui estão direcionados à *Valorizing/demonizing* e *Mythologizing*. Foca-se no passado, e não no presente: um modochave pelo qual os atores trabalham para preservar os fundamentos normativos das instituições é mistificando sua história. *Valorizing/demonizing* e *Mythologizing* fornecem recursos discursivos para manter e apoiar as bases institucionais.

No entanto, verifica-se a dificuldade em se classificar tal movimento direcionado para manter os preceitos legais, de acordo com os interesses dos atores organizacionais dentro da perspectiva de *Institutional Work*. Isso ocorre, porque na verdade o foco está mais nos interesses do que efetivamente em questões ideológicas e culturais. Assim, verifica-se que existe um trabalho voltado para o *lobby*, o qual mais uma vez poderia se encaixar em *Political Work*. No entanto, esse *work* não prevê a possibilidade de uma política voltada para manter regras, afinal de contas o sistema de crenças sob o qual os atores se submetem pode ser suficientemente vantajoso, razão pela qual mantê-lo seria mais benéfico aos seus interesses.

Considera-se aqui que os sistemas de crenças podem estar fundamentados em questões culturais e ideológicas. E, por isso, as crenças se mantêm dentro de uma perspectiva coercitiva, o que poderia configurar *demonizing*. Ou seja, as crenças de que as alterações propostas, originalmente, pela Lei 10.303/2001, colocariam em xeque as prerrogativas e benefícios alcançados pelos acionistas majoritários, entrou em conflito com a cultura relacionada à relação

com o Direito de propriedade⁴⁴, tão arraigada na sociedade brasileira. Além disso, o Mercado de Capitais brasileiro pode ser considerado “em desenvolvimento”, e existiu forte pressão sobre os legisladores na época, por meio do receio de que as empresas fechassem o capital – já havia um forte movimento de empresas que efetivamente fecharam o capital (GORGA, 2006). A pressão exercida sobre o poder legislativo afetaria a economia como um todo, inclusive no que se refere à geração de empregos⁴⁵. Nesse ponto, poderia se dizer que existiu um *Work* voltado para *Deterring*, uma vez que as regras se concentram no estabelecimento de barreiras coercitivas à mudança institucional. Essa categoria de *Institutional Work* é chamada de “dissuasão”, que envolve a ameaça de coerção para incutir a obediência consciente dos atores institucionais.

Segundo Gorga (2006), os grupos de interesse dos controladores conseguiram “capturar” a legislação direta e indiretamente. Direta e efetivamente, por meio de pressões aos legisladores e Presidente para abandonarem as emendas que visavam aumentar os direitos dos acionistas minoritários, como no caso da compra de ações ordinárias minoritárias por meio de oferta pública pelo mesmo preço pago aos controladores. Esse direito foi restringido por meio de emenda que propôs o pagamento de apenas 80% aos acionistas minoritários. De forma mais indireta, os grupos de interesse influenciaram as reformas propostas, ao adicionar várias alterações ao texto da lei. Como exemplo, Gorga (2006) cita a redução do limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto de 2/3 para 1/2. Sendo que tal regra não se aplicaria as empresas abertas existentes, apenas se aplicaria àquelas que abrissem o capital após a alteração da referida Lei⁴⁶.

Em contrapartida, o estudo de Talesh (2009; 2014) demonstra de forma muito clara que os fabricantes de automóveis se opuseram à possibilidade de alterar a legislação do consumidor na Califórnia, defendendo que seu procedimento de queixa ou Resolução Alternativa de Conflitos era adequado o suficiente para dirimir problemas atrelados às queixas dos consumidores quando os carros apresentavam problemas. Assim, a evolução das leis de

⁴⁴ “Meu argumento em favor da centralidade da cultura e da ideologia para a mudança institucional mostrará que a cultura “patrimonial” e “pessoal”, profundamente enraizada no Brasil há séculos, é um fator crucial que restringe o desenvolvimento do mercado de capitais” (GORGA, 2006, p. 809).

⁴⁵ Esse foi um movimento de “ação de mercado” utilizado para pressionar o legislativo a cumprir as exigências propostas pelos atores organizacionais – no caso companhias de capital aberto. Como bem esclarece Gorga (2006, p. 809) “Além disso, nos anos anteriores à reforma, houve uma forte tendência em que muitas empresas brasileiras de capital aberto estavam indo para o setor privado”.

⁴⁶ Segundo Gorga (2006, p. 819) a diferença entre ação preferencial e ordinária é estabelecida pelo direito ou não ao voto. “Vale ressaltar que a diferença entre o capital votante e o capital total da empresa deve-se à existência de ações preferenciais, que contribuem para o capital total, mas não concedem direito de voto”. O artigo 9º da Lei 10.303/2001 dispõe: “Esta Lei entra em vigor após decorridos 120 (cento e vinte) dias de sua publicação oficial, aplicando-se, todavia, a partir da data de publicação, às companhias que se constituírem a partir dessa data”.

garantia ao consumidor da Califórnia revela que, mesmo em situações em que se esperaria que a lei protegesse o consumidor, existem maneiras sutis pelas quais os estatutos podem ser enfraquecidos por meio da interpretação da Lei.

Assim, Talesh (2014) verifica “(...) principalmente a manutenção das instituições, garantindo a adesão aos sistemas de regras” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006). *Enabling work* - refere-se à criação de regras que facilitem, complementem e apoiem as instituições. Isso pode incluir a criação de agentes de autorização ou novas funções necessárias para realizar rotinas institucionais ou desviar recursos (ou seja, impostos) necessários para garantir a sobrevivência institucional. Associações profissionais muitas vezes se envolvem nesse tipo de trabalho com a “construção e manutenção do acordo intra-profissional sobre limites, participação e comportamento” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p.40). Podendo configurar o *Work Embedding* e *Routinizing* - envolve infundir ativamente os fundamentos normativos de uma instituição ao cotidiano dos participantes e práticas organizacionais. Instituições, assim, são mantidas e reproduzidas através da influência estabilizadora de rotinas embutidas e práticas repetitivas como treinamento, educação, rotinas de contratação, certificação e cerimônias de celebração⁴⁷.

Uma observação importante é a relação entre a manutenção e mudança institucional. Isso porque, segundo Lawrence e Suddaby (2006), existe diferença entre manutenção e estabilidade, o que configura ações completamente distintas. Assim, manter instituições envolve um esforço considerável e ocorre frequentemente como consequência de mudanças na organização ou em seu ambiente. Por isso, o esforço em manter instituições, diante de mudanças na configuração do ambiente institucional, envolve entender como as instituições se mantêm, ao compreender “como os atores são capazes de efetuar processos de persistência e estabilidade no contexto de transtornos e mudanças” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 46).

Ainda que se procure verificar a existência de *Work's* pré-definidos por Lawrence e Suddaby (2006) que se encaixem na análise de mudança endógena da Lei, a ideia de enquadramento parece insuficiente. Isso ocorre porque as peculiaridades em torno do constructo de *Endogeneity of Law*, com base em mecanismos institucionais e políticos, supera a classificação dos estudos com base na mudança institucional, trazendo à tona características

⁴⁷“(...) this category of institutional work involves actively infusing the normative foundations of an institution into the participants’ day to day routines and organizational practices. Institutions, thus, are maintained and reproduced through the stabilizing influence of embedded routines and repetitive practices such as training, education, hiring and certification routines and ceremonies of celebration” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 43).

específicas ao processo legislativo, seja com base no seu contexto institucional, ou nos interesses que regem as alterações, ou até mesmo a manutenção da Lei.

2.4.3 Romper

A possibilidade de instituições serem interrompidas pelo *Work* de atores individuais ou coletivos foi destacada na Teoria Institucional, tendo em vista que haverá atores cujos interesses não são atendidos pelos arranjos institucionais existentes, e que conseqüentemente, trabalharão, quando possível, para romper o conjunto existente de instituições.

A questão relacionada ao rompimento, ou *disrupting Institutions*, pode ser associada ao surgimento de uma nova Instituição, o que poderia remeter ao entendimento de uma categoria relacionada a criar, e não apenas a romper. No entanto, Lawrence e Suddaby (2006, p. 47) deixam claro que “Onde a mudança institucional é examinada, a ênfase é principalmente na criação e surgimento de novas instituições, ao invés do trabalho que é feito para romper as já existentes”⁴⁸⁴⁹. Assim, os autores acreditam que “este não é o único, ou mesmo o processo dominante através do qual a ruptura das instituições ocorre”.

Quadro 8 - Romper

CONJUNTOS DE PRÁTICAS	ROMPER	ANÁLISE
Disconnecting Sanctions/Rewards		
Disassociating Moral Foundations	(...) desconectar recompensas e sanções, desassociar fundações morais e minar premissas e crenças todas desestruturam instituições, diminuindo de alguma forma o impacto desses controles sociais sobre não-conformidade	(...) foca principalmente na relação entre uma instituição e os controles sociais que a perpetuam
Undermining Assumptions and Beliefs		

Fonte: adaptado de Lawrence e Suddaby (2006, p. 49-56)

Como ressaltado anteriormente, ao analisar estudo sobre *Endogeneity of Law* à luz do *Institutional Work* a base de análise não poderia ser a mudança institucional (LAWRENCE; SUDDABY; LECA, 2009). Ao contrário, a base de fundamentação para criar, manter e/ou romper Leis deve ser os “interesses” organizacionais.

O estudo de Funk e Hirschman (2012) emerge como um exemplo de rompimento legal, uma vez que esses autores afirmam que os bancos comerciais passaram a empregar esforço para

⁴⁸ “Where institutional change is examined, the emphasis is primarily on the creation and emergence of new institutions, rather than the work that is done to disrupt existing ones” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 47).

⁴⁹ “Institutional work aimed at disrupting institutions involves attacking or undermining the mechanisms that lead members to comply with institutions. In order to catalogue these forms of institutional work in the recent empirical institutional literature, we searched for concrete descriptions of actors engaged in activities intended to disrupt the controls which underpin institutions” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006).

perturbar o sistema financeiro por meio de novos derivativos que não se encaixavam nas definições legais – *swaps*. Em sua análise histórica da *Glass-Steagall*, os autores descobriram que as organizações agiram deliberada e estrategicamente para produzir mudanças legais, e que a execução dessas estratégias, ao desencadear uma série de transformações institucionais disruptivas, contribuiu substancialmente para o fim da lei.

Assim, Funk e Hirschman (2012) argumentam que as organizações podem promover a instabilidade para produzir uma nova solução mais favorável. Em particular, a instabilidade em um campo pode levar uma organização a desestabilizar outro campo relativamente estável. Por exemplo, no caso da *Glass-Steagall*, os bancos comerciais responderam à instabilidade em seus principais negócios de empréstimos, promovendo ativamente a incerteza em seu ambiente jurídico estável em um esforço para produzir um novo acordo que os permitisse fazer investimentos bancários. “Pesquisas sobre endogeneidade legal e mudanças institucionais destrutivas em geral podem se beneficiar de suposições relaxantes sobre as preferências por estabilidade”, e só assim, “identificar as condições sob as quais as organizações estão dispostas a aceitar incertezas temporárias na busca de ambientes legais ou institucionais potencialmente mais favoráveis” (FUNK; HIRSCHMAN, 2012, p. 41).

O esforço em gerar incertezas pelos bancos comerciais pode ser interpretado com base no *Work “Disassociating Moral Foundations”* – o qual “tem o potencial de perturbar as instituições, desassociando a prática, regra ou tecnologia de sua fundamentação moral, conforme apropriado, dentro de um contexto cultural específico” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 50)⁵⁰. Os fundamentos normativos de uma instituição são interrompidos por conjuntos indiretos de práticas que circundam e enfraquecem, em vez de atacar diretamente, essas fundações. Os atores mais propensos a adotar técnicas dissociativas para interromper as práticas institucionais são as elites.

A associação desse esforço, direcionado ao rompimento da Lei, faz sentido diante do estudo de Funk e Hirschman (2012), uma vez que os bancos comerciais fazem parte de uma elite privilegiada por recursos financeiros e de influência. Nesse caso, o *Work* poderia ainda atribuir o papel do Estado, como “*Disconnecting Sanctions/Rewards*”.

“*Disconnecting Sanctions/Rewards*” é voltado para a ruptura de instituições, normalmente, envolvendo um trabalho em que atores estatais e não estatais trabalharam através do aparato estatal para desconectar recompensas e sanções de algum conjunto de práticas,

⁵⁰ “Institutional work has the potential to disrupt institutions by disassociating the practice, rule or technology from its moral foundation as appropriate within a specific cultural context” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 50).

tecnologias ou regras. Segundo Lawrence e Suddaby (2006, p. 48), “a maneira mais direta em que isso ocorre é através do judiciário, que é capaz de invalidar diretamente instituições anteriormente poderosas”⁵¹. Para os autores esse tipo de *Work* está associado ao contexto em que a agitação social significativa é percebida como necessária por partes interessadas importantes, como exemplo: guerra ou um fracasso econômico iminente - como ocorreu na Depressão. Esses contextos permitem verificar que as condições são tais que “os atores estão dispostos a aceitar a mobilização massiva de poder necessária para produzir novas fronteiras radicais, novos atores e novas regras para a distribuição de recursos” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 50)⁵³.

Undermining Assumptions and Beliefs- é um *Work* destinado a perturbar as instituições, a partir do momento em que elimina custos de alguma forma, o que pode facilitar novas formas de agir que substituam os modelos existentes ou diminuindo os riscos percebidos de inovação e diferenciação.

Depreende-se dessas categorias de rompimento institucional que a capacidade dos atores está relacionada ao Estado e ao Judiciário, bem como à elite que detêm recursos financeiros e intelectuais para se aproveitar da capacidade do aparato Estatal, e perturbar instituições que não os privilegie de alguma forma. “Isso sugere que os atores estatais e algumas outras elites podem operar com uma consciência intensificada e potencial de resposta estratégica às recompensas e sanções da sociedade”⁵⁴ (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 55).

As atividades com as quais esses atores se engajam para romper as estruturas institucionais são amplamente discursivas e se relacionam ao “trabalho de fronteira”: sociais e

⁵¹ “The most direct manner in which this occurs is through the judiciary, which is capable of directly invalidating previously powerful institutions” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 48).

⁵² “A similar dynamic occurred in the Norwegian fisheries (Holm, 1995: 414), when the government adopted an approach to fisheries regulation based on “science-based recommendations of a total allowable catch (TAC) for each of the most important commercial fish stocks”: This undermined both the Main Agreement, the dominant regulative institution, as well as the MSO system through which fishermen dominated the sector, while at the same time freeing processors and exporters from “the fine-meshed system of regulations in which they were entangled”. Thus, a redefinition of the basis on which the permitted catch was calculated disrupted the regulative basis of the institutional arrangements of the sector” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 49).

⁵³ “Consequently, this type of work may be easier to accomplish in contexts in which significant social upheaval is perceived as necessary by important stakeholders. War is one such context (Baron et al., 1986). Imminent economic failure, as occurred in the Depression, is another (Lounsbury, 2001). In either context, the conditions are such that actors are willing to accept the massive mobilization of power necessary to produce radical new boundaries, new actors and new rules for the distribution of resources” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 50).

⁵⁴ “For instance, the ability to disconnect rewards and sanctions from behaviors is most directly associated with the state and the judiciary, as well as with those professions and elites that have the financial and intellectual resources to harness the capacity of the state and the judiciary to disrupt institutions that de-privilege them in some way. This suggests that state actors and some other elites may operate with a heightened (p. 55) awareness and potential for strategic response to societal rewards and sanctions” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 55-56).

simbólicas⁵⁵. Assim, os atores parecem perturbar as instituições, principalmente, “redefinindo, recategorizando, reconfigurando, abstraindo, problematizando e, geralmente, manipulando as fronteiras sociais e simbólicas que constituem as instituições”⁵⁶ (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 56).

Portanto, romper a lei envolve um esforço específico que permite aos atores organizacionais promover situações que perturbem o ambiente jurídico, seja por meio de mecanismos políticos ou institucionais. Apesar de se enquadrarem, num primeiro momento, em um *work* voltado ao rompimento de Leis, é preciso prestar atenção nos interesses envolvidos pelos objetivos dos atores organizacionais ao promover esses esforços que visam perturbar um ambiente estável. Por isso, o contexto no qual esses atores operam, bem como os eventos que podem desencadear por meio de seu esforço, seja intencional, ou não, devem ser considerados como base para qualquer análise de *Endogeneity of Law*, dentro de uma perspectiva voltada a criar, manter ou romper a Lei.

Esse movimento direcionado a criar, manter e romper Leis não pode ser explicado com base em *Works* que não abordem as especificidades do ambiente legal e suas interconexões com o ambiente organizacional. O que buscou-se demonstrar foi justamente a dificuldade em se analisar *Endogeneity of Law* à luz do *Institutional Work* empregando um contexto puramente político a ser definido pelo *Political work* e os demais esforços anteriormente analisados por essa abordagem. Razão pela qual se faz pertinente ampliar e aprimorar um esforço direcionado especificamente para a mudança endógena da Lei – o *Law Work*.

Portanto, *Law Work* foi definido como o esforço orientado pelos interesses dos atores organizacionais para moldar, alterar o conteúdo e o significado da Lei, por meio de mecanismos políticos e institucionais que possibilitam o engajamento legislativo, reinterpretação e inovação em torno da Lei. O próximo capítulo aprofunda como a metodologia foi aplicada e utilizada para abordar a proposta do estudo sobre *Law Work*.

⁵⁵ “Social boundaries would include those that refer to economic, physical and political location. symbolic boundaries include moral boundaries, socioeconomic boundaries and cultural boundaries” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 56) .

⁵⁶ “In the work we have described, both types of boundaries are the focus of institutional work. Actors appear to disrupt institutions (p. 56) primarily by redefining, recategorizing, reconfiguring, abstracting, problematizing and, generally, manipulating the social and symbolic boundaries that constitute institutions” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 56).

3 METODOLOGIA

Ao analisar a metodologia adotada nos estudos sobre *Endogeneity of Law* verificou-se que a abordagem qualitativa foi predominante. Do total de 31 (trinta e um) artigos analisados, apenas 8 (oito) associaram pesquisas quantitativa e qualitativa, o que corresponde à 26%. Pérezts e Picard (2015) fizeram um estudo etnográfico para verificar *compliance* em um Banco Francês, no qual permaneceram por 9 (nove) meses entre 2009 e 2010, período em que a Instituição estava adotando uma regra internacional para o controle de lavagem de dinheiro. Os autores descreveram de forma detalhada o processo de criação de um departamento de *Compliance* independente, o qual resultou em um trabalho ético desenvolvidos pelos funcionários que eram responsabilizados pela aprovação das contas bancárias dos clientes do banco.

A abordagem quantitativa foi utilizada, em sua maioria, por Edelman. De um total de 8 (oito) artigos quantitativo, 6 (seis) correspondem à autoria ou coautoria de Edelman (EDELMAN; SMYTH; RAHIM, 2016; KRIEGER; BEST; EDELMAN, 2015; BEST; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON, 2011; EDELMAN; KRIEGER; ELIASON; ALBISTON; MELLEMA, 2011; EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA, 2001; EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999). Ainda assim, a classificação da abordagem metodológica seria Qualitativa/Quantitativa, considerando que as variáveis foram construídas pelos autores com base em categorias qualitativas. Assim, o perfil de pesquisa da autora normalmente apresenta como ferramenta de análise “regressão logística ordenada generalizada e controlando inúmeras variáveis” (EDELMAN; UGGEN; ERLANGER, 1999). É interessante observar que as pesquisas em que Edelman atua como autora principal ou coautora envolvem números relacionados à estatística do padrão de decisões das Cortes Americanas, considerando variáveis como: a) Ideologia político partidária dos juízes: republicanos ou democratas; b) As decisões favoráveis às empresas ou aos empregados; c) As características dos empregados demandantes: pobres, discriminação interseccional (mulher negra); d) A verificação da adequação das estruturas organizacionais para evitar a discriminação no ambiente de trabalho, operacionalizada como variável *dummy*: i. a opinião reflete a qualidade ou adequação da estrutura empregada pela organização; ii. A opinião declara explicitamente que a estrutura é inadequada, mas a inadequação não importa; iii. A opinião apresenta a verificação da estrutura organizacional, mas o tribunal considerou uma questão superficial.

Entre as abordagens qualitativas (74% dos estudos) existe o predomínio da estratégia de Estudo de Caso. Assim, Mulligan e Oats (2016) adotaram a abordagem qualitativa considerando o caso dos profissionais de elite que atuam em funções de contabilidade em diferentes níveis: organizacional; inter-organizacional; e regulamentar. “(...) ficou claro que a riqueza da história está no entendimento de como esses profissionais de impostos coexistem com outros atores nos níveis micro, meso e macro de engajamento” (MULLIGAN; OATS, 2016, p. 69). Seguindo essa mesma linha de compreensão metodológica, Bamberg e mulligan (2011) verificaram que existem profissionais de privacidade em relação ao direito de privacidade dos consumidores frente as organizações. O principal ponto foi a verificação de como esses profissionais ganharam espaço no meio empresarial, e se articularam para influenciar a regulamentação da privacidade nos EUA.

Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012), Gilad (2014), Kelly (2003), Funk e Hirschman (2012; 2014; 2017), Alon (2016), bem como Edelman (1992) utilizaram documentos e dados históricos para fundamentar suas pesquisas. Por exemplo, Funk e Hirschman (2012) apresentou uma construção histórica de 40 (quarenta) anos em torno da Lei *Glass-Steagall Act*; Kelly (2003) verificou a história em torno do Mercado, sua ideologia Liberal e do bem-estar social.

Assim, a abordagem qualitativa foi adotada por 23 (vinte e três) artigos analisados, e todos apontaram a perspectiva histórica como a base das investigações. Ainda que os artigos apresentem metodologias diferentes em relação à sua abordagem ou estratégia, todos apresentaram uma construção histórica prévia que antecedia a investigação, com o objetivo de fundamentar o conflito institucional – nível macro.

Portanto, a presente pesquisa utilizou a abordagem qualitativa, buscando compreender os processos sociais (FLICK, 2008) por meio dos quais a articulação dos atores sociais (nacionais e internacionais - organizações, associações e escritórios de advocacia) influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito.

3.1 ESTRATÉGIA DE PESQUISA

A estratégia de pesquisa está fundamentada em 2 (dois) estudos sobre *Endogeneity of Law*: Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) e Alon (2016). Esses estudos utilizaram como base “material arquivístico”, utilizando a análise de conteúdo: latente e manifesto (LUNE; BERG, 2017). A base da pesquisa foram documentos emitidos pela SEC (*Security and Exchange*

Commission), mais especificamente os relatórios da reguladora, bem como as manifestações de empresas, investidores individuais, Associações de investidores e escritórios de advocacia.

Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012, p. 467-468) coletou evidências por meio de análises de conteúdo latente e manifesto do material arquivístico, que pontua a história da regulamentação do abuso de informação privilegiada, e utilizou a análise retórica dentro da teoria institucional. Com o objetivo de aprofundar o caso em questão, os autores triangularam diferentes documentos: cobertura da imprensa dos eventos examinados e registros históricos públicos. O material público incluiu a legislação do Congresso norte-americano (como o *Securities Act* de 1933, o *Securities Exchange Act* de 1934, o *Insider Trading Sanctions Act* de 1984 e o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* de 1988) e os correspondentes regulamentos da SEC, bem como propostas de novos regulamentos e discursos do Presidente da SEC, do Contador-Chefe e dos Comissários. Segundo Ventresca e Mohr (2001, p. 1), “Em seu sentido mais clássico, os métodos de arquivamento são aqueles que envolvem o estudo de documentos”. Assim, documentos são criados em algum momento num passado relativamente distante, que proporciona acesso às organizações, indivíduos, e eventos desse tempo anterior (VENTRESCA; MOHR, 2001).

Alon (2016) utilizou como base de sua investigação “episódio empírico”, o que corresponderia ao Estudo de Caso. A partir da descrição de um episódio, ela traçou uma linha histórica da atuação da SEC no direito Transnacional, até chegar ao episódio atual. Assim, “O episódio de interesse é a proposta da SEC de permitir que registrantes estrangeiros arquivem demonstrações financeiras não-reconciliadas, baseadas em IFRS” (ALON, p. 06).

Tanto Alon (2016) quanto Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) afirmam que as “*letters of comment*” são documentos primários, uma vez que não passaram por nenhuma análise. “Os dados primários incluem 118 cartas de comentários recebidas pela SEC em resposta a essa proposta e a decisão final da SEC emitida após a conclusão do processo de comentários” (ALON, 2016, p. 07). Os dados secundários são analisados sob uma perspectiva histórica. Seguindo essa mesma linha de metodologia, o presente estudo analisou 16 (dezesseis) manifestações, as quais correspondem às “*letters of comment*” nos EUA. Embora Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 533) afirmem que são distintos das Audiências Públicas.

Como a SEC, a CVM também apresenta um período de 90 (noventa) dias para a realização de consulta perante os participantes do Mercado de Capitais. Durante esse período a regra é colocada em pauta pelo Colegiado, seguindo para a Superintendência de Desenvolvimento do Mercado (SDM) a qual abre Edital de Audiência Pública para receber

sugestões e contribuições dos participantes do Mercado de Capitais Brasileiro – para só então promulgar ou não a regra. As etapas que compõem esse período de consulta pública estão especificadas na PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170, de 16 de outubro de 2014.

3.1.1 Pesquisa Histórico Documental

A promessa de uma união mais próxima entre pesquisa organizacional e histórica tem sido reconhecida há muito tempo (MACLEAN; HARVEY; CLEGG, 2016). No entanto, o seu potencial permanece difícil, diante dos problemas como autenticidade do desenvolvimento teórico esperado pelos estudos organizacionais e da veracidade histórica exigida pela investigação o que traz exigências conceituais e empíricas excepcionais aos investigadores.

Diante disso, Maclean, Harvey e Clegg (2016) apresentam um quadro metodológico que permite a confluência entre as duas áreas, permitindo não só a sobreposição dos interesses investigativos de ambas as áreas, mas também o rigor científico proposta pela sua união. Por isso, os autores elaboraram a ideia de “Estudos Organizacionais Históricos”, definindo-a como “pesquisa organizacional que extrai extensivamente dados históricos, métodos e conhecimentos para promover narrativas teóricas historicamente informadas atentas a ambas disciplinas” (p. 609).

Grande parte da teoria organizacional tende a minimizar o “valor excepcional do longo período de tempo”. A História, significando tanto o passado como experimentado por atores e as narrativas que os historiadores tecem a partir deste muitas vezes permanece escondido na pesquisa organizacional (MACLEAN; HARVEY; CLEGG, 2016). No núcleo da proposta está o desejo de entender melhor como os atores constrangidos pelas forças sociais moldam as estruturas e práticas organizacionais que enquadram as relações sociais e as instituições, interferindo nos indivíduos e nas comunidades (CLEGG; BAILEY, 2008).

No entanto, o que se verifica nos estudos organizacionais são limites aos métodos e ao conhecimento, quando orientados pelo sincronismo, privilegiando estudos contemporâneos e transversais que abrangem períodos de tempo limitados. Assim, os Estudos Organizacionais, como ciência social, podem se beneficiar de um engajamento mais intenso com a história como meio de infundir maior realismo e substância; oferecendo oportunidades de acesso a estruturas e categorias de conhecimento até então sub-exploradas. Assim, a história dos negócios e da administração, especialmente, tem muito a ganhar com uma associação mais profunda com estudos organizacionais cujos *insights* teóricos poderiam abrir novas vias de análise e interpretação (ROWLINSON; HASSARD; DECKER, 2014).

A perspectiva histórica aplicada ao presente caso, permite construir e comparar a regra sobre os “Planos de Investimento Individual” traçando um paralelo entre Brasil e EUA. Ou seja, a partir do surgimento da regra 10b5-1, dentro de um Contexto Institucional peculiar aos EUA, frente ao artigo 13 e 15-A da Instrução Normativa nº358/2002 no Brasil. Além disso, foi pautada em estudo histórico cultural sobre o Mercado de Capitais Brasileiro que se pôde inferir a intencionalidade e a articulação dos atores sociais – participantes das Audiências Públicas. O período de análise histórica do papel desempenhado pelas organizações na “Construção Social” da regra sobre os “Planos de Investimento Individual” no Brasil, está compreendido no lapso temporal entre 2006 e 2014. No entanto, a história da “Construção Social” do mercado de Capitais Brasileiro remete ao período colonial, descrito por Érica Gorga (2006) – a qual apresentou a cultura brasileira como um fator impeditivo para o fortalecimento dos direitos dos acionistas minoritários.

Além disso, a base fundamental da pesquisa histórica é a investigação de documentos e materiais textuais produzidos “por” e “sobre” organizações (VENTRESCA; MOHR, 2001, p. 2). Assim, “*Archival Research Methods*” apresenta 3 (três) abordagens: 1) historiográfica a qual se divide em outras 2 (duas) correntes - Pesquisa da Escola Institucional e de historiadores das práticas modernas de negócios; 2) Ecológica – “quantidades de informações recolhidas da vida histórica de um grande número de organizações foi organizada para contar uma história sobre o dinâmica dos ambientes organizacionais e das populações organizacionais” (VENTRESCA; MOHR, 2001, p. 7); 3) “*New Archivalism*” - partem da premissa de que os arquivos documentais devem ser tratados como dados a serem analisados (VENTRESCA; MOHR, 2001).

A abordagem aplicada aqui foi a “*New Archivalism*” a qual inclui o seguinte conjunto de princípios: 1) preocupação com a imersão estrutural das organizações e seus componentes; 2) enfoque nos sistemas compartilhados de entendimento e significados que facilitam a ação organizacional; 3) interesse em identificar e especificar gramáticas e repertórios de ação que são implantados pelas organizações; 4) compreender e mapear as lógicas institucionais que definem todos esses movimento de processos (VENTRESCA; MOHR, 2001, p. 21).

A ideia de sistemas compartilhados e significados que facilitam a ação organizacional será o foco do estudo. O objetivo desse tipo de estudo “é avaliar as características relevantes de entendimentos compartilhados, ideologias, quadros cognitivos ou conjuntos de significados coletivos que condicionam atores organizacionais”, além de ajudar a compreender como esses atores “interpretam e respondem ao mundo ao seu redor, para medir propriedades essenciais de

sistemas ideacionais e usá-los para explicar as estratégias e ações de indivíduos e organizações” (VENTRESCA; MOHR, 2001, p. 22). Outrossim, é possível enfatizar a importância da teoria do empreendedorismo histórico ao transcender a cronologia para revelar as inter-relações entre ações e eventos (MACLEAN; HARVEY; CLEGG, 2016). Assim, a relação entre ações e eventos são propostos neste estudo com base em seu propósito fundado na forma como os atores sociais se articulam em torno da construção e reconstrução das normas e regras sobre o uso privilegiado de informações no mercado de capitais.

A ideia do presente estudo é superar as barreiras em torno da ideia engessada de que estruturas não são passíveis de alterações por meio da agência (EMIRBAYER; MISCHE, 1998). Por isso, é preciso utilizar-se da história, não apenas como ferramenta para coleta e análise de dados, mas também para uma “fluência teórica”. Ou seja, para obter uma compreensão mais completa das organizações, a teoria exige uma interpretação das intencionalidades dos atores, pois: “O tempo não é uma linha, mas uma rede de intencionalidades” (LEBLEBICI; SHAH, 2004). Existe um processo de revisão da teoria quando confrontado por dados históricos, levando, conseqüentemente, ao desenvolvimento teórico.

Duas distinções importantes sustentam a tipologia de Maclean, Harvey e Clegg (2016). A primeira refere-se ao “objetivo” incorporando a história na pesquisa organizacional, ligado à visão clássica de conceber a história como interpretação, ou seja, um meio de explicar o presente através da identificação de forças sociais (des) contínuas ou de cadeias causais que se prendem a ela. Ou, história concebida como um recurso que permite a exposição e a fundamentação de ideias, construções e teorias. A segunda distinção refere-se ao “modo de investigação”, ou seja, poderia ser: uma abordagem “científico-social”, onde a teorização é explícita, orientada para a identificação de padrões globais, processos e generalizações como objetivo primário; e, no modo “narrativo”, por meio do qual, a expressão de ideias teóricas permanece embutida na história contada.

Portanto, a concepção da história como explicação, foco que será adotado no presente estudo, fundamenta-se no desenvolvimento de uma síntese interpretativa consistente com a teoria e com registro histórico. O valor para os estudos organizacionais reside na aplicação e desenvolvimento da teoria para revelar o funcionamento dos processos sociais transformadores. Como exemplo, existem estudos que podem ser classificados dentro dessa concepção. A explicação de Fligstein (1993) sobre a metamorfose do controle corporativo nos EUA de 1880 a 1990 centra-se na transição sofrida pelas maiores empresas industriais do país. Ele localiza as

causas do declínio relativo na “interação estratégica de longo prazo” que se desenrolava entre as empresas e sucessivos governos; observando que isso deriva da ideia da empresa engendrada pelos quadros institucionais vigentes. Em “Estudos de Organização Histórica” do tipo explicativo, argumentos abrangentes emergem da interação de ideias teóricas e evidências históricas, levando a novas interpretações de refinamentos do passado ao presente e teóricos.

3.1.2 Coleta de dados

Os dados que serviram de base para a análise do estudo foram: a) Audiências Públicas (AP); b) Processos Administrativos Sancionadores (PAS); e, artigos publicados nos EUA que abordaram a regra 10b5-1 – Opinião de Especialistas (EDELMAN; FULLER; MARA-DRITA, 2001).

a) Audiências Públicas (AP)

O estudo se utilizou de 3 (três) etapas para a coleta de dados, as quais são: **1) Audiências Públicas:** o levantamento de todas as AP alteradoras da IN 358/2002 (*Insider trading*) – conforme demonstra o quadro 9; **2) Requerimento e processo de acesso:** o envio de requerimento formal para a Central de Documentos da CVM com base na verificação da ausência de algumas fases das AP; **3) Liberação e acesso aos documentos:** a CVM liberou o acesso aos documentos.

A coleta de dados foi organizada em distintas etapas para a verificação do episódio empírico. Primeiro, a delimitação do tema a partir da verificação prévia de todas as Audiências Públicas voltadas para a alteração da Instrução Normativa nº 358/2002. Segundo, a verificação do acesso aos documentos por meio da Central de Documentos da CVM – via requerimento formal no SAC (Serviço de Atendimento ao Cliente). Terceiro, o acesso a parte do material requisitado perante a reguladora – CVM.

- Primeira etapa: Audiências Públicas

As Audiências Públicas estão disponíveis no Site da CVM, por meio de 3 (três) fases: i) O Edital de AP; ii) As manifestações individuais dos participantes da AP; e, iii) O relatório de análise das manifestações, por meio do qual a CVM responde às contribuições e questionamentos apresentados pelos manifestantes. Ao determinar o caminho da coleta de documentos - todas as AP's referentes às propostas de alterações da IN 358/2002 - verificou-se que algumas, ou nenhuma dessas fases estavam publicadas no site. Por isso, foi preciso levantar, num primeiro momento, todas as AP's sobre a IN 358/2002 (*insider trading*) para depois verificar quais delas apresentavam todas as fases, e quais estavam faltando.

Quadro 9 - Audiências Públicas sem Relatório de Audiência e/ou sem as Manifestações Individuais dos Participantes do Mercado de Capitais

EDITAL	TEMA	RESULTADO
Audiência Pública SDM 03/05	Minuta de Deliberação sobre a concessão de vista de autos de Processos Administrativos instaurados no âmbito da CVM.	- sem relatório de audiência; -sem manifestações sobre a audiência
Audiência Pública SDM 09/05	Novos procedimentos para celebração de Termo de Compromisso. Criação do Comitê de Termo de Compromisso.	
Audiência Pública SDM 08/06	Alteração da Instrução CVM nº 358/02. Aperfeiçoamento da regulamentação da CVM sobre: (i) divulgação de informações relativas à negociação de valores mobiliários e à aquisição de participação igual ou superior a 5% de ações de emissão de companhia aberta, *e (ii) vedações e condições para negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.	
Audiência Pública SDM 03/07	Nova Instrução sobre multas cominatórias.	
Edital	TEMA	RESULTADO
Audiência Pública SDM 12/07	Processos Administrativos Sancionadores	- sem as manifestações individuais dos participantes da audiência.
SDM nº 02/08	Minuta de parecer de orientação sobre deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.	
SDM nº 07/08	Minuta de Instrução que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.	
SDM nº 03/09	Minuta de parecer de orientação sobre disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária.	
SDM nº 04/10	Minuta de Instrução que dispõe sobre hipóteses de infração grave.	
SDM nº 06/10	Alteração da Instrução 467/08.	
SDM nº 07/10	Alteração da Deliberação 390/01, que dispõe sobre a celebração de Termo de Compromisso.	
SDM nº 08/10	Alteração das Instruções 400/03, 476/09 e 480/09.	
SDM nº 09/10	Alteração na Instrução que dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário.	

Fonte: CVM, AUDIÊNCIAS PÚBLICAS, 2019.

- Segunda Etapa: Requerimento e processo de acesso

O quadro 9 apresenta as AP's e a ausência de algumas das 3 (três) fases. Esse quadro foi enviado à CVM por meio de requerimento que gerou o protocolo, no Serviço de Atendimento ao Cliente, nº 88328127. O requerimento foi submetido a um processo no canal de consulta à CVM, com protocolo de atendimento e análise da possibilidade de acessar tais documentos - não disponíveis no site. Na sequência, o processo foi submetido à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) e analisado por Antonio Carlos

Berwanger (Superintendente de Desenvolvimento de Mercado) sob o registro CVM 7.001.161. Apesar de seguir o protocolo de requerimento, exigido pela reguladora, algumas páginas foram suprimidas com base em seu potencial de confidencialidade, e o acesso a alguns documentos não foi liberado – como exemplo a AP 08/10 que gerou a polêmica sobre a remuneração dos executivos.

O recorte temporal para a análise dos documentos foi definido a partir da disponibilidade de documentos pela CVM, a partir de 2006 e com base na delimitação do tema – Políticas de Negociação e Planos de Investimento Individual.

- Terceira etapa: a liberação do acesso aos documentos

O Técnico Analista da CVM entrou em contato, por telefone, no dia 15 de março de 2019. A ligação teve como finalidade questionar o número de páginas e documentos requeridos, com o intuito de confirmar o pedido dos pesquisadores. Aproveitando a oportunidade, algumas dúvidas sobre a relação entre regulados e reguladores foram sanadas pelo Técnico Analista da CVM – numa ligação com duração de 00:30 (trinta) minutos. O representante da CVM afirmou que existe um perfil dos participantes das AP: associações de investidores e escritórios de advocacia. Apontando para a ausência de manifestações de investidores individuais. Além disso, ele ressaltou que as organizações fazem consultas ao colegiado da CVM, bem como agendam consultas técnicas para a verificação de regras, e podem requerer suas alterações.

Os processos foram liberados em etapas. A Primeira liberação ocorreu no dia 15 de abril de 2019, por e-mail enviado pelo centro de consultas com a seguinte redação:

Informamos que está à disposição as cópias digitalizadas dos Processos em epígrafe. Favor contatar o Centro de Consultas da CVM: Rio de Janeiro (21) 3554-8639 ou São Paulo (11) 2146-2094, para agendamento (endereços ao final desta mensagem). Esclarecemos que o horário para retirada é das 10h às 12h30 e de 14h30 às 17h. Reiteramos, favor agendar o atendimento até o dia 25/04/2019.

Para atendimento presencial, caso não seja o próprio requerente a vir efetuar a vista e retirada da(s) cópia(s) do(s) processo(s), o procurador/representante deverá trazer/entregar autorização, procuração ou subestabelecimento apresentando documento original com foto bem como fotocópia da identidade do requerente original.

Cópias digitais, favor trazer 3 CD-Rs ou DVD-Rs ou 1 pendrive LACRADO (na embalagem) para gravação do(s) mesmo(s). (Grifo nosso).

A segunda liberação foi realizada no dia 18 de abril de 2019. No entanto, não foi possível fazer contato com o Centro de Consultas, pois os responsáveis não estavam disponíveis. Só foi possível reestabelecer contato com os responsáveis em 13 de maio de 2019. A retirada das cópias digitais ocorreu nas datas 16/04/2019 e 17/05/2019 por meio de “Diligência” realizada por uma advogada de São Paulo, via procuração particular. Após a diligência a advogada passava o material via *google drive*.

b) Processos Administrativos Sancionadores (PAS)

Os Processos Administrativos Sancionadores (PAS) foram coletados de acordo com a delimitação do tema: Planos de Investimento Individual. A busca pelos Processos ocorreu por meio do *web site* da CVM em “Jurisprudência CVM” por meio de palavras-chaves: “*Insider trading*”; “Artigo 15 IN 358”; “Artigo 13 IN 358”; “Política de Negociação”; e “Planos de Investimento Individual”. O resultado da pesquisa foi de 10 (dez) processos em que efetivamente se discutem o tema sobre os períodos de vedação e “Planos de Investimento Individual. Desses 10 (dez) processos: 4 (quatro) foram encerrados com Termo de compromisso; 2 (dois) foram para pedir a liberação de negociação em período de vedação; restando 4 (quatro) processos em que se discutem os Planos de Investimento individual em profundidade, em apenas 2 (dois) deles – Os casos BHG e LAEP.

A análise dos PAS contribui para a compreensão doutrinária no Brasil em relação aos Planos de Investimento individual, permitindo verificar a aplicação prática aos casos concretos, bem como verificar a postura das organizações frente à possibilidade de uma defesa afirmativa.

c) Artigos publicados nos EUA que abordaram a regra 10b5-1

Os “Planos de Investimento Individual” são uma discussão recente no Brasil. Por isso, ao verificar a semelhança entre os artigos 13 e 15-A da IN 358/2002 e a Regra 10b5-1 – senão idêntica- foi preciso ampliar a pesquisa para a jurisdição Norte-Americana, buscando compreender as discussões acadêmicas em torno dos “Planos de Negociação”. A análise das discussões e conflitos em torno da interpretação da Regra 10b5-1 permitiu inferir o abuso dos “Planos de Negociação” que acarretou a prática do “*Insider trading estratégico*”, e a comprovação da possibilidade de obter retornos anormais para *Insider’s* por meio da “Política de Negociações”.

Outras justificativas sobre a adoção e análise de estudos acadêmicos dos EUA são: a recente promulgação da regra no Brasil (setembro de 2015) e a ausência de aplicação prática para a verificação da interpretação do artigo 15-A pela CVM. Outrossim, Edelman, Fuller e Mara-Drita (2001) demonstraram a importância da compreensão e interpretação da Lei por seus profissionais – advogados, juristas, consultores e profissionais de RH – tendo em vista que esses são responsáveis pela disseminação da interpretação e significado de Leis e regras.

3.2 SUJEITOS DA PESQUISA

A análise foi realizada com base nas manifestações apresentadas perante os Editais de Audiência Pública 08/2006 e 11/2013. Por isso, os sujeitos da pesquisa são os participantes do Mercado de Capitais e especialistas da área (escritórios de advocacia), que se manifestaram sobre o conteúdo dos Editais de Audiência Pública 08/2006 e 11/2013. Ao todo foram analisadas, em profundidade, 28 (vinte e oito) manifestações, com uma média de 50 (cinquenta) páginas de arquivos, o que resultou na leitura de 1.400 (mil e quatrocentas) páginas. Do total de 28 (vinte e oito) manifestações, 9 (nove) compõem as respostas ao Edital 08/2006 e 19 (dezenove) respondem ao Edital 11/2013.

QUADRO 10 - Participantes das Audiências Públicas nº08/2006 e nº11/2013

AP/Participantes	Total de Participantes	Total de Participantes no tema
Edital de AP 08/2006	Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA
	Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;	----
	Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC	----
	Associação Nacional dos Bancos de Investimento -ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento -ANBID
	Bolsa de Valores de São Paulo BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo BOVESPA
	Dynamo Administração de Recursos ("Dynamo");	----
	Federação Brasileira de Bancos - FEBRABAN	Federação Brasileira de Bancos - FEBRABAN
	Hedging-Grif6o Corretora de Valores S.A. ("Hedging-Grif6o"); e	----
	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI
TOTAL	9	5
Edital de AP 11/2013	Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;	Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;
	Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA
	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA
	Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC	----
	Banco do Brasil S.A. (“Banco do Brasil”)	Banco do Brasil S.A. (“Banco do Brasil”)
	BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”)	BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”)
	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI
	Carlos Augusto Junqueira de Siqueira	----
	Carlos Eduardo Vergueiro	----
	Carvalhosa e Eizirik Advogados	Carvalhosa e Eizirik Advogados
	CFA Society Brazil (“CFA Society”)	
Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – CDMCAP	Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – CDMCAP	

	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC	----
	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI
	Itaú Unibanco Holding S.A. (“Itaú”)	Itaú Unibanco Holding S.A. (“Itaú”)
	Salusse, Marangoni, Leite, Parente, Jabur, Klug e Périllier Advogados (“Salusse Advogados”)	----
	Santa Fé Portfolios Ltda. (“Santa Fé Portfolios”)	----
	Trindade Sociedade de Advogados (“Trindade Advogados”)	----
	Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto”)	Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto”)
Total	19	11

Fonte: adaptado de Relatório de Análise - Processos CVM nº RJ2008-11441 e CVM nº RJ 2006/0449.

As manifestações que apresentaram contribuições ou questionamentos em torno dos artigos 13 e 15 da IN 358/2002 (Plano de Investimento Individual), corresponderam a um total de 16 (dezesseis) participantes. De um total de 9 (nove) participantes, 55,5 % se manifestaram no Edital nº08/2006; e, de um total de 19 (dezenove) participantes, 57,9% se manifestaram no Edital nº11/2013. Ou seja, mais da metade do total de participantes apresentaram contribuições ou questionamentos sobre os “Planos de Investimento Individual”, o que configura a relevância do tema proposto.

Em uma entrevista de caráter meramente informativo, por telefone, realizada em 15 de março de 2019, com duração de 00:30 (trinta minutos) o técnico Analista da CVM relatou que o perfil dos participantes das Audiências Públicas são: empresas, associações profissionais e escritórios de advocacia. Essa afirmação foi comprovada por meio da verificação dos documentos disponibilizados pela Central de Documentos da CVM – São Paulo. Ou seja, são 28 (vinte e oito) manifestações, das quais não existe nenhuma participação de investidor individual (pessoa física). Apesar da verificação de todas as Audiências Públicas realizadas até o presente momento, não ser o foco do presente estudo, verificou-se esse padrão em inúmeras outras manifestações analisadas em outros Editais. Essa verificação demonstra uma diferença salutar em relação às manifestações apresentadas perante a SEC nos EUA, a qual conta com a participação de investidores individuais – conforme demonstra a análise de Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) e Alon (2016). Ainda que os resultados desses estudos demonstrem que a opinião, contribuição ou questionamento realizados por investidores individuais – rotulados pelos autores como “não credenciados” - seja irrelevante para a tomada de decisão da SEC sobre a regra final.

3.2.1 Descrição dos Sujeitos da Pesquisa

1) A **BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo** – antes do processo de desmutualização da Bolsa no Brasil. Considerando que o Edital de Audiência Pública nº 08/2006 foi realizado antes da desmutualização das Bolsas de Valores e de Mercadorias e futuros, se faz pertinente descrever qual era a atuação da Bovespa antes do processo, e depois dele. Ainda é preciso considerar que atualmente a Bovespa foi integrada à B3 (Bolsa, balcão, Brasil).

Segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 200) a bolsa de valores era constituída “sob a forma de associação de seus corretores membros, os quais detinham a totalidade dos títulos emitidos pela bolsa da qual faziam parte, além do direito exclusivo de negociar no seu recinto”. Porém, a partir da década de 1990 surgiu uma crescente tendência para que as associações de corretores membros se transformassem em sociedades empresariais, no caso Sociedade Anônima. Esse processo de transformação dos associados membros em acionistas, foi denominado “desmutualização” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008).

Entre as causas do processo de desmutualização estão: inovações tecnológicas e a globalização. As inovações tecnológicas surgiram no mercado como sistemas eletrônicos de negociação – *Electronic Communications Networks (ECN's)* e *Alternativa Trading System (ATS's)* (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008). Esses sistemas de compra e venda *online* reduziram a eficiência e a necessidade do pregão. Como consequência, diante da facilidade e segurança nas negociações, ocorreu o aumento da competição em nível global. Assim, a globalização “permitiu a integração dos mercados financeiros e de capitais em todos os países, pondo um fim ao ‘monopólio’ que as bolsas nacionais detinham sobre os mercados nos quais estavam inseridas (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008, p. 203). Logo, em 08 de maio de 2008 ocorreu a fusão entre Bovespa Holding S.A e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), criando a BM&FBovespa S.A.

Claro que o processo de desmutualização pode apresentar conflito de interesses. Segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008) o conflito pode emergir da dificuldade em harmonizar a função regulatória (auto-reguladora) exercidas pelas bolsas e seu propósito lucrativo, inerente às Sociedades Anônimas. Assim, de acordo com esses autores, as bolsas podem adotar medidas regulatórias muito rígidas, com a finalidade de aplicar multas com valores excessivos, aumentando sua receita. Ou, podem negligenciar medidas regulatórias com a finalidade de angariar mais negociações. A questão é que a competitividade seria o elemento

dosador neste caso “(...) caso determinada bolsa opte por adotar uma regulação negligente ou rígida demais, ela poderá perder a confiança de clientes e investidores que, conseqüentemente, poderão transferir seus negócios para outras bolsas” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUE, 2008, p. 206).

A importância em verificar esses desdobramentos para o presente estudo está no fato de que as Audiências Públicas analisadas foram editadas durante esses períodos de mudança da caracterização dos participantes. Assim, na Audiência Pública nº 08/2006, o participante aparece como Bovespa, e a partir de 2008 aparece na configuração de BM&Fbovespa S.A. Mais adiante se verificará outros participantes que passaram por mudanças.

2) **A ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento** – representante das Instituições Financeiras que operam no Mercado de Capitais. Em 2009 integrou suas atividades à ANDIMA, criando assim a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

3) **O IBRI - Instituto Brasileiro de relações com Investidores** – foi criado em 1997 com o objetivo de valorizar o papel da comunidade de profissionais de Relações com Investidores no Mercado de Capitais Brasileiro. “O Instituto é uma associação sem fins econômicos, que já congrega cerca de 350 profissionais – pessoas físicas, ligadas direta ou indiretamente à área de R.I. (Relações Inter-Institucionais) de algumas das principais companhias do País” (IBRI, 2019). “O IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores) é uma associação de direito privado, sem fins lucrativos, que estimula e promove atividades de Relações com Investidores (RI) junto às companhias e aos profissionais ligados ao mercado de capitais no Brasil e no exterior” (IBRI, 2019).

4) **A FEBRABAN – Federação Brasileira de Banco** – “é a principal entidade representativa do setor bancário brasileiro. Fundada em 1967, na cidade de São Paulo, é uma associação sem fins lucrativos que tem o compromisso de fortalecer o sistema financeiro e suas relações com a sociedade e contribuir para o desenvolvimento econômico, social e sustentável do País” (FEBRABAN, 2019). Segundo informações do Site da Febraban, o quadro associativo da entidade conta com “119 instituições financeiras associadas de um universo de 155 em operação no Brasil, as quais representam 98% dos ativos totais e 97% do patrimônio líquido das instituições bancárias brasileiras” (FEBRABAN, 2019).

5) **ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas** – “A principal missão da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA – associação civil sem fins lucrativos criada em 21 de dezembro de 1971 – é a defesa, em sua atuação conjunta, das

posições da companhia aberta, como a face moderna da economia brasileira, junto aos centros de decisão e à opinião pública” (ABRASCA, 2019). “Participação ativa - A história da Abrasca é marcada pela característica de sempre assumir, em audiências públicas, posição que melhor reflita o interesse de suas associadas e, com efeito, vem alcançando êxito em diversas questões relevantes” (ABRASCA, 2018). Segundo seu *web site*, o último levantamento de associados foi realizado em 31/12/2012, contando com 193 associados, com valor de mercado de 1,1 trilhão de dólares, representando 85% do valor de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa. Entre os setores que a entidade representa estão: industrial, comercial, agrícola, mineral, financeiro e de serviços, sediados em todos os quadrantes do território brasileiro. Sendo que a “ABRASCA mantém permanente convivência com os diversos segmentos do mercado de capitais, como por exemplo os intermediários financeiros e os órgãos reguladores” (ABRASCA, 2019).

6) **ABBI -Associação Brasileira de Bancos Internacionais** – apresenta como objetivo “Congregar e representar os Bancos internacionais, presentes ou representados no Brasil” (ABBI, 2019). A associação propõe o aperfeiçoamento e fortalecimento do sistema bancário brasileiro através da defesa do regime de livre mercado, da livre iniciativa, e do aumento da competitividade objetivando torná-lo mais eficiente e com melhores condições de exercer o seu papel de agente financiador do desenvolvimento brasileiro. Assim como as outras associações seu intuito é “defender, junto a organizações, associações, órgãos públicos e governos, brasileiros e estrangeiros, os legítimos interesses dos seus associados” (ABBI, 2019 – Grifo nosso).

7) **A ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais** – representa instituições como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras. Surgiu em 2009 fruto da integração entre duas entidades, ANBID e ANDIMA, mas representam o mercado há quatro décadas. O modelo de atuação está organizado em torno de quatro compromissos: representar, autorregular, informar e educar.

8) **O Banco do Brasil S.A. (“Banco do Brasil”)** – “é uma instituição financeira brasileira, constituída na forma de sociedade de economia mista, com participação do Governo federal do Brasil em 54% das ações” (ALEXANDRINO; PAULO, 2017, p. 86);

9) **A PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil** – foi criada em 1904, essa entidade fechada de previdência é composta por funcionários do Banco do Brasil e empregados do quadro próprio. “A Instituição trabalha para garantir a esses

participantes benefícios previdenciários complementares aos da Previdência Oficial, de forma a contribuir para a qualidade de vida dos associados e de seus dependentes” (PREVI, 2019).

10) **Carvalhosa e Eizirik Advogados** – Segundo novo escritório de advocacia, denominado Eizirik Advogados (2016), seu fundador foi Nelson Eizirik, “o qual durante alguns anos, exerceu o cargo de chefia do Departamento de Direito do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC e, posteriormente, foi Diretor da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (1986/1988)” (EIZIRIK ADVOGADOS, 2018 – grifo nosso). Além disso, no site da *web* do escritório consta como área de atuação a: Representação dos interesses dos clientes em respostas a ofícios emitidos pelos órgãos reguladores e autorreguladores (CVM, BACEN, B3, ANBIMA, dentre outros); Representação dos interesses dos clientes em processos sancionadores iniciados pela CVM e pelo Bacen e na negociação e elaboração de termos de compromisso; Representação dos interesses de investidores, companhias, fundos e demais participantes dos Mercados Financeiro e de Capitais em processos administrativos e administrativos sancionadores iniciados pela CVM, BACEN, B3 e ANBIMA (EIZIRIK ADVOGADOS, 2018 – GRIFO NOSSO).

11) **A Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil** – CDMCAP, Seccional do Rio de Janeiro foi “criada com o objetivo de fomentar o estudo e a discussão de questões jurídicas que envolvem o mercado de capitais” (CDMCAP, 2014, p. 1). Membros da CDMCAP:- Carlos Augusto Junqueira; Carlos Martins Neto; Durval Soledade; Flavia Parente; Gabriela Codorniz; Gabriella Najjar; Gustavo Machado Gonzalez; Henrique Vergara; Igor Muniz; João Laudo de Camargo; Kevin Altit; Luis Claudio Coutinho Abreu; Luiz Leonardo Cantidiano; Marcus de Freitas Henriques; Marlos Lopes Godinho Erling; Maurício Teixeira dos Santos; Milena Donato Oliva; Nelson Eizirik; Otavio Yazbek; Renata Maccacchero Victor (CDMCAP, 2014, p.10).

12) **Itaú Unibanco Holding S.A. (“Itaú”)** – o Itaú (2019) se apresenta como a fusão de duas grandes instituições financeiras brasileiras, em novembro de 2008, criando assim um dos conglomerados de maior porte do Hemisfério Sul. “A associação entre o Itaú e o Unibanco formou uma corporação com valor de mercado de uma das maiores instituições financeiras do mundo” (ITAÚ, 2019).

13) **Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto”)** – Aberto em 1959 “Ulhôa Canto assessora clientes nacionais e estrangeiros de todos os setores econômicos e tem contribuído decisivamente para a estruturação e o desenvolvimento de negócios, indivíduos, empresas, grupos e mercados” (ULHÔA CANTO, 2019).

3.3 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

O problema de pesquisa está voltado para a “Articulação de atores sociais” – sejam as organizações por meio das manifestações em AP, e/ou a CVM enquanto mediadora no processo de implementação de padrões internacionais (IOSCO e SEC) – e a sua influência na caracterização do *Insider trading* por meio dos requisitos que compõem os “Planos de Investimento Individual” no Brasil.

Assim, como esses atores se articularam para influenciar a regra dos artigos 13 e 15 da IN 358/2002? Com o objetivo de responder essa questão foi estabelecida uma organização textual que permitiu a verificação dos interesses desses atores sociais em torno da regra.

3.3.1 Definição Constitutiva e Operacional

A definição constitutiva e operacional foi construída a partir da base teórica e empírica sobre o tema de estudo, e permite demonstrar o caminho percorrido pelo pesquisador no decorrer do estudo.

A) Contexto Institucional com base no conflito de interesses – uma análise comparativa

Definição Constitutiva – A definição de Meyer, Rowan e Scott (1983, p. 84) para Contexto Institucional são “as regras, normas e ideologias da sociedade em geral”. O contexto pode delimitar a agência dos indivíduos, sendo, portanto, um atributo que varia conforme as limitações sociais e legais do contexto no qual o indivíduo ou grupo operam. Por isso, Lawrence, Suddaby e Leca (2009, p. 15) afirmam que a agência “pode variar de acordo com o contexto em que esses indivíduos estão incorporados e pode evoluir ao longo do tempo, em conformidade.”

Definição Operacional – Análise comparativa do Contexto Institucional da promulgação da Regra 10b5-1 pela SEC, e o artigo 15-A da IN 358/2002 pela CVM. A diferença no nível de conflito institucional, e o fator cultural do Mercado de Capitais Brasileiro em relação à publicidade excessiva.

Legalização - Segundo Sitkin e Bies (1993, p. 346) se refere ao “processo que engloba a difusão de raciocínio, procedimentos e estruturas legais, como um meio de sustentar ou

aumentar a legitimidade da organização (ou de uma subunidade organizacional) com entidades internacionais ou externas⁵⁷”.

Definição operacional - A difusão de raciocínio, procedimentos e estruturas legais dos “Planos de Negociação” nos EUA, sob a regra 10b5-1, para os “Planos de Investimento Individual” no Brasil.

○ **Subcategoria de Análise: Ambiente legal**

Definição Constitutiva: A definição de “Ambiente legal” inclui: i) A lei formal e as sanções associadas; ii) Práticas e normas informais quanto ao uso, não uso e evasão da lei; iii) Ideias sobre o significado da lei e o cumprimento da lei e o amplo conjunto de princípios, ideias, rituais e normas que podem evoluir fora da lei (EDELMAN; SUCHMAN, 1997).

Definição Operacional: O conjunto normativo e legal sobre a previsão da conduta de *insider trading* (Lei nº 6.385/76); a interpretação jurisprudencial da CVM; as Instruções Normativas 449/2007 e 568/2015 que alteraram a Instrução Normativa 358/2002 da CVM; PAS (Processos Administrativos Sancionadores) perante a CVM; e consultas das organizações ao Colegiado de decisões relacionadas à CVM.

B) Interesses dos atores credenciados e não credenciados – profissionais

Definição Constitutiva – “A lei é politicamente e profissionalmente mediada”. Os profissionais do Direito servem “os interesses de seus clientes” (MORGAN; QUACK, 2010, p. 276). Edelman (2004) define os interesses organizacionais com base na racionalidade econômica e a busca pela eficiência em termos de custos.

Definição Operacional – O estudo aborda o papel dos profissionais (associações de investidores e escritórios de advocacia) como mediadores entre a intenção da regra, e os interesses de seus clientes. No caso, o interesse é ampliar as possibilidades da prática de *Insider trading* e reduzir os riscos de litígios jurídicos (BOZANIC; DIRSMITH, HUDDART, 2012) conforme a eficiência e a racionalidade econômica (EDELMAN, 2004).

Credenciados e não credenciados

Definição Constitutiva – Aqueles que são os preparadores de informações ao Mercado de Capitais, e aqueles que recebem as informações divulgadas no mercado (BOZANIC; DIRSMITH, HUDDART, 2012; ALON; DWYER, 2016).

⁵⁷ “We define legalization as the diffusion of legalistic reasoning, procedures and structures to sustain or enhance the legitimacy of the organization (or an organizational subunit) with critical internal or external constituencies” (SITKIN; BIES, 1993, p. 346).

Definição Operacional - Credenciados (escritórios de advocacia e associações de profissionais do mercado); Não credenciados (investidores individuais).

C) Requisitos dos Planos de Negociação

Definição Constitutiva - O Plano de Negociação permite que *Insiders* negociem ações da própria empresa, em períodos de vedação, sem que incorram na prática ilegal de *Insider trading*. Os Planos precisam preencher os seguintes requisitos:

- 1) Estabelecido por escrito, em caráter irrevogável e irretratável;
- 2) Submetido ao Conselho de Administração;
- 3) Estabelecido no prazo mínimo de 6 (seis) meses de antecedência;
- 4) Inexistência de múltiplos planos;
- 5) Publicidade.

Definição Operacional - A discussão das manifestações dos atores sociais em torno da regra e requisitos que compõem os Planos de Investimento Individual, buscando expandir as circunstâncias que permitem negociações com informações privilegiadas. Requisitos propostos pelos manifestantes:

- 1) Questionamento ao estabelecimento do “Plano de Investimento Individual” por escrito, em caráter irrevogável e irretratável;
- 2) Submetido ao Diretor de Relações com Investidores;
- 3) Estabelecido no prazo mínimo de 3 (três) meses de antecedência;
- 4) Inexistência de múltiplos planos;
- 5) Publicidade excessiva.

3.3.2 TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS

A análise dos dados seguiu o “Modelo Ascendente de Análise”. A análise só foi possível a partir da coleta e verificação dos dados, como a identificação de constelações locais de práticas e interpretações (VENTRESCA; MOHR, 2001) das organizações. Em seguida, a análise foi ampliada para o nível macro-social, em que se compara a regra 10b5-1 da SEC e os artigos 13 e 15-A na CVM. Embora a disposição da análise no estudo se mostre descendente, a construção da pesquisa partiu de uma lógica ascendente de coleta e análise. Primeiro se verificou como os atores (credenciados) se manifestaram perante o Edital de Audiência Pública, para depois verificar e contextualizar seus interesses de acordo com a expansão das

possibilidades e circunstâncias que permitem a prática de *Insider trading* e a redução do risco de responsabilidade jurídica.

Assim, as práticas e as lógicas de ação se desenvolvem à sua própria maneira, quando as organizações brasileiras discutem as regras de *Insider trading*, e depois eles são incorporados em níveis mais altos da organização social. Aliás, Ventresca e Mohr (2001, p. 15) defendem que essa é a abordagem mais valorizada pelos novos arquivistas “que se preocupam em identificar e especificar as porcas e parafusos da vida institucional, os modos de compreensão, as gramáticas de ação, as redes relacionais que unem os elementos da vida organizacional”.

A análise foi elaborada a partir da Análise de Conteúdo Latente e Manifesto. Para Lune e Berg (2017) o conteúdo manifesto examina elementos fisicamente presentes e contáveis, enquanto o latente, estende para uma leitura interpretativa do simbolismo subjacente aos dados físicos. Isto é, “a análise de manifestos descreve o conteúdo visível (texto), enquanto a análise latente procura discernir seu significado (subtexto)” (LUNE; BERG, 2017, p. 186). Segundo esses autores, a Análise de Conteúdo é cuidadosa, detalhada e sistemática, permitindo que o pesquisador identifique padrões, temas, suposições e significados.

As manifestações dos atores sociais foram analisadas a partir da argumentação apresentada na forma de texto. Assim, foi possível verificar o padrão de repetição dos argumentos desses atores o que possibilitou inferir que existem redes relacionais que estão na base da argumentação das manifestações. Assim, a análise focou no padrão que as manifestações apresentam em seu texto, e a partir dessa informação ampliar a possibilidade de compreensão da influência das organizações sobre a regra.

Segundo Morgan e Quack (2010, p. 276) as Leis e regras têm as suas próprias condições específicas de existência

que se relacionam com a forma do direito (manifestada em estatuto, jurisprudência e sistemas de regulação), as arenas da lei e as suas regras de ação e procedimentos (tribunais públicos e privados), os agentes da lei, sua posição social e seu sistema de licenciamento (advogados, escritórios de advocacia e juízes; associações profissionais), a tecnologia e os artefatos da lei (documentação, normas, casos, estatutos) e o corpo de conhecimento que sustenta a lei (o papel da jurisprudência e teorização jurídica acadêmica que cruza as fronteiras entre universidades, tribunais e política). Essas condições de existência constituem pontos de passagem obrigatórios pelos quais outros atores, como o Estado, as organizações e os indivíduos, precisam passar para se envolver com a lei e, sob certas circunstâncias, mudar e reformar a lei e o sistema jurídico (MORGAN; QUACK, 2010, p. 276).

Assim, verificou-se que entre as condições específicas das regras promulgadas pela CVM, estão as Audiências Públicas, as quais apresentam sua própria regulamentação (PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170, de 16 de outubro de 2014) ao estabelecer prazos e

formalidades para as manifestações dos participantes, bem como as respostas a seus questionamentos e contribuições. Um segundo momento da análise de dados, permitiu verificar as respostas oferecidas pela CVM às manifestações, e suas justificativas ao acolher ou rejeitar as propostas apresentadas pelos atores sociais (manifestantes).

O quadro 11 apresenta como os objetivos da pesquisa foram operacionalizados e analisados a partir das categorias anteriormente apresentadas – inclusive estabelecendo o vínculo com os documentos que fundamentaram e justificaram a análise dos dados.

Quadro 11 – Operacionalização da Pesquisa

Objetivos	Documentos	Constitutiva	Nível
Verificar as regras e requisitos que compõem e definem a “Política de Negociação” das Empresas e o “Plano de Investimento Individual” de negociação com ações de emissão da própria empresa, seu marco regulatório e político no Brasil e nos Estados Unidos.	- Regra 10b5-1 (EUA) - artigos 13 e 15-A (BRASIL)	Contexto Institucional	Macro Social
Identificar as alterações nas regras e requisitos que compõem o “Plano de Investimento Individual” no Brasil, nos Estados Unidos e como recomendação da IOSCO – evidenciando uma linha de influência internacional e seu “fator reputacional”.	Editais de AP: 08/2006 e 11/2013	Legalização	
Analisar os argumentos dos atores sociais em suas manifestações apresentadas em resposta ao Edital de Audiências públicas SDM 08/2006 e 11/2013, sobre as “Políticas de Negociação” e o “Plano de Investimento Individual”, e sua relação com o fortalecimento das lacunas legais evidenciadas na prática do mercado Norte Americano.	Requisitos dos “Planos de Investimento Individual”	Interesse: Ampliar a possibilidade da prática de <i>Insider Trading</i> e reduzir a responsabilidade jurídica	Micro Social
Verificar a aplicação prática dos “Planos de Investimento Individual” conforme a jurisprudência da CVM.	- PAS CVM: nº RJ2012/13047 (Brasil Broken); CVM nº RJ2013/5793 (BHG); CVM nº RJ2011/3823 (LAEP); CVM nº 15/2010	<i>Compliance</i> : verificação dos requisitos na prática	
Compreender como a articulação dos atores sociais influenciou as normas e regras de categorização do <i>Insider Trading</i> no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito.	Lista de Associados da AMBIMA; ABBI; FEBRABAN; ABRASCA	Advocacy Constructing Identities Changing Norms Constructing Networks	Meso Social

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Seguindo a lógica metodológica de análise de Mulligan e OAts (2016), a perspectiva teórica que reúne *Institutional Work e Endogeneity of Law* encontra profissionais de elite (especialistas de conhecimento da área) “engajados no exercício sutil e difuso do poder em um

nível micro dentro de suas organizações, em um nível meso entre organizações [Associações de Investidores] dentro do campo” organizacional, e amplia as relações de influência para um nível macro do ambiente externo mais amplo. (MULLIGAN; OATS, 2016, p. 63).

Assim, segundo a classificação de possíveis análises propostas por Ventresca e Mohr (2001) o presente estudo apresenta os seguintes tipos de análise: Muitas organizações – considerando os 19 (dezenove) participantes das AP’s, entre associações de investidores e escritórios de Advocacia; Leitura dos documentos - como método de entrada dos dados; Relações - uma abordagem relacional tende a olhar para as relações que conectam indivíduos, organizações ou elementos de um discurso em conjunto em algum todo maior e mais sistêmico.

Ao verificar as relações entre as manifestações na base de seus argumentos repetitivos, ampliou-se a busca por documentos, chegando a lista de associados que permitiu entender como as unidades organizacionais estão incorporados em redes relacionais que facilitam o fluxo de comunicações, interações e ganham força perante a CVM. Para só então, compreender como a articulação desses atores sociais influenciou a regra sobre os “Planos de Investimento Individual”. Portanto, a análise dos dados apresentada no próximo capítulo traz a forma como as manifestações de diferentes atores (organizações e associações) se assemelham e indicam um propósito unificado entre elas.

4. CONTEXTO INSTITUCIONAL COM BASE NO CONFLITO – UMA ANÁLISE COMPARATIVA

Com a finalidade de verificar a diferença entre o Contexto Institucional no qual a regra sobre os Planos de Investimento Individual foi estabelecida, é preciso primeiro definir e especificar a sua origem, afim de compreender os diferentes motivos que levaram a sua promulgação no Brasil e nos EUA.

✓ **Definição, origem e motivos para a determinação dos requisitos dos Planos de Negociação ou Planos de Investimento individual**

Tanto os Planos de Investimento Individual (Brasil), quanto os Planos de Negociação (EUA) possuem a mesma definição, por se tratar da mesma regra. Assim, o Plano é um tipo específico de contrato vinculativo (ANDERSON, 2015), estabelecido entre o *Insider primário*⁵⁸ e a empresa (emissora das ações), o qual deve especificar, com antecedência mínima de 6 (seis) meses, o valor, preço e a data de execução da negociação dos valores mobiliários a serem comprados ou vendidos. O tempo mínimo de 6 (seis) meses exigido no Brasil, pressupõe que o *Insider* não tinha ciência de informações privilegiadas, quando fez o contrato. Além, disso, a empresa deve fornecer um calendário contendo o cronograma de datas previstas para a publicação de demonstrações financeiras, trimestrais e anuais, para que o contrato não seja executado 15 (quinze) dias antes da divulgação dessas informações relevantes. Esses são os requisitos atuais que a CVM passou a exigir, a partir de Setembro de 2015, dos *Insiders* que pretendem negociar valores mobiliários emitidos pela própria empresa.

A definição desses requisitos vem sendo amplamente discutida nos EUA, desde a sua origem em 2000. A SEC promulgou a regra 10b5-1 na expectativa de sanar um conflito político perante o judiciário norte-americano sobre a interpretação da regra 10b-5 em relação ao uso *vs.* posse de informação privilegiada (MCGREEVY, 2007; BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012; HENDERSON, 2011; HENDERSON; JAGOLINZER; MULLER, 2014; HORWICH, 2016). Todos os estudos que abordam a regra 10b5-1 iniciam explicando a origem dela, e apresentam esse conflito. Assim, o conflito em torno da regra 10b5-1 envolveu a interpretação sobre *Insider tipp x tippee*. **Tipp x Tippee** - Essa estratégia encontrou resultados mistos nos tribunais. Em *United Estados v. Teicher*, um advogado alimentou informações não públicas relevantes sobre os planos de fusão e aquisição do cliente corporativo da empresa para outros

⁵⁸ Os 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 (Art. 15-A, IN 358/2002).

que negociaram essa informação. Os comerciantes *tippee* foram condenados por *insider* nos termos da Seção 10 (b) e da Regra 10b-5. Os comerciantes recorreram desafiando, *inter alia*, a instrução do júri de que abraçou o padrão de posse da SEC. O segundo circuito endossou o padrão de posse da SEC, observando que “(1) “em conexão com a linguagem de ambas as seções 10 (b) e 10b-5 deve ser interpretada com Flexibilidade; (2) o mero padrão de posse é compatível com o ‘abster-se’, máxima que é frequentemente citada na jurisprudência de *insider trading*; e (3) o padrão de posse de conhecimento tem o benefício prático de simplificar a tarefa de execução” (ANDERSON, 2015, p. 19). A discussão gerada em torno do uso e da posse de informação está fundamentada em 2 (duas) teorias: a clássica, com base no dever de divulgar a informação (dever fiduciário); e a apropriação indevida, na qual não existe o dever de divulgar, e por isso pode ser aplicável a qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada, e não pública (BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012).

Segundo McGreevy (2007), com dois circuitos rejeitando o teste de posse de conhecimento da SEC no mesmo ano, a tendência nos tribunais parecia ser a favor de exigir conexão causal entre a posse de informações privilegiadas e a negociação para estabelecer a responsabilidade sob a Seção 10 (b) e Regra 10b-5. Assim, a SEC propôs a regra 10b5-1 com a finalidade de harmonizar suas decisões com o Judiciário, evitando a erosão do seu poder de execução (ANDERSON, 2015) frente os regulados. A SEC propôs a Regra 10b5-1 um ano depois, em dezembro de 1999, e foi adotada em Outubro de 2000. A nota preliminar da Regra 10b5-1 explica que a regra define quando uma compra ou venda constitui negociação “com base em” informações não públicas em casos de informações privilegiadas trazidas sob a seção 10 (b) e Regra 10b-5 (BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012).

Portanto, a harmonização da interpretação da SEC perante os tribunais norte-americanos foi sanada. A Seção (a) da Regra 10b5-1 incorpora tanto a Teoria Clássica quanto a Apropriação Indevida em relação à análise da prática de *insider trading*. Expressamente os “dispositivos manipuladores e enganosos” proibidos pela Seção 10 (b) e a regra 10b-5 estão incluídos na compra ou venda de um título “com base em” informação material não pública. Assim, segundo Anderson (2015) a questão do “uso *versus* posse” é abordada na Seção (b) definindo “com base em” para fins de regra como nada mais do que estar “consciente” de informação material não pública, no momento da negociação. A única distinção perceptível entre a “posse consciente” e o “padrão de consciência” adotado parece ser a disponibilidade de defesas afirmativas na Seção (c) da regra (ANDERSON, 2015).

Além de procurar sanar a divergência que existia entre as decisões do Judiciário e da SEC (em âmbito executivo), em relação ao uso e a posse da informação, a seção (c) trouxe a possibilidade de defesas afirmativas para os *Insiders*, permitindo que eles possam negociar em períodos de vedação, com base nos “Planos de Negociação” estabelecidos por meio de contratos privados entre o *Insider* e a empresa. Ou seja, ao tentar dirimir o “conflito interpretativo” entre duas esferas de poder público (judiciário e executivo), a SEC acabou gerando defesas que estão permitindo retornos anormais aos *Insiders*, legalizados pelos “Planos de Negociação” enquanto *Safe harbor* (BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012). As negociações com retornos anormais, protegidos pelo “Plano de Negociação” de acordo com os seus requisitos, deram início à prática legalizada do que a academia norte-americana vem chamando de “*Insider trading Estratégico*”. Isso está ocorrendo porque o *Insider* apresenta o “Plano de Negociação” com antecedência, pressupondo que não possui informação privilegiada. No entanto, ao longo do período as informações vão sendo liberadas, e o *Insider* pode “Alterar o Tempo de Divulgação” delas ou “Rescindir” a execução do contrato, conforme seu interesse.

✓ Os Planos de Investimento Individual e o Contexto no Brasil

A IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*) foi criada em 1983, mas não pela assinatura de tratado internacional ou acordo entre Estados e, por isso, não pode ser considerada uma verdadeira organização internacional. Apesar disso, congrega atualmente mais de 95% do mercado mundial de valores mobiliários, contando com reguladores de 115 países como membros (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016, p. 273). Ela configura uma rede internacional de colaboração entre seus países membros, e tem por objetivo padronizar regras em relação ao mercado de valores mobiliários.

Nasser, Rachman e Prado (2016) fizeram um levantamento das AP’s da CVM e verificaram um número expressivo de citações e referências às recomendações da IOSCO. Entre as AP’s com recomendações citando a Instituição está a 11/2013, a qual foi analisada aqui. Esses autores apresentam o processo de internalização das regras internacionais pela CVM, apontando que existem razões que podem explicar o processo de adoção e adaptação aos padrões recomendados pela IOSCO: a) A padronização conforme as regras internacionais pode ampliar o espectro de negociações de valores mobiliários no Brasil; e, b) a CVM, enquanto membro atuando politicamente perante a IOSCO, obtém ganho reputacional frente aos seus regulados ao impor regras de divulgação de informações – como exemplo o caso da divulgação da remuneração dos executivos. Esse caso gerou polêmica pelo fato de o IBEF (Instituto Brasileiro de Executivos Financeiros) ingressar com ação civil contra a CVM com o objetivo

de resistir e derrubar o item 13 do Formulário de Referência, regulado pela IN 480/2009, que exigia a divulgação da remuneração dos executivos – conforme padrão internacional. O conflito entre os executivos e a CVM foi fundamentada na cultura brasileira – de não expor a remuneração – com base no argumento de que feria o princípio Constitucional de privacidade ligado à intimidade e vida privada (GORGA, 2009).

Figura 2 – Participação da CVM na IOSCO

1983	2011	2012	2013	2014
CVM se torna membro da IOSCO	CVM eleita presidente do comitê executivo	Um representante da CVM no conselho da IOSCO	Comitê de trabalhos	CVM como vice-presidente do <i>Growth & Emerging Markets Committee</i>

Fonte: Adaptado de Nasser, Rachman e Prado (2016, p. 275).

A figura 2 demonstra a relação ativa da CVM perante a IOSCO, porém “Não é possível afirmar como se dá a participação da CVM nas instâncias de discussão e deliberação da IOSCO, até porque o processo de tomada de decisão não é transparente” (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016, p. 275). A questão é que a CVM, além de compor o quadro de membros da IOSCO, vem apresentando uma atuação política significativa entre os países com Mercado de Capitais emergentes, o que potencializa a necessidade da adoção de regras e padrões estabelecidos pela organização transnacional.

Assim, o Edital SDM nº 11/2013 apresentou como justificativas para propor as alterações normativas: a) a experiência da CVM ao apreciar casos concretos, em que seu colegiado sinalizou a necessidade de reformas normativas; e, b) “as minutas também receberam influência significativa do *Report on Stock Repurchase Programs*, da OICV/IOSCO (‘Relatório IOSCO’⁵⁹), e de normas estrangeiras aplicáveis a recompras de ações e a negociações de derivativos referenciados em ações” (CVM, 2013, p. 15).

Assim, os motivos que levaram a adoção da regra sobre “Planos de Negociação” para a SEC, e os “Planos de Investimento Individual” foram completamente diferentes, embora se trate da mesma regra. A SEC foi motivada pela harmonização com as decisões do poder judiciário Norte-Americano (âmbito nacional), enquanto a CVM buscou harmonização perante a IOSCO – em âmbito transnacional (âmbito internacional). Ressalte-se ainda que algumas decisões referentes a prática de *Insider Trading* pela CVM citam decisões da SEC como precedente de interpretação da regra frente a casos concretos – como exemplo, PAS CVM nº 17/02, em que o Diretor relator Wladimir Castelo Branco Castro cita o caso Adler, o qual exigiu

⁵⁹IOSCO. Report on Stock Repurchase Programs. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>. Acesso em 2 de outubro de 2018.

o nexa causal entre o acesso à informação e seu efetivo uso para condenar Techold Participações S.A.⁶⁰

Figura 3– Diferença do Contexto Institucional SEC e CVM – nível do Conflito

	Contexto Institucional EUA	IOSCO	Contexto Institucional Brasil
Nível Nacional	Regra 10b5-1	<i>Report on Stock Repurchase Programs</i> , da OICV/IOSCO (“Relatório IOSCO”)	Art. 15-A IN 358/2002
	Disputa política entre a SEC e tribunais Americanos sobre Uso vs. Posse	Órgão responsável pela disseminação de normas do Mercado Internacional	Posicionamento político da CVM frente a organização Transnacional da IOSCO
	Edição da Norma no ano 2000	Edição da Norma 2004	Edição da primeira Norma 2006
	Motivos da edição da norma- Uso vs. Posse	Inspirada na SEC	Motivos da edição da Norma – ganho reputacional
	Nível Internacional		

Fonte: Elaborado pela autora.

A figura 3 demonstra que o conflito de interesses em torno da regra sobre os “Planos de Negociação” variou conforme o contexto social/Institucional no qual ela foi promulgada e a diferença dos interesses políticos da SEC e da CVM ao promulgar a regra. Assim, o Contexto Institucional pode variar conforme se verifique o ambiente social no qual as regras e Leis foram estabelecidas. Funk e Hirschman (2012) já afirmaram que *Legal Endogeneity* deve ser analisada dentro de uma perspectiva histórica- política, permitindo a verificação dos interesses organizacionais antes mesmo da edição de regras e Leis.

Gorga (2006) ao verificar a cultura do Mercado de Capitais Brasileiro, pautada em relações pessoais e a ideia de patrimônio (concentração acionária e benefícios de controle privado) já apontava para o problema do transplante de regras e Leis internacionais, que se originaram em contextos sociais completamente diferentes do Brasil. Como exemplo, a autora afirma que o Brasil adotou muitas Leis Francesas, as quais se baseavam nos princípios da “liberdade, igualdade e fraternidade” que foram implementadas após a Revolução Francesa,

⁶⁰ “Vale notar que esse tem sido o entendimento tradicionalmente adotado pela Securities and Exchange Commission, conforme registrado por Stephen M. Bainbridge: ‘The SEC long has argued that trading while in knowing possession of material nonpublic information satisfies Rule 10b-5’s scienter requirement’. Fazendo referência ao caso SEC v. Adler afirma o autor que a corte encarregada de seu julgamento decidiu que ‘when an insider trades while in possession of material nonpublic information, a strong inference arises that such information was used by the insider in trading. The insider can attempt to rebut the inference by adducing evidence that there was no causal connection between the information and the trade—i.e., that the information was not used. Although defendant Pegram apparently possessed material nonpublic information at the time he traded, he introduced strong evidence that he had a plan to sell company stock and that that plan predated his acquisition of the information in question. If proven at trial, evidence of such a pre-existing plan would rebut the inference of use and justify an acquittal on grounds that he lacked the requisite scienter (in “The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer”, disponível em <http://ssrn.com/abstract=261277>)”. BRASIL, CVM. PAS Nº 17/2002. Trecho do voto do Diretor relator Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. CVM, Rio de Janeiro, 2005 (p. 16).

quando a burguesia derrubou com sucesso, além do Clero e da Nobreza, a aristocracia rural. No entanto, a burguesia brasileira não gozava de independência e autonomia frente a aristocracia rural brasileira, o que dificultou o processo de adaptação aos princípios legais franceses. Essa dificuldade foi enfatizada na edição do Código Civil brasileiro, uma vez que segundo Azevedo (1994), apesar da independência em 1822, o Brasil ainda apresentava estruturas escravagistas, o que gerava um conflito com os princípios do direito francês. Assim, os princípios legais brasileiros são baseados em uma ordem capitalista idealizada, pontua Gorga (2006), tendo em vista que uma sociedade extremamente hierárquica, com escravos constituindo a maioria da população, não poderia facilmente aplicar a experiência e os princípios da Revolução Francesa.

⁶¹ Outrossim, esse conflito demarca a dificuldade de se trabalhar com Leis transplantadas de outros ambientes e seu contexto sócio – político e econômico à realidade brasileira.

O problema do transplante de Leis de outros países acaba repercutindo nas diferentes relações que existem no Brasil. Por isso, Berkowitz, Pistor e Richard (2003) afirmam que as Leis brasileiras parecem separadas de seu contexto social.⁶² E esse argumento é reforçado por Gorga (2006) a qual defende que o contexto social é um aspecto muito importante a ser considerado na construção de uma Lei, uma vez que reflete a realidade do país, o que conseqüentemente, determinará a sua efetiva aplicação. Ou seja, países com Leis transplantadas sem a influência de seu ambiente social, apresentam dificuldades na execução dessas leis à realidade prática vivenciada no país. Com base nesses argumentos é possível inferir que “Muitos estudiosos apontaram a existência de um desequilíbrio entre ordem política e legal no Brasil. Por exemplo, as leis eram constantemente ignoradas sempre que contrariavam os interesses da aristocracia” (GORGA, 2006, p. 883).

Essa ideia permanece atual, considerando o caso *IBEF vs. CVM* (2010). Assim, o Contexto Institucional e o nível do conflito permitem responder uma das questões que aparecem

⁶¹“Outra razão das dificuldades do Código Civil, e existente também para os projetos posteriores, era tipicamente brasileira: a escravidão. A produção agrícola (cana-de-açúcar, café, etc), os trabalhos domésticos e o vulto do capital empregado no tráfico de escravos impediam a abolição da escravidão, mas, ao mesmo tempo, os juristas brasileiros não queriam elaborar um Código Civil que aparecesse aos olhos do Mundo como consagrando essa iniquidade. A conseqüência foi que, durante todo o Império, não tivemos o Código Civil (a abolição da escravidão se deu em 1888 e, em 1889, foi proclamada a República)” (AZEVEDO, 1994, p. 190).

⁶² “If the transplant adapted the law to local conditions, or had a population that was already familiar with basic legal principles of the transplanted law, then we would expect that the law would be used. However, if the law was not adapted to local conditions, or if it was imposed via colonization and the population within the transplant was not familiar with the law, then we would expect that initial demand for using these laws to be weak. Countries that receive the law in this fashion are thus subject to the “transplant effect”: their legal order would function less effectively than origins or transplants that either adapted the law to local conditions and/or had a population that was familiar with the transplanted law.” (BERKOWITZ; PISTOR; RICHARD, 2003 p. 167).

na especificação do problema de pesquisa: Quais foram os motivos que levaram a edição da regra 10b5-1 (EUA) e o do artigo 15-A (Brasil)?

Por isso, o estudo analisa os dados considerando a triangulação e cruzamento de 3 (três) fontes de documentos: AP; PAS; e Lista de associados. No decorrer do estudo esses dados são analisados lado a lado, o que permite a compreensão da construção social em torno da regra sobre “Plano de Investimento Individual” e a articulação dos atores sociais (organizações – nacionais e internacionais- associações de investidores, escritórios de advocacia).

4.1 Ciclos Alternados entre Consulta das empresas à CVM e as propostas de AP

A relação entre a CVM e seus regulados ocorre de forma estreita. Essa verificação ocorre a partir das consultas que as organizações enviam para a CVM com o objetivo de questionar seus regulamentos, e até mesmo para atuar sobre a anuência da Agência reguladora. Assim, verifica-se que a cada AP que ingressa na pauta do Colegiado da CVM, existe uma consulta das organizações à Reguladora com relação a regra, posteriormente alterada. Essa postura se compara a análise de Morgan e Quack (2007) quando os autores consideram ciclos aninhados entre estratégias deliberadas dos profissionais de Direito em alterar a Lei formal (*political work*), ou ciclos de estratégia incidental (*advocacy*) em que eles resolvem problemas práticos de seus clientes, em âmbito transnacional.

A partir desse ponto o estudo passa a direcionar sua atenção na forma como os atores sociais se articularam para alterar, moldar e/ou reinterpretar os artigos 13 e 15 da IN nº358/2002, em seu próprio benefício. Por isso, antes de iniciar a análise das manifestações dos participantes do Mercado de Capitais se faz pertinente esclarecer os problemas apontados por estudos acadêmicos, e pela mídia nos EUA, perante as lacunas da regra, e sua reprodução no Brasil; e a necessidade da publicação dos “Planos de Investimento Individual”, não adotada nos EUA e no Brasil.

Segundo Anderson (2015) a *Securities Exchange Commission* (“SEC”) adotou o *Exchange Act* Regra 10b5-1 em 2000, como parte de uma tentativa de esclarecer os possíveis elementos de defesas para casos de responsabilidade da prática do delito de *insider trading*. Assim, entre outras coisas, a Regra 10b5-1 oferece aos executivos de empresas uma defesa afirmativa contra a acusação de que eles violaram as leis de negociação privilegiada quando compram ou vendem ações de suas empresas como parte da descrição de um “plano”, considerando que o informante não estava ciente de informações privilegiadas no momento da elaboração do plano. A antecedência com que esses “Planos” são elaborados permite afastar a presunção da prática do ilícito de *Insider Trading*, uma vez que passa a presumir que eles foram

elaborados sem a “consciência” sobre informação privilegiada. Por isso, um dos requisitos previsto para a elaboração do Plano é “antecedência de 6 (seis) meses”.

A questão que Anderson (2015) defende é que “executivos estão ganhando uma vantagem injusta sobre o mercado, explorando ‘Brechas’ ou ambiguidades no que é comumente referido como 10b5-1 planos de negociação” (p. 6). Nesse mesmo sentido se manifestaram os estudos de: MCGREEVY, 2007; BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012; HENDERSON, 2011; HENDERSON; JAGOLINZER; MULLER, 2014; HORWICH, 2016). Isso ocorre tendo em vista que essa defesa afirmativa está disponível mesmo que o membro mais tarde tome conhecimento de informações não públicas relevantes no momento em que os “Planos de Negociação”⁶³ são executados.

Ou seja, uma das questões relevantes sobre os Planos de Negociação é o lapso temporal entre a sua adesão (contrato) e a sua execução (realização do contrato). Henderson (2011) demonstra que a informação privilegiada poderia não existir ao tempo da elaboração e adesão do contrato. No entanto, a informação pode surgir no momento da execução do Plano, gerando o questionamento sobre 2 (duas) possibilidades de conduta: cancelar o contrato, conforme o interesse do regulado; e adiar ou adiantar a divulgação da informação ao mercado (sigilo da informação – prática não condenada no Brasil). Essa conduta é definida por Anderson (2015) como “o tempo da divulgação” da informação.

Por isso, a pesquisa apresentou como categoria de análise os requisitos que compõem os Planos de Investimento Individual:

QUADRO 12 - Requisitos que compõem os Planos de Investimento Individual

Definição Constitutiva – proposta da CVM (2013)	Definição Operacional – proposta acolhida pela CVM (2013) conforme as manifestações dos participantes
1) Estabelecido por escrito, em caráter irrevogável e irretratável;	1) Questionamento ao estabelecimento do “Plano de Investimento Individual” por escrito, em caráter irrevogável e irretratável;
2) Submetido ao Conselho de Administração ;	2) Submetido ao Diretor de Relações com Investidores ;
3) Estabelecido no prazo mínimo de 6 (seis) meses de antecedência;	3) Estabelecido no prazo mínimo de 6 (seis) meses de antecedência;
4) Inexistência de múltiplos planos;	4) Inexistência de múltiplos planos;
5) Publicidade .	5) Publicidade excessiva .

Fonte: Elaborado pela autora.

⁶³ “Plan trades” – “This defense is available even if the insider later becomes aware of material non-public information at the time the Plan trades are executed” (ANDERSON, 2015, p. 7).

O lado esquerdo do quadro 12 demonstra os requisitos exigidos pela CVM por meio do Edital 11/2013, enquanto o lado direito apresenta quais foram os requisitos alterados pelas organizações, por meio de suas manifestações.

Assim, os participantes do Mercado de Ações brasileiro conseguiram alterar o requisito 2, quando questionaram a perda de tempo e eficiência no processo de aprovação de todos os Planos pelo Conselho de Administração, conseguindo submeter apenas ao DRI (Diretor de Relações com Investidores). Apesar de tentarem reduzir o tempo mínimo para 3 (três) meses, os manifestantes não conseguiram reduzir de 6 (seis) meses, conforme a proposta da CVM. E, por fim, e talvez o requisito mais questionado perante a resistência cultural dos executivos e empresários do Mercado de Capitais Brasileiro: a Publicidade. O item 5 (publicidade) foi amplamente refutado pelos participantes das manifestações sob o argumento da “Publicidade Excessiva”.

Portanto, os próximos tópicos estarão organizados conforme os ciclos de consulta das organizações perante a CVM, sobre os Planos de Investimento Individual; e os requisitos que o compõem. A análise fez a interface entre a Ação dos participantes, e as discussões na academia e na mídia nos EUA. Fazendo sempre um paralelo entre Brasil e EUA, considerando que a CVM se inspirou nos regulamentos da SEC.

4.1.1 Ciclos de consulta das organizações à CVM – Gerou a AP 08/2006

Em relação aos Planos de Investimento Individual verifica-se que em 2006 a CVM recebeu a solicitação de consulta sobre um plano apresentado pelo Bradesco questionando a possibilidade de sua execução. A consulta foi realizada com base no envio de um pedido de aprovação do P.R.A.D (Plano de reinvestimento automático de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio mensais) do Banco Bradesco, em 2006 (conforme documento em anexo). Essa consulta gerou o PROCESSO CVM RJ 2005/8456, no qual o Relator, Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa emitiu voto a favor, permitindo a realização e aplicação do P.R.A.D, em 03 de janeiro de 2006.

Ou seja, “O Banco Bradesco S.A. (“Requerente”) formulou consulta à CVM sobre a adequação de seu Plano de reinvestimento automático de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio mensais (“Plano”) [P.R.A.D] à Instrução 358/02” (PROCESSO CVM RJ 2005/8456, fl. 3).

O dispositivo normativo que fundamentou a consulta do Banco Bradesco perante a CVM foi o artigo 13, §7º,

As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas 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, **de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15** (ICVM nº358/2002 – antes das alterações) (GRIFO NOSSO).

As vedações para negociação apontadas nos §§ 4º e 7º do artigo 13, antes das alterações realizadas por meio das IN nº449/2007 e 568/2015, se aplicavam aos *Insiders* e a quem quer que tivesse conhecimento de ato ou fato relevantes antes da divulgação ao mercado. E ainda estabelecia que tal vedação se estendia aos administradores que se desligassem da companhia de capital aberto, estabelecendo a proibição de negociações pelo prazo de 6 (seis) meses após o afastamento da empresa. Prevendo, inclusive os períodos de negociações em que: havia a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; ou estivesse em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da própria companhia.

Em resposta à consulta, o Colegiado da CVM acompanhou o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, por unanimidade, permitindo que o Banco Bradesco utilizasse o P.R.A.D (Plano de reinvestimento automático de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio mensais), nome dado ao “plano” pela empresa, desde que cumprisse os seguintes requisitos, não previstos na INCVM nº358/2002: (i) a irrevogabilidade do compromisso durante cada período de 12 meses; (ii) o débito automático da conta corrente, quando a distribuição mensal for inferior ao Valor Comprometido (Cláusula 1.4); (iii) a impossibilidade de adesão ao Plano enquanto fato relevante estiver pendente, como exige o art 15, §1º, ou durante os 15 dias que antecedem a divulgação de informações trimestrais e anuais (caso aprovemos o Plano), a não ser que as aquisições só ocorram depois da divulgação das informações mencionadas; e (iv) necessidade de prorrogação do compromisso de compra, mesmo ao final de 12 meses, enquanto fato relevante estiver pendente, como exige o art 15, §1º, ou durante os 15 dias que antecedem a divulgação de informações trimestrais e anuais (PROCESSO CVM RJ 2005/8456, fl. 4).

Outro requisito exigido pelo Diretor relator do processo, Pedro Oliva Marcilio de Sousa, foi a necessidade da apresentação de um calendário prévio contendo as datas previstas para a divulgação das informações referentes aos Demonstrativos financeiros trimestrais e anuais.

Adicionalmente, para que a CVM possa abrir mão da vedação à negociação de ações durante o período de 15 dias que antecede à divulgação de informações trimestrais e anuais, creio que o Plano deve ser complementado, não só pelas disposições que mencionei no item 08, mas pela definição, pela administração do Requerente, de data certa para divulgação dessas informações. Nos períodos em que essa data fosse

alterada, o Plano deve prever a perda dos benefícios dos Participantes eventualmente gerados pela alteração da data de divulgação da informação (PROCESSO CVM RJ 2005/8456, fl. 4).

Os ajustes sugeridos pelo Relator do Processo servem para evitar que a administração do Requerente (Banco Bradesco) “possa fixar a data de divulgação de informações trimestrais ou anuais em razão dos interesses próprios em razão do Plano” (PROCESSO CVM RJ 2005/8456, fl. 5). Além disso, o Relator enfatizou que esse é o motivo que fundamenta a Instrução 358/02, a qual não permite que o plano de negociação seja utilizado para a aquisição de ações no período que antecede a divulgação de informações, buscando evitar a prática do ilícito de *Insider trading*.

Por fim, o Relator do Processo propôs que, diante do caso concreto, tais requisitos deveriam ser colocados em pauta para Audiência Pública a fim de alterar a INCVM nº358/2002, e assim, aprimorar os requisitos que permitam negociações de ações de emissão da própria empresa por *Insiders*, sem que esses corram o risco de incorrer na prática do ilícito de *Insider trading*. Diante do caso concreto, Pedro Oliva Marcilio de Sousa recomendou a Superintendência de Desenvolvimento de Mercados que analisasse “a alteração do art. 13, §7º e do art. 15 da Instrução 358/02 e demais dispositivos que achar pertinente, para incorporar o conteúdo dessa decisão e aperfeiçoar o atual sistema de vedações à negociação” (PROCESSO CVM RJ 2005/8456, fl. 5).

Em 13 de janeiro de 2006, o requerente (Banco Bradesco) apresentou resposta às recomendações feitas pelo Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, diante de um novo “plano” (P.R.A.D) apontando as alterações realizadas de acordo com os requisitos exigidos pelo Colegiado da CVM.

4.1.2 Edital de AP 08/2006

Após a análise e aprovação do “Plano” (P.R.A.D.), o qual foi submetido à consulta perante o Colegiado da CVM, em 06 de junho de 2006 a GDR/SDM (Superintendência de Desenvolvimento do Mercado) apresentou um relatório de análise (Processo nº RJ 449/2006), fundamentado no voto emitido pelo Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, propondo alterações aos artigos 13 e 15 da Instrução Normativa nº358/2002.

A SDM propôs que tal modificação fosse implementada mediante a inclusão de um novo §3º ao art. 15, autorizando a aquisição de ações de emissão da companhia pelas pessoas alcançadas pela vedação em questão, desde que a aquisição se dê com base em plano de reinvestimento de dividendos e juros sobre capital próprio na compra de ações de emissão da companhia, que estabeleça:

“(i) o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de comprometer valor certo na aquisição de ações da companhia, nas datas nele previstas;

(ii) a impossibilidade de **adesão ao plano na pendência** de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação de ITR, DFP e IAN; e

(iii) a obrigação de, caso haja alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN, reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano (Processo CVM nº RJ2005/8456, p. 33).

Além disso, a SDM propôs que a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação de ITR, DFP e IAN, conforme orientação traçada no voto do Relator. Assim, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) apresentou proposta de alteração à INCVM nº358/2002, em 19 de dezembro de 2006, com os respectivos dispositivos colocados em discussão perante os participantes do Mercado de Capitais.

Segundo Gustavo Machado Gonzales (2017), a transposição da dispensa emitida pelo Colegiado no Processo CVM nº RJ2005/8456 para as alterações previstas na Audiência Pública nº08/2006, trouxe novas obscuridades e inconsistências para a regras como: 1) abordou “política de negociações própria” e “plano de investimento individual” como se fossem instrumentos distintos, porém não apresentou a distinção entre eles, gerando confusão em sua interpretação e prática; 2) os requisitos previstos no §4⁶⁴ deveriam ser aplicados a qualquer plano de investimento que pretendesse viabilizar negociações em qualquer dos períodos de bloqueio.

4.1.3 Manifestações do Edital de Audiência Pública 08/2006

As manifestações apresentadas para questionar ou contribuir na AP 08/2006 acabaram focando na exclusão da vedação à negociação, pelas pessoas mencionadas no *caput* do artigo 13, no período de 15 dias de antecedência da divulgação da IAN (Informações Anuais). O argumento utilizado tanto pela Bovespa (2007), Anbid (2007), quanto pela Abrasca (2007) foi de que as informações publicadas ao mercado por meio do IAN já estariam disponíveis, antes mesmo da sua publicação formal perante os meios de comunicação. A CVM, em resposta, acolheu as alterações propostas pelos manifestantes afirmando:

⁶⁴ “§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15º” (INCVM Nº358/2002, art. 13, §4º - antes das alterações).

Comentário SDM [Superintendência de Desenvolvimento do Mercado]: Concordamos com a implementação da sugestão, pelas razões expostas pelos participantes. Cabe notar ainda que o IAN, por força do art.16, §º7, da instrução CVM nº 202, já deve ser atualizado no prazo máximo de 10 dias a partir de qualquer alteração em seu conteúdo. (CVM, Relatório de Análise, 2006, p. 10).

O quadro 13 apresenta os requisitos que compõem os Planos de Investimento Individual. Do lado esquerdo do quadro se encontram os requisitos que foram apresentados pela CVM (2006), e do lado direito se encontram as alterações apresentadas nas manifestações dos participantes da AP. Neste capítulo utilizou-se o recurso de documento “word” em que aparecem as palavras riscadas para demonstrar as alterações no texto da regra.

Quadro 13 - Requisitos que compõem os Planos de Investimento Individual (AP 08/2006)

Definição Constitutiva – proposta da CVM (2006)	Definição Operacional – proposta acolhida pela CVM (2006) conforme as manifestações dos atores
I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN; e	I - a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN ; e
II – o plano de reinvestimento estabeleça:	II - o plano de reinvestimento estabeleça:
a) o compromisso irrevogável e irretroatável de seus participantes de reinvestir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas;	a) o compromisso irrevogável e irretroatável de seus participantes de reinvestir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas;
b) a impossibilidade de adesão ao plano na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN;	b) a impossibilidade de adesão ao plano na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN ;
c) a obrigação de prorrogação do compromisso de compra, mesmo após o encerramento do período originalmente previsto de vinculação do participante ao plano, na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN; e	c) a obrigação de prorrogação do compromisso de compra, mesmo após o encerramento do período originalmente previsto de vinculação do participante ao plano, na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN ; e
d) obrigação de seus participantes reverterem à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.” (NR)	d) obrigação de seus participantes reverterem à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN , apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.” (NR)

Fonte: Elaborado pela autora com base nas manifestações apresentadas na AP 08/2006.

A Bovespa (2007) sugeriu a exclusão da vedação à negociação, pelas pessoas mencionadas no caput do artigo 13 (*Insiders*), no período de 15 dias de antecedência da divulgação da IAN (Informações Anuais). A IAN, tanto na sua divulgação quanto nas reapresentações, reflete atos corporativos já ocorridos com a empresa e, portanto, já de conhecimento público (BOVESPA, 2007, fl. 63). Caso sejam fatos que não possam afetar a decisão do investidor ou a cotação das ações de modo ponderável, não há motivo para vedar a negociação. “Por outro lado, se puderem afetar a decisão do investidor ou a cotação,

acreditamos que a vedação à negociação antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante” (fl. 64), prevista no próprio Artigo 13, é suficiente para atender a preocupação de negociações com base em informação privilegiada. “Dessa forma, entendemos que não deveria haver vedação à negociação por conta de apresentação/reapresentação da IAN. Pela mesma razão, também deve ser suprimida a expressão “IAN” do inciso II do § 1º do Art. 15”.

A ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento – pediu a permissão para que os administradores da Companhia pudessem negociar com ações de emissão da Companhia no período de 15 dias antes da divulgação de ITR, DFP e IAN (art. 13 e 15). No que diz respeito à possibilidade dos administradores e demais pessoas vinculadas a companhia aberta negociarem ações dentro dos 15 dias anteriores à divulgação de informações trimestrais ou anuais, “baseados nas informações descritas no Processo nº. RJ 2005/8486, entendemos que, na impossibilidade de discricionariedade pela administração estabelecida no Estatuto Social, tal permissão possa ser admitida” (ANBID, 2007, p 74).

A ABRASCA (2007), IBRI (2007)- Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – e a FEBRABAN (2007) – Federação Brasileira de Bancos - sugeriram a alteração de reinvestimento para investimento, buscando ampliar a exceção prevista neste §3º para os demais planos aprovados pela companhia que cumpram os requisitos nele estabelecidos, “posto que tais planos de investimento têm o mesmo conceito e características exigidos pela CVM, não fazendo diferença, portanto, se tais planos são de investimento ou reinvestimento” (p. 75).

Gostaríamos de adicionar, no entanto que acreditamos que todo e qualquer plano referente a investimento nos papéis de emissão da companhia que tenha as características mencionadas neste parágrafo 3 deva estar isento da proibição de aquisição desde que observadas as mesmas regras.

Sendo assim, sugerimos que seja incluído no texto a permissão para adquirir “ações e papéis de renda-fixa da companhia negociados em bolsa de valores ou entidades do mercado de balcão organizado” e que se substitua as palavras “plano de reinvestimento” ou “plano de re-investimento de dividendos ou juros sobre o capital próprio” por “plano de investimento”. (IBRI, 2007, fl. 79-80).

Estender a permissão para qualquer plano próprio de investimento de um administrador aprovado pela companhia, desde que se cumpram os mesmos requisitos exigidos para o plano de reinvestimento de dividendos e JCP (FEBRABAN, 2007, p. 99-100).

A ABRASCA (2007) salientou que o compromisso irrevogável e irretratável é situação extrema. Sendo assim, entende que deve haver um compromisso formal de investimento regular, porém não expresso de maneira tão radical.

Com relação ao art. 15, §3º, “d”, a associação entende o estabelecimento de penalidade no caso de obtenção de benefícios com alterações na data de divulgação do ITR, DFP e IAN.

Entretanto alterações das datas de apresentação dessas informações podem ocorrer por motivo regulatório, caso fortuito ou força maior. Sendo assim, acreditamos que a vedação deva ocorrer, porém ressalvados os casos excepcionais.

O prazo para apresentar manifestações estava previsto para a data de 22 de janeiro de 2007. No entanto, a ABRASCA (2007) apresentou 2 (duas) manifestações em datas diferentes. A primeira, dentro do prazo, argumentando que os planos deveriam ser considerados para investimentos, e não apenas reinvestimento. A segunda, apresentada no dia 19 de janeiro de 2007, com o detalhe de que a nova proposta era semelhante, senão idêntica a proposta da BOVESPA (2007), retirando a necessidade de vedação às negociações 15 (quinze) dias antes das Informações Anuais (IAN). Uma ressalva com relação a semelhança dos argumentos apresentados nas manifestações: existe um padrão de repetição com relação à semelhança das justificativas que fundamentam as alterações propostas. Esse padrão se intensificou ainda mais na análise das manifestações apresentadas na AP 11/2013.

Assim, sob o mesmo argumento da BOVESPA (2007), a ABRASCA (2007, fl. 114) defendeu que “Quando da divulgação do IAN o resultado já é de conhecimento do mercado e, quanto às demais informações constantes do documento, entendem que não influenciam de modo ponderável na cotação de valores mobiliários (...)”, mas poderá incentivar os administradores a continuarem investindo na sociedade na qual estejam vinculados.

Diante das manifestações, a CVM apresentou respostas favoráveis as suas propostas de alterações e questionamento. O único item que foi rejeitado imediatamente foi com relação ao compromisso irrevogável e irretroatável do Plano de Investimento Individual, mantendo a redação inicial apresentada pela CVM.

4.2 Ciclos de consulta das organizações à CVM – Gerou AP 11/2013

Em 5 abril de 2011 a Braskem S.A. enviou uma solicitação de consulta à CVM, requerendo a adoção de procedimento diferenciado para negociação de ações de sua própria emissão, por meio de atuação de instituição financeira, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/80. A Diretora Relatora Luciana Dias, por meio do Processo Administrativo n.º RJ2010-14060, se manifestou favorável à solicitação e liberou a realização da recompra de ações de própria emissão pela empresa, desde que considerasse alguns requisitos.

Os requisitos foram estipulados pela companhia e aprovados pela Diretora Relatora. São eles:

- i. a Braskem emitirá ordens de compra de ações em quantidade e valor que não excedam o seu saldo de lucros ou reservas utilizáveis para recompra de ações (cf. art. 2º, b, Instrução CVM n.º 10/80); se, no entanto, na data de vencimento das obrigações

contidas no Contrato de Swap, o valor das ações exceder o saldo de lucros ou reservas utilizáveis para recompra de ações, o Banco poderá realizar a venda direta das ações excedentes, nos moldes do art. 14 da Instrução CVM n.º 10/80;

ii. a quantidade de ações detidas pela Braskem somada àquelas que o Banco adquirir nos termos do Contrato de Swap não excederá o limite de 10% (dez por cento) das ações em circulação (cf. art. 3º da Instrução CVM n.º 10/80);

iii. as aquisições a serem realizadas pelo Banco sempre ocorrerão no mercado, a preços de mercado (cf. art. 12 da Instrução CVM n.º 10/80);

vi. o Banco não adquirirá ações que não estejam totalmente integralizadas ou que sejam de titularidade do acionista controlador (art. 2º, d, da Instrução CVM n.º 10/80); e v. o Banco não adquirirá ações caso esteja em curso oferta pública de ações de emissão da Braskem (art. 2º, e, da Instrução CVM n.º 10/80).

Em resposta à solicitação, a Diretora Relatora Luciana Dias deixou claro que sempre existe a possibilidade de que os agentes de mercado realizem operações comerciais baseadas em informações privilegiadas. A questão, segundo ela, é permitir as operações, mas “proibir que os detentores de informações privilegiadas negociem até que a informação se torne pública”. Assim, ainda que o procedimento especial possa gerar informações sigilosas e que potencialmente alguém possa se beneficiar de tais informações, a situação já estará tratada pelas regras gerais de *insider*” (Trecho do voto da Diretora Relatora Luciana Dias, PAS nº n.º RJ2010-14060, julgado em 5 de abril de 2011, p. 3).

O caso da Braskem S.A. trouxe a questão dos *swaps* e a permissão para que um terceiro realize as negociações de ações da empresa, afastando ou reduzindo assim a discricionariedade dos envolvidos nelas. E essa foi uma das questões verificadas no Edital de AP 11/2013, que inclusive cita esse processo como uma das justificativas para propor alterações na regra.

4.2.1 Edital de AP 11/2013

Em 30 de outubro de 2013 a Comissão de Valores Mobiliários – CVM submeteu à audiência pública duas minutas de instrução: 1) A primeira foi destinada a regular as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de quaisquer derivativos nela referenciados (“Nova 10”). Desse modo, a Nova 10 pretende substituir a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, que trata da aquisição de ações pelas companhias abertas que as emitiram, e também a Instrução CVM nº 390, de 8 de julho de 2003, que aborda apenas uma modalidade específica de derivativos referenciados em tais ações: as opções de compra e venda;

2) A segunda minuta foi destinada a alterar a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“Alteradora da 358” e, em conjunto com a Nova 10, “Minutas”), em parte para incorporar novas regras que se fazem necessárias dadas as inovações trazidas pela Nova 10 e em parte para disciplinar de forma mais clara a divulgação de informações quando um investidor adquire participação relevante em companhia aberta, inclusive por meio de derivativos (CVM, 2013).

A “Nova 10” teve por principais objetivos: (i) atualizar as normas da CVM e harmonizá-las com normas internacionais e recomendações da OICV/IOSCO; (ii) incorporar precedentes do Colegiado da CVM; e (iii) abranger operações realizadas com derivativos. Por sua vez, a “Alteradora da 358” (*Insider Trading*) teve por principais objetivos: (i) manter a consistência com as alterações propostas para a Instrução CVM nº 10, de 1980; e (ii) aperfeiçoar a disciplina a respeito da negociação de ações por parte de administradores e outras pessoas com potencial acesso a informações privilegiadas.

O Edital SDM nº 11/2013 apresentou como justificativas para propor as alterações normativas: a) a experiência da CVM ao apreciar casos concretos, em que seu colegiado sinalizou a necessidade de reformas normativas; b) as minutas também receberam influência significativa do *Report on Stock Repurchase Programs*, da OICV/IOSCO (“Relatório IOSCO”⁶⁵), e de normas estrangeiras aplicáveis a recompras de ações e a negociações de derivativos referenciados em ações.

Uma das inovações mais importantes da proposta em relação ao presente regime de negociação com ações de própria emissão envolve a periodicidade e o conteúdo das informações a serem divulgadas. As compras e vendas realizadas pelas companhias abertas passarão a ser divulgadas em bases mensais e de modo semelhante às operações conduzidas pelos administradores dessas companhias (nova redação proposta para o art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002).

✓ **Alteradora 358/2002**

A “Alteradora 358/2002” foi impulsionada por casos concretos relacionados ao seu artigo 12, o qual aborda a negociação da empresa com ações de sua própria emissão, capazes de alterar a composição administrativa da sociedade

O resultado dessa proposta vem da experiência da CVM com casos concretos nos quais o alienante de participação relevante, a despeito da venda de ações, reteve, sem conhecimento dos demais participantes do mercado, determinados direitos sobre tais ativos que o permitiram influenciar a composição administrativa da sociedade (CVM, 2013, p. 10).

Apesar da relevância do edital estar voltada para o artigo 12, outras alterações relevantes foram propostas perante o artigo 13 e 15 da IN 358/2002. O artigo 13 da Instrução Normativa nº358/2002 é pertinente para a análise deste estudo, uma vez que traz os períodos

⁶⁵ IOSCO. *Report on Stock Repurchase Programs*. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf> . Acesso em 2 de outubro de 2018.

de “vedação de negociação” pelos *Insiders*, razão pela qual se deve abordar as suas alterações junto ao artigo 15 da referida Instrução Normativa.

Segundo o Edital de Audiência Pública (SDM nº 11/2013) a chamada “Alteradora da 358” propõe mudanças no regime de negociações de ações de companhias abertas por parte de administradores, acionistas controladores, administradores, e membros do conselho fiscal ou de outros órgãos criados por disposição estatutária (definidos como *insiders*).

Verifica-se que a CVM ampliou o quadro de possibilidades de negociações em período de vedação, como nos casos: se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral. Inclusive em relação à parte de remuneração dos *Insiders*.

Assim, antes de apresentar a proposta da CVM fundamentada no Edital de Audiência Pública SDM 11/2013, e as contribuições apresentadas por meio de manifestações dos participantes, é preciso apresentar os artigos que serão o foco de análise deste estudo, quais seja: Artigos 13 e 15 da Instrução Normativa (IN) nº 358.

Atualmente o artigo 13 da IN nº 358/2002 apresenta da seguinte forma:

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.

Esse dispositivo deixa claro que antes da divulgação de ato ou fato relevante ao mercado, nos negócios da companhia, será vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão. Por isso, o artigo 13 se encontra disposto na seção que aborda “vedações à negociação”, chamado de períodos de *blackout*, ou seja, períodos em que os *Insiders* (a própria companhia, acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, 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 a ato ou fato relevante, não divulgado ao mercado (informação privilegiada).

Assim, a redação do artigo 13 é fundamental para delimitar e definir os períodos em que os *Insiders* não podem negociar ações de emissão da própria companhia, tendo em vista o risco de se presumir a utilização de informações privilegiadas. Por isso, na sequência ao *caput*

o §1º apresenta mais pessoas que podem incorrer na presunção da utilização de informação privilegiada durante os períodos de *Blackout* quais sejam: pessoas que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, exemplificando - auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição; e àqueles a quem compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados (art. 13, §1º da IN nº358/2002).

O §2º do artigo 13, ainda dispõe que ao Administrador é vedado negociar com ações de emissão da própria companhia, quando desligado da empresa, e antes da divulgação de ato ou fato relevante, por um período de 6 (seis) meses, após seu desligamento. Ainda será vedada a negociação de ações de emissão da própria companhia, quando “existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária” (§3º, inciso I do artigo 13 da IN nº358/2002); e, da mesma forma, o inciso II do §3º ainda define, mais uma vez, as pessoas (em suas funções ou cargos) que não poderão negociar quando em curso “a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim”, que são: os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração.

O §4º apresenta os períodos de vedação, que se referem as datas importantes em que as empresas divulgam seus resultados financeiros, presumindo-se a “posse” e o “uso” de informações privilegiadas pelos *Insiders*. Assim, é vedada a negociação por pessoas que estão definidas no *caput* do artigo 13 nos períodos:

a) 15 (quinze) dias que antecedem a divulgação das Informações Trimestrais (ITR – Informações Trimestrais); e, b) 15 (quinze) dias que antecedem a divulgação de informações anuais (DFP- Demonstrações Financeiras Padronizadas) da companhia; porém, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A – o qual traz a possibilidade de negociações nesses períodos, desde que as pessoas referenciadas no *caput* do artigo 13, apresentem um “Plano de Investimento Individual” ou façam parte da “Política de Negociação” da empresa. É com base nessa ressalva que se baseia toda a pesquisa aqui presente, tendo em vista que existem 2 (duas) presunções relativas na regra: 1) a presunção de “uso” de informação privilegiada nos períodos de vedação à negociação por *Insiders* com ações de emissão da própria companhia; e, 2) a presunção de não utilização de informação privilegiada, desde que o *Insider* cumpra alguns requisitos definidos no artigo 15 da IN nº358/2002 (GONZALES, 2017; TRINDADE, 2011).

O que leva à redação do §7º do artigo 13, o qual dispõe que as vedações previstas nos §1º ao §3º não se aplicam aos *insiders* que negociem ações de emissão da própria empresa, desde que cumpram os procedimentos previstos no artigo 15-A- atual redação da IN nº358/2002.

Assim, apresentou-se uma breve explicação em torno das disposições no artigo 13, responsável pela: a) definição das pessoas, e seus respectivos cargos e funções, que devem se submeter aos períodos de vedação às negociações com ações de emissão da própria empresa; e, b) os períodos de *blackout*, que poderia configurar a presunção de utilização de informações privilegiadas. Em seguida, se faz pertinente averiguar quais foram as alterações realizadas em tal dispositivo após a submissão de sua redação à Audiência Pública SDM 11/2013, aberta para a contribuição dos participantes do Mercado de Capitais.

A minuta da Audiência Pública deixa claro que a proposta da “alteradora 358” apresenta determinados requisitos para os planos de investimento e políticas de negociação, que se configuram no seguinte objetivo: retirar, do beneficiário do Plano, a discricionariedade, assim como a proposta da regra 10b5-1, sobre o momento e o valor dos investimentos a serem feitos. Tais requisitos envolvem:

- (i) a formalização do plano por escrito;
- (ii) a prévia aprovação pelo conselho de administração;
- (iii) o estabelecimento de compromisso irrevogável e irretroatável de realizar os investimentos nele previstos; e
- (iv) o prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o plano e suas eventuais modificações produzam efeitos. Essa regra também foi em grande parte inspirada em normas similares vigentes em outras jurisdições⁶⁶(CVM, 2013, p. 8).

Em uma segunda etapa do edital foi abordada a possibilidade da discricionariedade ser transferida a um terceiro. Uma das alterações propostas envolve uma modalidade de recompra que vem sendo objeto de consultas de participantes de mercado à CVM, referente às operações nas quais a companhia emissora das ações a serem adquiridas contrata uma instituição que se responsabiliza pela execução dessas aquisições, de forma autônoma à companhia (exemplo disso é o processo CVM RJ nº 2010-14060).

O edital de Audiência Pública, ao explicar a minuta, apresenta regras para essa modalidade de operação, a qual passa a ser expressamente prevista e permitida, porém condicionada a algumas salvaguardas, como: “(i) execução por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição; (ii) a adoção de mecanismos que impeçam a transmissão de

⁶⁶ 17 CFR (Code of Federal Regulations) 240.10b5-1, editada pela *Securities and Exchange Commission*, e o já mencionado Regulamento No. 2273/2003, de 22 de dezembro de 2003, editado pela Comissão Europeia.

informações confidenciais entre a companhia e a pessoa jurídica responsável por executar a recompra; e (iii) previsão expressa na política de negociação da companhia (art. 15-C da Instrução CVM nº 358, de 2002, conforme redação ora proposta)” (CVM, 2013, p. 7).

Assim, segundo a proposta de alteração, apresentada por meio do edital, se esses requisitos forem atendidos e observados, permite-se que as operações possam ser conduzidas inclusive nos denominados períodos de vedação, previstos no art. 13⁶⁷ da Instrução CVM nº 358, de 2002.

4.2.2 Manifestações da AP 11/2013

Conforme a delimitação da presente pesquisa, a análise se restringiu aos participantes da Audiência Pública SDM 11/2013 que se manifestaram sobre as propostas de alterações dos artigos 13 e 15 da IN nº358/2002. Por isso, dos 19 (dezenove) participantes do Edital SDM 11/2013, apenas 11 (onze) se manifestaram sobre os dispositivos normativos em questão. São eles: (i) Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI; (ii) Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA; (iii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA; (iv) Banco do Brasil S.A. (“Banco do Brasil”); (v) BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”); (vi) Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI; (vii) Carvalhosa e Eizirik Advogados; (viii) Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – CDMCAP; (ix) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI; (x) Itaú Unibanco Holding S.A. (“Itaú”); (xi) Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto”).

A análise das manifestações da AP 11/2013 foi realizada com base, especificamente na delimitação dos requisitos que compõem os “Planos de Investimento Individual”. Assim, cada tópico apresenta o requisito, as manifestações e a correspondente interpretação oferecida nos EUA, e sua experiência relacionada às lacunas das regras 10b5-1. Outrossim, é preciso evidenciar que existe a convergência entre os argumentos apresentados pelos manifestantes, o que permite a classificação em 2 (dois) grupos específicos que representam classes distintas que emergiram dos dados: bancos e escritórios de advocacia.

Diante da complexidade das manifestações apresentadas na AP 11/2013, e visando aprimorar a compreensão sobre o tema foi preciso separar as manifestações e a análise das possibilidades que os Planos de Investimento Individual frente a interpretação de profissionais da área sobre a regra 10b5-1 da SEC.

⁶⁷ O artigo 13 da Instrução Normativa 358 apresenta os períodos em que os *insiders* são proibidos de negociar, sob a presunção de que se utilizaram de informações privilegiadas.

A. Diretor de Relações com Investidores ou Conselho de Administração

Os Planos de Investimento Individual precisam ser avaliados, aprovados e fiscalizados por um órgão interno da organização. Por isso, a CVM propôs a necessidade de aprovação dos Planos pelo Conselho de Administração.

Em resposta, a ABRASCA, ANBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBOVESPA, IBRI, e ITAÚ sugeriram que os planos de investimento sejam submetidos ao Diretor de Relações com investidores e não ao Conselho de Administração. Como justificativa os “credenciados” entenderam que a submissão à aprovação do Conselho acarretaria na sobrecarga de suas funções dentro de grandes empresas. O argumento de sobrecarga das funções do Conselho de Administração é racional e busca a eficiência para a empresa (EDELMAN, 2004).

Para esclarecer as alterações da regra, o quadro 14 apresenta a proposta da CVM do lado esquerdo, apresentada no Edital de AP nº11/2013, e as manifestações dos “credenciados” do lado Direito. Da mesma forma o quadro demonstra o acolhimento das sugestões apresentadas pelos “credenciados” ou a sua rejeição.

QUADRO 14 - Alteração, proposta por 6 (seis) organizações sobre o artigo 15 - A, §1º, incisos I, II e III

Proposta da CVM	Proposta da ABRASCA, ANBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBovespa, IBRI, ITAÚ - Acolhida
Art. 15-A. Os 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, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.	Art. 15-A. Os 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, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.
Proposta da CVM	Acolhida em parte – perante Diretor de Relações com investidores para aprovação, mas não para a fiscalização
§ 1º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no caput e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que: I – sejam formalizados por escrito perante o Conselho de Administração e por ele aprovados antes da realização de quaisquer negociações; II – estabeleçam o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores e quantidades previamente estabelecidos, nas datas nele previstas; III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.	§ 1º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir <u>a negociação de ações de emissão</u> da companhia nos períodos previstos no caput e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que: I – sejam formalizados por escrito <u>perante o Diretor de Relações com Investidores</u> antes da realização de quaisquer negociações; II – estabeleçam, em caráter irrevogável e irretratável, as datas e os valores ou <u>quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes</u> ; e <u>III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.</u>

Fonte: Elaborado pela autora.

Assim, a análise começa com base na previsão do inciso I, §1º do artigo 15-A “I – sejam formalizados por escrito **perante o Conselho de Administração** e por ele aprovados antes da realização de quaisquer negociações” (GRIFO NOSSO). Verificou-se que as 6 (seis) Instituições “credenciadas” (ABRASCA, AMBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBovespa, IBRI e ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.) apresentam semelhanças, não só na base de argumentação (Eficiência e redução de Custos), mas também com relação a redação proposta para análise da CVM. Assim, a redação apresentada pela ABRASCA (2014) converge nos mesmos termos da redação apresentada pela IBRI (2014) quando utilizam termos semelhantes como: “(...) a delegação de competência ao DRI” e “Claramente, a aprovação de planos de investimento constitui ato ordinário de gestão, o qual deveria ficar a cargo da diretoria (neste caso o DRI)” (ABRASCA, 2014, p. 12). De forma idêntica o IBRI afirmou “Claramente, a aprovação de planos de investimento constitui ato ordinário de gestão, o qual deveria ficar a cargo da Diretoria” (IBRI, 2014, p. 4).

QUADRO 15 - Semelhanças nas Manifestações de Associações e Companhias de Capital Aberto – inciso I, §1º art. 15-A

Associações e companhia de capital Aberto	Justificativas
ABRASCA	Sugerimos que o plano de investimento seja formalizado perante o DRI da companhia e por ele aprovado. A ABRASCA entende adequada a delegação de competência ao DRI , na medida em que ele está incumbido de funções correlatas no dia a dia da companhia. Note-se que em empresas maiores, com grande número de pessoas expostas a informações relevantes, delegar essa aprovação ao conselho de administração torna o processo menos eficiente e mais custoso do que o necessário. Ademais, não parece adequado que os membros do conselho de administração tenham que tomar conhecimento e aprovar cada um dos planos, principalmente em companhias com muitas pessoas sujeitas ao plano de investimento. Claramente, a aprovação de planos de investimento constitui ato ordinário de gestão, o qual deveria ficar a cargo da diretoria (neste caso o DRI) (ABRASCA, 2014, p. 12).
IBRI	Sugerimos que o plano de investimento seja formalizado perante o Diretor de Relações com Investidores da companhia e por ele aprovado. Entendemos adequada a delegação de competência ao Diretor de Relações com Investidores, o que torna o processo mais eficiente e menos custoso. Ademais, não nos parece adequado que os membros do Conselho de Administração tenham que tomar conhecimento e aprovar cada um dos planos, principalmente em companhias com muitas pessoas sujeitas ao plano de investimento. Claramente, a aprovação de planos de investimento constitui ato ordinário de gestão, o qual deveria ficar a cargo da Diretoria. (IBRI, 2014, p. 4).
BANCO DO BRASIL	A justificativa apresentada pelo Banco do Brasil em relação à necessidade de aprovação do plano de investimento perante o Conselho Administrativo, item (a), se aproxima da argumentação da ABRASCA, no sentido de que “o grande número de funcionários e estatutários enquadrados como detentores de informações privilegiadas, conforme disposto no Art. 13 e, também agora, no

	<p>Art. 15-A, sobrecarregaria o Conselho de Administração, tornando-se “totalmente inviável” (BANCO DO BRASIL, 2014, p. 4).</p> <p>Destacamos que no artigo 15-C da “Alteradora da 358” está normatizada a prerrogativa de negociação de ações de própria emissão nos períodos de vedação às Companhias Abertas, que executam sua política de negociação, por meio de pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição. No entanto, entendemos que essa prerrogativa poderia alcançar as instituições financeiras submetidas Resolução 3.921/10, uma vez que o período destinado às recompras para remuneração está definido no Programa de Remuneração Variável dessas Companhias (p. 2).</p>
<p>BM&FBOVESPA</p>	<p>A BM&FBovespa (2014) defendeu que a aprovação do plano de investimento individual não precisa ser realizada pelo Conselho de Administração, alegando que seria um requisito meramente protocolar. Diante disso, a BM&FBovespa propôs o afastamento da necessidade de aprovação por parte do Conselho de Administração, requerendo a retirada da seguinte redação “(...) e por ele aprovadas (...)” (BM&FBOVESPA, 2014, p. 22).</p>
<p>ANBIMA</p>	<p>Sugerimos a exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo conselho de administração. O conselho é o órgão responsável por fixar a orientação geral dos negócios da sociedade, sem que haja necessidade de avaliar, individualmente, os planos de investimento. Além disso, seria uma exposição muito grande àqueles que detêm um plano de investimento, ainda mais em se tratando de companhias nas quais a remuneração em ações é obrigatória (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.921/2010). Por fim, trata-se de burocracia que não se justifica - os membros do conselho não devem ter ingerência nos planos individuais de investimento. As outras formalidades devem bastar para formalização de um plano adequado às normas e aos regulamentos. Alternativamente, sugerimos a formalização dos planos de investimento perante o Diretor de Relações com Investidores. Nesse caso, o inciso I, poderia ser substituído por “I - sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores”.</p>
<p>ITAÚ</p>	<p>Sugerimos a exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo conselho de administração, pois o conselho é o órgão responsável por fixar a orientação geral dos negócios da companhia, sem que haja necessidade de avaliar, individualmente, os planos de investimento. Além de fugir do escopo de atuação do conselho, seria uma exposição muito grande àqueles que detêm um plano de investimento, ainda mais em se tratando de companhias nas quais a remuneração em ações é obrigatória (Resolução CMN nº 3.921/2010). Acreditamos que não haveria benefícios relevantes com a exigência da aprovação pelo conselho, de modo que a onerosidade do procedimento não se justifica. Os membros do conselho não precisam ter ingerência nos planos individuais de investimento, além de terem a pauta de suas reuniões bastante preenchidas com temas estratégicos para a companhia. As outras formalidades devem bastar para formalização de um plano adequado às normas e aos regulamentos. Nesse sentido, sugerimos a formalização dos planos de investimento perante o Diretor de Relações com Investidores, que possui maior familiaridade com as negociações de ações de emissão da companhia e não se trata de órgão colegiado. Em linha com a sugestão apresentada no artigo 15-A, § 1º, I, no que diz respeito à exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo conselho de administração, sugerimos que o conselho de administração não seja o órgão competente para fiscalizar a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento. A partir do momento em que o conselho de administração não deve ser o responsável pela aprovação dos planos, não deverá ser responsável pela sua fiscalização. Caso seja aceita a sugestão ao artigo 15-A, § 1º, I, no sentido de os planos de investimentos serem formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores, entendemos que o Diretor de Relações com Investidores, ou órgão ao qual ele tenha delegado tal função (por exemplo, o</p>

	<i>Compliance</i>) passará, também, a ser responsável pela fiscalização (ITAÚ, 2014, p. 6-7).
--	--

Fonte: Manifestações apresentadas por ABRASCA, ANBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBovespa, IBRI e ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. (2014).

A semelhança fica ainda mais evidente quando se verifica a redação apresentada pela ANBIMA (2014), ITAÚ UNIBANCO HOLDING S. A (2014), e BANCO DO BRASIL (2014). As semelhanças entre essas 3 (três) instituições, a primeira enquanto Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, e as outras 2 (duas) enquanto Instituições Financeiras, são exatamente iguais quando abordam a responsabilidade do Conselho de Administração e a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.921/2010. A alteração do inciso I, do §1º do artigo 15-A foi proposta pela ANBIMA (2014, p. 36) com base na justificativa de que o “conselho é o órgão responsável por fixar a orientação geral dos negócios da sociedade, sem que haja necessidade de avaliar, individualmente, os planos de investimento”. Outro argumento apresentado pela ANBIMA (2014) é de que seria uma exposição muito grande àqueles que detêm um plano de investimento, ainda mais em se tratando de companhias nas quais a remuneração em ações é obrigatória (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.921/2010). Assim, a associação defende que “trata-se de burocracia que não se justifica, os membros do conselho não devem ter ingerência nos planos individuais de investimento” (ANBIMA, 2014, p. 37). Razão pela qual sugerem que a formalização dos planos de investimentos deve ser apresentada ao Diretor de Relações com Investidores. Nesse caso o inciso I, poderia ser substituído por “I - sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores”.

A Instituição Financeira (ITAÚ) sugeriu a exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo Conselho de Administração, ao considerar que este órgão é responsável por fixar a orientação geral dos negócios da companhia, sem que haja necessidade de avaliar, individualmente, os planos de investimento. A linha de argumentação apresentada pelo ITAÚ (2014) segue os mesmos argumentos demonstrados pela ANBIMA (2014) e pelo BANCO DO BRASIL (2014), segundo os quais foge do escopo de atuação do Conselho, e seria uma exposição muito grande àqueles que detêm um plano de investimento, ainda mais em se tratando de companhias nas quais a remuneração em ações é obrigatória (Resolução CMN nº 3.921/2010). Além disso, tornaria o procedimento oneroso e “(...) Os membros do conselho não precisam ter ingerência nos planos individuais de investimento, além de terem a pauta de suas reuniões bastante preenchidas com temas estratégicos para a companhia” (ITAÚ, 2014, p.7).

Por isso, as 3 (três) Instituições propuseram a substituição do Conselho de Administração pelo Diretor de Relações com Investidores (DRI), tanto em relação à aprovação, quanto à fiscalização dos planos de investimento. “(...) os planos de investimentos serem formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores, entendemos que o Diretor de Relações com Investidores, ou órgão ao qual ele tenha delegado tal função (por exemplo, o *Compliance*) passará, também, a ser responsável pela fiscalização” (ITAÚ, 2014, p. 8).

Por fim, a BM&FBOVESPA (2014) também argumentou que os Planos de Investimentos Individuais deveriam ser submetidos à aprovação do Diretor de Relações com Investidores, defendendo que se trata de uma questão “protocolar”. A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) foi a única que apresentou redação diferente, ainda que sob o mesmo argumento das demais, ou seja, a necessidade de afastar o “Conselho de Administração” da aprovação dos Planos.

Em resposta aos manifestantes, a CVM (RELATÓRIO DE ANÁLISE, SDM Nº11/2013, 2014, p. 46) afirmou que “(...) dados os requisitos mínimos que o plano de investimento deve possuir, sua mera formalização prévia junto ao diretor de relações com investidores mostra-se suficiente para assegurar os fins que se propõe a atingir, não sendo necessária, portanto, a aprovação de cada plano por parte do conselho de administração”.

No entanto, ainda que os planos de investimento possam ser colocados em prática sem prévia aprovação pelo conselho de administração, a CVM (2014) considera essencial que esse órgão periodicamente revise as operações realizadas pelos participantes e sua conformidade com os planos. O objetivo dessa revisão é assegurar que os planos estejam sendo cumpridos e, além disso, que as negociações realizadas sob seu amparo de fato não apresentem indícios de uso indevido de informações privilegiadas. Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

Um ponto a ser considerado em relação à necessidade do Conselho de Administração como avaliador dos “Planos de Investimento Individual” é a sua composição. Assim, a própria CVM (2014, p. 48) afirma que considera “essencial” que esse órgão analise os Planos. Nas próprias palavras da CVM: “Ou seja, o diretor de relações com investidores pode não estar em posição adequada para dispensar o compromisso irrevogável e irretratável que deve caracterizar os planos de investimento”. Essa justificativa da CVM foi dada em resposta à fiscalização por parte do Conselho de Administração, mas não à aprovação dos Planos. A justificativa da CVM (2014, p. 48) é contraditória, uma vez que permite a “Aprovação” dos Planos pelo Diretor de

Relações com Investidores (DRI), acatando as manifestações dos participantes, mas ao mesmo tempo não permite a fiscalização pelo DRI, afirmando que ele não possui informações suficientes para verificar a presença de informação privilegiada.

Além disso, A Lei n. 6.404, de 1976, instituiu o Conselho de Administração como o órgão colegiado da companhia. Trata-se de órgão necessário nas companhias abertas, nas economias mistas e nas que adotam o regime de capital autorizado, sejam fechadas, sejam abertas (CARVALHOSA, 2014, p. 105). O conselho de administração possui competência decisória; exerce o controle da legalidade e da legitimidade dos atos praticados pelos diretores (art. 142).

A Lei 10.303/2001 trouxe diversas inovações à disciplina do conselho de administração, ao introduzir alterações na composição do órgão e à forma de eleição de seus membros (CARVALHOSA, 2014). Entre as inovações destaca-se a necessidade de representação dos minoritários no conselho de administração.

Assim, a Lei n. 10.303, de 2001, conferiu ao grupo de titulares de ações com direito de voto, que represente no mínimo 15% do total do capital votante da companhia, e ao grupo de titulares de ações preferenciais, que represente pelo menos 10% do capital social total, o direito de elegerem, cada um, um representante e seu suplente no conselho de administração. (...) E, caso esses percentuais não sejam atingidos isoladamente por um grupo ou outro de acionistas, poderão os ordinaristas minoritários e os preferencialistas agregar suas ações para atingir ao menos 10% do capital social total, elegendo, em conjunto, um conselheiro e seu suplente (p. 106).

O Conselho de Administração, apesar de sobrecarregado de atividades relacionadas à gestão e estratégias de negócios, seria o órgão adequado tanto para a análise dos Planos, quanto para a sua fiscalização, uma vez que existe diversidade na composição do órgão, permitindo um controle maior e mais eficaz para a verificação da presença de informação privilegiada.

A CVM apresentou uma tendência em acolher as alegações baseadas na eficiência e redução de custos apontados pelos manifestantes, podendo pressupor que esses argumentos são bem recebidos pela reguladora. Inclusive esse foi um ponto proposto para a análise de dados: os argumentos baseados em racionalidade econômica e eficiência (EDELMAN, 2004). Ou seja, existe uma presunção de que os argumentos racionais e econômicos que apontam para a eficiência de custos, tendem a ser bem recebidos pelo judiciário, e nesse caso, pela reguladora.

A pergunta que surgiu diante disso é sobre a diferença entre a eficiência do Mercado de Capitais e a eficiência das companhias que o compõem. Portanto, nem sempre a eficiência propostas pelas companhias, corresponde necessariamente à eficiência do mercado em evitar negociações não equitativas em relação às informações divulgadas ao público investidor. O afastamento do Conselho de Administração, composto por percentual de acionistas

minoritários, pressupõe a exposição excessiva dos Planos, e da remuneração dos seus beneficiários. O argumento busca, portanto, expandir as circunstâncias e a possibilidade de realizar negociações informadas (BOZANIC; DIRSMITH; HUDDART, 2012).

B. Estabeleçam o compromisso irrevogável e irretratável

Houve questionamento por parte dos manifestantes sobre a nomenclatura e a formalização textual. Entre esses se encontram as justificativas sobre a correção textual em relação às palavras investir ou negociar.

O quadro 16 apresenta as manifestações da ABRASCA (2014) e da ANBIMA (2014) com relação à mudança da palavra “investir” para “negociar”.

QUADRO 16 – Investir ou Negociar?

Proposta da CVM	Propostas Acolhidas pela CVM
<p>“estabeleçam o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores e quantidades previamente estabelecidos, nas datas nele previstas”;</p>	<p>Algumas empresas associadas à ABRASCA apontaram que a utilização do vocábulo “investir” <u>poderia ensejar a interpretação de que só seria possível a aquisição de ações no âmbito do plano de investimento.</u> Desta forma, sugerimos a substituição do termo “investir” por “negociar” para abarcar a interpretação de que se trata de aquisição e alienação.</p> <p>Com relação ao Inciso II, “estabeleçam o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores e quantidades previamente estabelecidos, nas datas nele previstas” (SDM 11/2013, p. 29) a associação propôs a substituição da palavra investir por negociar, uma vez que pode incidir a interpretação de que só é possível a aquisição de ações no âmbito do plano de investimento. Razão pela qual a ANBIMA (2014, p. 37) sugeriu a “(...) substituição do termo “investir” por “negociar” para abarcar também a alienação de ações” (Grifo nosso).</p>

Fonte: ABRASCA (2014) e ANBIMA (2014).

Com relação ao artigo 15- A, §1º, II com a seguinte redação proposta pela CVM “estabeleçam o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de indicar previamente valores ou quantidades que se pretende negociar, nas datas nele previstas” (CVM, 2013, SDM 11/2013, p. 28) algumas empresas associadas à ABRASCA apontaram que a utilização do vocábulo “investir” poderia ensejar a interpretação de que só seria possível a aquisição de ações no âmbito do plano de investimento. Desta forma, sugerimos a substituição do termo “investir” por “negociar” para abarcar a interpretação de que se trata de aquisição e alienação.

Além disso, a ABRASCA (2014) apontou que as operações em bolsa são realizadas a preço de mercado, tendo em vista que não é possível, de antemão, definir a cotação que será praticada no dia previsto para a operação ocorrer, sugerindo que o texto seja claro no sentido

de que no plano de investimento deve ser previamente definido, com a definição do valor e da quantidade de ações que se pretende negociar (eis que, ambos não podem ser, em conjunto, previamente definidos de maneira estanque).

O critério fixo de valor ou quantidade prevista nos planos de investimento serão definidos previamente antes do “conhecimento de informação privilegiada”, atendendo ao propósito da norma, que se destina a definir a forma de atuação no mercado em período que futuramente poderia ser vedada a negociação (ABRASCA, 2014). Nesse mesmo sentido foi o entendimento da ANBIMA (2014) quando afirma que o termo “negociação” seria compra e venda, enquanto “investir” poderia gerar conflito na interpretação textual.

C. Redução do prazo de 6 (seis) meses e a fiscalização pelo Conselho de Administração

Com relação à exigências de 6 (seis) meses de antecedência, a ABRASCA sugeriu a redução do prazo para a elaboração do Plano de Investimento Individual, considerando que, “para algumas companhias, a política de remuneração baseada em ações passou a ser mais amplamente adotada (basta lembrar que as instituições financeiras são obrigadas a pagar 50% da remuneração variável em ações), esse prazo pode engessar desnecessariamente o administrador” (ABRASCA, 2014, p. 21). Por isso, preservando a legítima preocupação em se evitar o *insider trading*, sugere-se que a norma admita a aprovação de planos de investimento com anterioridade inferior aos 6 (seis) meses, desde que o DRI se certifique de que não há fato relevante a ser divulgado no momento da aprovação do plano.

O Banco do Brasil (2014) também pediu a revisão do período de “carência” do Plano de Investimento, tendo em vista que 6 (seis) meses de antecedência representa um período de tempo incompatível com negócios envolvendo valores mobiliários. A Instituição Financeira aborda a obrigação “irrevogável e irretroatável” de execução do Plano de Investimento e a previsão de 6 (seis) meses para produção de efeitos da assinatura, modificação e cancelamento do plano. Segundo a manifestação do Banco do Brasil, parece incompatível com negócios envolvendo valores mobiliários, uma vez que o investidor avalia as condições de mercado e do emissor, para assim, “dentro de um juízo de conveniência e oportunidade, realizar ou não suas operações (o que não exclui a necessidade de seguir as orientações com relação aos períodos de vedação impostos pela regulamentação da CVM)” (BANCO DO BRASIL, 2014, p. 4).

Em contrapartida a PREVI (2014) propôs o acréscimo do inciso IV ao artigo 15-A, §1º sob o argumento de que ainda que exista a previsão de 6 (seis) meses de antecedência para a realização dos Planos de Investimentos Individuais, possa estar sob a influência de fato relevante. A justificativa para incluir o inciso IV, segundo a PREVI (2014, p. 2) é de que “o

prazo de 6 meses incluído no inciso III pode ser insuficiente para garantir que não existam fatos relevantes não divulgados quando da formalização do plano de investimentos”.

Com relação ao prazo mínimo de 6 (seis) meses para a realização dos “Planos de Negociação”, a CVM (2014, p. 47) afirmou que mudanças na execução dos planos dentro do prazo de 6 (seis) meses, com base em informações privilegiadas é remota. Por isso, não se mostra conveniente reduzir esse prazo, “ainda que sujeito à prévia verificação junto ao diretor de relações com investidores sobre a inexistência de fatos relevantes pendentes”.

O §4º do artigo 15-A, apresenta a competência em relação à verificação semestral dos planos de investimento: “O conselho de administração deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados” (SDM 11/2013, p. 30). Diante da proposta da CVM, a ANBIMA apresentou a necessidade de alinhar o §4º ao disposto no §1º, inciso I do artigo 15-A, no que diz respeito à exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo Conselho de Administração, sugerindo o DRI como órgão competente para fiscalizar a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento. O alinhamento dos dispositivos seria no sentido de que “A partir do momento em que o Conselho de Administração não deve ser o responsável pela aprovação dos planos, não deverá ser responsável pela fiscalização” (ANBIMA, 2014, p. 37-38). Assim, a proposta de alteração apresentada pela associação entende que “§ 4º O Diretor de Relações com Investidores, ou órgão ao qual ele tenha delegado tal função, deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados” (ANBIMA, 2014, p. 38).

Com relação à fiscalização dos Planos de Investimento Individual a CVM (2014) foi irredutível, mantendo a necessidade de passar pelo Conselho de Administração a cada semestre. A justificativa da CVM (2014), no entanto, contradiz a resposta oferecida para necessidade de aprovação de cada Plano pelo Conselho de Administração, conforme analisado acima. O quadro 17 apresenta a proposta da CVM à esquerda, e dos “credenciados” à direita, sobre a fiscalização dos Planos pelo Conselho de Administração, ao menos semestralmente.

QUADRO 17 – Propostas Rejeitadas e Acolhidas– artigo 15 -A

Proposta da CVM	Proposta da ABRASCA, AMBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBOVESPA, IBRI, ITAÚ – Rejeitada
§ 4º O conselho de administração deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados.	“§ 4º Salvo se o estatuto social dispuser de forma diversa, o Diretor de Relações com Investidores deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados.”

Proposta da CVM	Proposta da ABRASCA, AMBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBOVESPA, IBRI, ITAÚ – acolhida
§ 5º Os beneficiários dos planos de investimento deverão ser indicados em lista anexa à política de negociação da companhia.	Exclusão do dispositivo para reduzir a exposição excessiva dos beneficiários dos planos de investimento. § 5º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia.

Fonte: ABRASCA; AMBIMA; BANCO DO BRASIL; BM&FBOVESPA; IBRI; ITAÚ.

A justificativa apresentada pela ABRASCA (2014) foi de que caso aceita a sugestão proposta para o artigo 15-A, § 1º, I, no sentido de que os planos de investimentos devem ser formalizados e aprovados pelo Diretor de Relações com Investidores, este deve passar, também, a ser responsável pela fiscalização. Assim, como um ajuste e alinhamento textual, o IBRI propôs ainda que no §4º do artigo 15-A, conste que a fiscalização também ficará sob os cuidados do Diretor de Relações com Investidores, “ (...) assim como que deveria ser admitida a delegação desse controle para outro órgão interno da Companhia que já tenha por função fazer a fiscalização das suas normas internas” (IBRI, 2014, p. 4).

A CVM (2014) ainda ressaltou que o Diretor de Relações com Investidores (DRI) não é necessariamente o primeiro a tomar conhecimento de fatos relevantes, sendo, às vezes, necessário inquirir outros administradores (art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002). Ou seja, o diretor de relações com investidores pode não estar em posição adequada para dispensar o compromisso irrevogável e irretroatável que deve caracterizar os Planos de Investimento. E, em segundo lugar, uma eventual recusa do Diretor de Relações com Investidores em autorizar a modificação do Plano de Investimento pode sinalizar ao requerente a pendência de fato relevante ainda não divulgado, o que pode não ser adequado em algumas circunstâncias. Portanto, as sugestões sobre a fiscalização dos Planos ser realizada pelo DRI não foram acolhidas pela CVM.

D. Divulgação dos Planos

Com relação ao artigo 15-A, §5º, o qual apresenta a proposta de alteração pela CVM, com relação à necessidade de divulgar os planos de negociação das empresas por meio de uma lista anexa à Política de Negociação, as manifestações das 6 (seis) Instituições foi unânime, alegando que seria “Publicidade excessiva”. O § 5º, do artigo 15-A, previa, antes das manifestações, a seguinte redação “Os beneficiários dos planos de investimento deverão ser indicados em lista anexa à política de negociação da companhia” (SDM 11/2013, p. 30). A

sugestão apresentada pela ANBIMA (2014, p. 38) foi a exclusão dessa obrigatoriedade, tendo em vista que não visualiza vantagens na publicidade dos beneficiários dos Planos de Investimento. Ao contrário, a associação defende que “A divulgação das informações com esse nível de detalhamento pode, inclusive, evitar que as pessoas queiram aderir ao Plano de Investimento” (ANBIMA, 2014, p. 38).

Em relação ao §5º, o Banco do Brasil (2014), também se refere a excessiva publicidade ao exigir o registro dos planos de investimento, o que implicaria o desestímulo nos negócios com ações das próprias companhias abertas por parte do público alvo do normativo. Por fim, o IBRI (2014) sugeriu a exclusão da obrigatoriedade de uma lista anexa à Política de Negociação da companhia que apresente os beneficiários dos planos, “pois não visualizamos vantagens na publicidade dos beneficiários dos planos de investimento, o que nos parece excessiva” (IBRI, 2014, p. 5 – GRIFO NOSSO). Nesse mesmo sentido, o Instituto propôs a exclusão do §5º do artigo 15-B “Sugerimos a exclusão dessa obrigatoriedade, pois não visualizamos vantagens na publicidade dos beneficiários dos planos de investimento, o que inclusive nos parece excessiva” (IBRI, 2014, p. 5).

Além disso, o Itaú sugeriu a exclusão da obrigatoriedade em apresentar uma lista anexa com os beneficiários dos planos de investimento, “pois não visualizamos vantagens para o mercado na publicidade dos beneficiários dos planos de investimento. Entendemos que faz sentido enviar a lista à CVM, na qualidade de regulador, mas não publicá-la como um anexo à política de negociação” (ITAÚ, 2014, p. 8). A instituição defende que “A exposição pessoal desnecessária pode, inclusive, inibir a adesão ao Plano de Investimento, o que acreditamos não corresponder à intenção da CVM” (ITAÚ, 2014, p. 8). Esses argumentos convergem de forma idêntica aos argumentos da ABBI (2014), ANBIMA (2014) e Banco do Brasil (2014). Sugestão de exclusão do §5º, do artigo 15-A, tendo em vista que as associadas da ABRASCA não vislumbram “vantagens na publicidade dos beneficiários dos planos de investimento, que inclusive parece excessiva” (ABRASCA, 2014, p. 21).

A proposta de alteração do termo “beneficiários” para “participantes”, conforme previsto no artigo 15-A, §5º, foi estabelecido com base no alinhamento textual junto aos parágrafos anteriores, que segundo a BM&FBovespa (2014) utilizaram o termo “participantes”.

Com relação ao argumento de publicidade excessiva e sem vantagens, segundo os manifestantes, a CVM (2014, p. 48) somente afirmou “As sugestões são pertinentes e estão refletidas na proposta definitiva de instrução”. Ou seja, a sugestão de exclusão do §5º do artigo

15-A foi acolhida pela CVM sem qualquer justificativa ou argumentação da reguladora em relação aos benefícios de divulgar os Planos de Investimento Individual.

E. A realização de negociações por terceiros

A CVM ainda propôs a possibilidade de contratação de terceiro para a realização e execução de Planos de Investimento Individual. Essa previsão foi exposta nos Artigos 15-B e 15-C. No entanto, esses artigos acabaram sendo excluídos da redação final da regra, tendo em vista o posicionamento e justificativas apresentadas pelos Escritórios de Advocacia e pela PREVI. O quadro 18 apresenta a proposta da CVM do lado esquerdo, e do lado direito as propostas da PREVI e Carvalhosa e Eizirik Advogados (2014).

QUADRO 18 – Alteração proposta pela PREVI, Carvalhosa e Eizirik Advogados (2014) artigo 15-B e 15-C

Proposta CVM	Carvalhosa e Eizirik Advogados - Acolhida	
<p>Art. 15-B. A negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no art. 13, por parte das pessoas listadas no art. 15-A também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos no referido artigo, for realizada por pessoa jurídica que:</p> <p>I – tenha sido contratada para gerir discricionariamente a carteira do investidor, inclusive no tocante aos valores mobiliários investidos e ao momento em que as operações venham a ser realizadas;</p> <p>II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:</p> <p>a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e</p> <p>b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.</p> <p>Parágrafo único. As pessoas que fizerem jus à prerrogativa prevista neste artigo deverão ser identificadas em lista anexa à política de negociação da companhia.”</p>	Exclusão	
Proposta da CVM		Proposta da PREVI e Carvalhosa e Eizirik Advogados - Acolhida
<p>Art. 15-C. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão, no período referido no art. 13 será permitida se for executada por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que:</p> <p>I – tenha discricionariedade quanto ao momento de efetuar as negociações;</p> <p>II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:</p> <p>a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e</p> <p>b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.</p>		<p>Sugerimos a exclusão pela dificuldade em assegurar a robustez dos mecanismos que evitariam a transmissão de informações, apesar das condicionantes ali estabelecidas</p>

<p>§ 1º Ao adquirir e alienar ações, a pessoa jurídica contratada deverá observar todas as restrições que seriam aplicáveis, por força das normas que dispõem sobre a negociação de ações de própria emissão, caso a companhia estivesse adquirindo as ações diretamente.</p>	
<p>§ 2º As ações adquiridas pela pessoa jurídica contratada equiparam-se a ações mantidas em tesouraria pela companhia aberta para os fins de cumprimento das restrições previstas nas normas que dispõem sobre a negociação de ações de própria emissão.</p>	
<p>§ 3º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia.”</p>	

Fonte: SDM 11/2013 e manifestação da PREVI (2014, p. 2).

O escritório de advocacia Carvalhosa e Eizirik Advogados (2014) defendeu que o artigo 15-B estabelece que a negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no artigo 13, por parte das pessoas listadas no artigo 15-A, também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos neste artigo, for realizada por pessoa jurídica que cumpra os requisitos estabelecidos nos incisos I e II.

Da mesma forma, o artigo 15-C determina que a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão, no período referido no artigo 13, será permitida se for executada por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que preencha as condições previstas nos incisos I e II.

Como se depreende da leitura da transcrição acima, o inciso “II” destes 2 (dois) novos artigos impõe a mesma exigência, qual seja, a de que a aludida pessoa jurídica “adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e (a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e (b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria de pessoa jurídica contratada e seus clientes” (CARVALHOSA e EIZIRIK ADVOGADOS, 2014, p. 13).

Segundo Carvalhosa e Eizirik Advogados (2014), será impossível, na prática, demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam que os responsáveis pela execução das negociações transmitam informações confidenciais às pessoas jurídicas contratadas para realizar esta função. Por isso, os representantes do escritório sugeriram que os artigos 15-B e 15-C sejam excluídos do artigo 2º da Alteradora da 358. “Caso esta sugestão não seja acatada, entendemos que a exigência constante do inciso II dos artigos 15-B e 15-C deveria ser suprimida, tendo em vista a absoluta impossibilidade de sua observância na prática” (CARVALHOSA e EIZIRIK ADVOGADOS, 2014, p. 13).

Na mesma linha de argumentação de outros manifestantes, a PREVI (2014) argumenta que não há como evitar, de forma concreta e efetiva a transmissão de informações entre o *Insider* e uma pessoa jurídica terceirizada.

A Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil (CDMCAP), composta por advogados⁶⁸, sugeriram a substituição da expressão “que impeçam a” pela locução “que visem evitar a” ao artigo 15-B, inciso II, conforme demonstrado no quadro 19.

QUADRO 19 – Alteração proposta pela CDMCAP, artigo 15-B

Proposta CVM	Proposta CDMCAP - rejeitada
Art. 15-B. A negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no art. 13, por parte das pessoas listadas no art. 15-A também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos no referido artigo, for realizada por pessoa jurídica que:	No inciso II do artigo 15-B a ser acrescentado à Instrução CVM 358, da expressão “que impeçam a” pela locução “que visem evitar a”.
I – tenha sido contratada para gerir discricionariamente a carteira do investidor, inclusive no tocante aos valores mobiliários investidos e ao momento em que as operações venham a ser realizadas;	
II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:	
a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e	
b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.	
Parágrafo único. As pessoas que fizerem jus à prerrogativa prevista neste artigo deverão ser identificadas em lista anexa à política de negociação da companhia.”	

Fonte: SDM 11/2013 e manifestação da CDMCAP (2014, p. 10).

Segundo a CDMCAP (2014) o artigo em questão pretende autorizar a negociação por pessoa jurídica que tenha sido contratada para gerir discricionariamente a carteira do investidor, desde que esta, entre outras medidas, adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações.

No entanto, a Comissão argumenta que a criação de tal mecanismo deve incluir meios que objetivem impedir a transmissão de informações confidenciais. “Entretanto, não se pode exigir da pessoa jurídica indicada que efetivamente impeça o repasse de dados, mas sim que crie os instrumentos adequados para isso” (CDMCAP, 2014, p. 10). Por isso, a CDMCAP (2014) sugeriu a substituição, no inciso II do artigo 15-B a ser acrescentado à Instrução CVM

⁶⁸ Especificamente, **Carlos Augusto Junqueira**, Carlos Martins Neto, Durval Soledade, Flavia Parente, Gabriela Codorniz, Gabriella Najjar, Gustavo Machado Gonzalez, Henrique Vergara, Igor Muniz, João Laudo de Camargo, Kevin Altit, Luis Claudio Coutinho Abreu, Luiz Leonardo Cantidiano, Marcus de Freitas Henriques, Marlos Lopes Godinho Erling, Maurício Teixeira dos Santos, Milena Donato Oliva, **Nelson Eizirik**, Otavio Yazbek, e Renata Maccacchero Victor.

358, da expressão “que impeçam a” pela locução “que visem evitar a” (Grifo Nosso) – conforme demonstra o quadro 20.

O Itaú Unibanco Holding S.A. (“Itaú”) e a ANBIMA (2014) apresentaram a mesma manifestação, ou seja, foi “idêntica”, sem qualquer diferenciação, conforme demonstrado no quadro 20.

QUADRO 20 – Alteração proposta pelo Itaú e pela ANBIMA, artigo 15-B

Proposta CVM	Proposta Itaú – alternativa 1	Proposta Itaú – alternativa 2
Art. 15-B. A negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no art. 13, por parte das pessoas listadas no art. 15-A também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos no referido artigo, for realizada por pessoa jurídica que:		
I – tenha sido contratada para gerir discricionariamente a carteira do investidor, inclusive no tocante aos valores mobiliários investidos e ao momento em que as operações venham a ser realizadas;		
II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre <u>os responsáveis pela execução das negociações e:</u>	II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:	II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre:
a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e	a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; <u>bem como e</u>	<u>a) os responsáveis pela execução das negociações</u> e a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e
b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e <u>de seus clientes.</u>	b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada.	b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e <u>os responsáveis por decisões de investimento para a carteira</u> de seus clientes.
Parágrafo único. As pessoas que fizerem jus à prerrogativa prevista neste artigo deverão ser identificadas em lista anexa à política de negociação da companhia.”	Exclusão	

Fonte: SDM 11/2013 e manifestação do Itaú (2014, p. 8).

A ANBIMA (2014) e Itaú (2014) apresentaram algumas sugestões em relação à proposta de inclusão dos artigos 15 – B e 15- C, e seus respectivos incisos, alíneas e parágrafos. A primeira proposta apresentada pela associação foi adicionar “os responsáveis pela execução

das negociações”, e “os responsáveis por decisões de investimento para a carteira” tendo em vista que a redação apresentada pela CVM poderia gerar interpretação equivocada.

QUADRO 21 - Propostas Idênticas ITAÚ e AMBIMA

ITAÚ e AMBIMA	Proposta Idêntica- Itaú e AMBIMA (2014)
ITAÚ (2014)	<p>A redação sugerida no EAP para a alínea “b” do inciso II do novo art. 15-B da Instrução CVM 358 trouxe dificuldade de interpretação. A conexão do trecho final do inciso II (“transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e”) com a primeira parte da alínea (“os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada”) parece correta. Porém, a integração do trecho final (“e de seus clientes”) com a redação do inciso II e com o trecho inicial da alínea não parecia adequada. Causou preocupação a possibilidade de interpretação de que a CVM pudesse estar a exigir segregação entre o responsável pela execução das negociações da carteira discricionária objeto do art. 15-B e os responsáveis pela gestão discricionária de recursos de quaisquer outros clientes do gestor discricionário. Tal interpretação levaria à necessidade impraticável de indicação de um gestor exclusivamente dedicado para a gestão discricionária de cada carteira individual objeto do novo art. 15-B. Essa interpretação não seria razoável, o que nos levou à conclusão de que a redação não refletiu a real intenção da CVM para essa disposição. As alternativas de redação acima visam adequar o texto para possíveis intenções da CVM quanto ao conteúdo da disposição e poderiam ser adotadas conforme conveniente. Vale destacar a diferença de contexto entre a redação do novo art. 15-B da Instrução CVM 358 e a redação correspondente do novo art. 15-C, para a qual não pleiteamos alteração. Mesma justificativa do artigo 15-A, § 5º. (ITAÚ, 2014, p. 8)</p>
AMBIMA (2014)	<p>A redação sugerida no Edital de Audiência Pública para a alínea “b” do inciso II do novo art. 15-B da Instrução CVM nº 358 trouxe dificuldade de interpretação. A conexão do trecho final do inciso II (“transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e”) com a primeira parte da alínea (“os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada”) parece correta. Porém, a integração do trecho final (“e de seus clientes”) com a redação do inciso II e com o trecho inicial da alínea não parecia adequada. Causou preocupação a possibilidade de interpretação de que a CVM pudesse estar a exigir segregação entre o responsável pela execução das negociações da carteira discricionária objeto do art. 15-B e os responsáveis pela gestão discricionária de recursos de quaisquer outros clientes do gestor discricionário. Tal interpretação levaria à necessidade impraticável de indicação de um gestor exclusivamente dedicado para a gestão discricionária de cada carteira individual objeto do novo art. 15-B. Essa interpretação não seria razoável, o que nos levou à conclusão de que a redação não refletiu a real intenção da CVM para essa disposição. A redação acima visa a adequar o texto ao que acreditamos ter sido a intenção da CVM quanto ao conteúdo da disposição. Vale destacar a diferença de contexto entre a redação do novo art. 15-B da Instrução CVM nº 358 e a redação correspondente do novo art. 15-C, para a qual não pleiteamos alteração. (ANBIMA, 2014, p. 39).</p>

Fonte: Manifestações da AMBIMA (2014) e Itaú (2014).

Segundo a ANBIMA (2014), o equívoco está na conexão entre as alíneas “a” e “b”, o que poderia acarretar a interpretação “de que a CVM pudesse estar a exigir segregação entre o responsável pela execução das negociações da carteira discricionária objeto do art. 15-B e os responsáveis pela gestão discricionária de recursos de quaisquer outros clientes do gestor discricionário” (ANBIMA, 2014, p. 39). A associação defendeu que essa interpretação levaria “(...) à necessidade impraticável de indicação de um gestor exclusivamente dedicado para a gestão discricionária de cada carteira individual objeto do novo art. 15-B” (ANBIMA, 2014, p. 39).

Com relação ao Artigo 15-B, Parágrafo Único, o qual dispõe “Parágrafo único. As pessoas que fizerem jus à prerrogativa prevista neste artigo deverão ser identificadas em lista anexa à política de negociação da companhia” (SDM 11/2013, p. 30) a associação (ANBIMA) propôs a exclusão do dispositivo diante da excessiva publicidade e exposição daqueles que se utilizam dos planos de investimento, o que poderia acarretar o desestímulo à prática.

Ulhôa Canto (2014) se manifestou em relação às propostas que acrescentam dispositivos normativos ao artigo 15 da Instrução Normativa 358/2002. Principalmente em relação aos dispositivos 15-B e 15-C, os quais acabaram gerando mais dúvidas e polêmicas no meio jurídico em especial. Assim, o escritório de advocacia “Ulhôa Canto”, apresentou as seguintes propostas de alterações à redação dada pela CVM:

QUADRO 22 – Alteração proposta por “Ulhôa Canto” ao artigo 15-B, inciso II.

Proposta da CVM	Proposta de “Ulhôa Canto”
Art. 15-B. A negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no art. 13, por parte das pessoas listadas no art. 15-A também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos no referido artigo, for realizada por pessoa jurídica que:	
II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:	II – adote controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:
Proposta da CVM	Proposta de “Ulhôa Canto”
“Art. 15-C. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão, no período referido no art. 13 será permitida se for executada por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que:	
<u>II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:</u>	II – adote controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:

Fonte: SDM 11/2013 e manifestação de Ulhôa Canto (2014, p. 11).

A justificativa para as alterações propostas por Ulhôa Canto (2014), ao excluir a redação “e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade”, foi de que a pessoa jurídica contratada para administrar os investimentos das pessoas listadas no artigo 15-A ou da companhia aberta “seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade” de seus controles. Aquele que contrata pode até exigir que a pessoa jurídica lhe assegure que adota controles. Mas aquele que contrata a pessoa jurídica não pode garantir que serão produzidas e apresentadas provas sobre os controles adotados, não sendo razoável penalizá-lo, na ausência dessas provas, por negociação dentro de período vedado, em infração ao artigo 13, da Instrução CVM nº358/2002. “A prova sobre a efetividade dos controles, ademais, é prova negativa e, portanto, impossível de ser realizada, implicando uma indevida inversão do ônus da prova” Ulhôa Canto (2014, p. 11).

4.3 *Endogeneity of Law e Institutional Work- Análise*

A proposta do estudo foi apresentar a convergência entre duas perspectivas teórica *Endogeneity of Law* e *Institutional Work*. A ideia principal foi verificar como os atores se articularam para alterar, moldar e reinterpretar o conteúdo e o significado da Lei ou regra. Assim, a fundamentação teórica buscou o padrão nos estudos sobre *Endogeneity of Law* o qual resultou no conflito de interesses dentro do contexto institucional – macro -social. Por isso, a principal fundamentação para a análise das categorias criar, manter e romper regras e/ou Leis, acabou direcionando o entendimento de que os interesses devem conduzir a sua análise. Ou seja, os “interesses/intencionalidade” das organizações em influenciar a Lei – criando, mantendo ou rompendo – deve definir a categoria na qual se encaixa.

O conflito de interesses está na relação entre a intenção da Lei/regra e a intenção das organizações. Ou seja, a análise do contexto institucional em torno da regra 10b5-1 (EUA) e do artigo 15-A (BRASIL) demonstra que os conflitos apresentados nos estudos sobre *Endogeneity of Law* acabam abordando crenças e valores da sociedade. Por isso, um dos problemas está no transplante de Leis, tendo em vista que ao transplantar uma regra ocorre o deslocamento de seu contexto original, aumentando a possibilidade de evasão à Lei. Como demonstrou Erica Gorga (2006), a desconexão entre a promulgação de uma Lei e seu contexto social pode repercutir na sua efetiva aplicação, fortalecendo a interpretação favorável aos interesses daqueles que detém o poder, em uma sociedade dominada pela Aristocracia, como o Brasil.

Com o objetivo de abordar o transplante da regra 10b5-1 (Planos de Negociação) dos EUA para o Brasil, verificou-se que o contexto social, bem como os conflitos que emergem em torno da regra foram distintos. Inclusive o papel da SEC e da CVM ganhou dimensões distintas. A SEC buscou o seu fortalecimento político buscando a harmonização entre as suas decisões administrativas, sobre o uso e a posse da informação privilegiada, e as decisões dos tribunais Norte-Americanos. Em contrapartida, a CVM buscou a harmonização com as regras internacionais difundidas pela IOSCO e pela SEC. O desenho Institucional diante desses distintos contextos gerou as regras 10b5-1 e o artigo 15-A da IN nº 358/2002.

A CVM buscou adaptar a regra 10b5-1 à realidade brasileira, e trouxe alterações significativas que vêm sendo discutidas pela academia norte-americana. Para compreender melhor as adaptações aplicadas pela CVM, é preciso apresentar os problemas que a regra 10b5-1 vem apresentando nos EUA. As dificuldades encontradas na aplicação e utilização prática

dos Planos de Negociação podem ser divididas em: a) as lacunas que permitem a utilização de informações privilegiadas sob o escudo da defesa afirmativa dos Planos; b) *Insider trading Estratégico*: Rescisão dos Planos e Tempo de divulgação. Essas lacunas são definidas e detalhadas a partir do próximo tópico.

4.3.1 Lacunas da Regra 10b5-1 e adaptação do Brasil

Alguns estudos acadêmicos nos EUA veem chamando a atenção em relação as lacunas na regra 10b5-1. Assim, é preciso retomar os requisitos que compõem os Planos de Negociação para compreender as brechas que a regra apresenta na prática, e como vem sendo utilizada pelos *Insiders*.

Para um Plano de Negociação se qualificar como defesa afirmativa, o *Insider* não deve estar ciente de informações privilegiadas não públicas no momento em que realiza o contrato referente ao Plano de Negociação. Além disso, a Regra 10b5-1 impede qualquer influência sobre o conteúdo de um plano de negociação qualificado, uma vez estabelecido. A regra, portanto, não deixa espaço para o *insider trading* tradicional, onde ele simplesmente insere um pedido de compra ou venda com base em informação privilegiada (FRANCO; URCAN, 2017; ANDERSON, 2015; HENDERSON; JAGOLINZER; MULLER, 2014; HORWICH, 2016). Apesar de parecer não afetar a prática tradicional de violação à regra de *Insider Trading*, Anderson (2015) defende que a regra 10b5-1 dificulta a detecção da prática tradicional.

O uso eficiente dos Planos de Negociação era um resultado esperado pela SEC, e inclusive incentivado (ANDERSON, 2015). Assim, o autor pressupõe 2 (duas) formas de uso eficiente dos Planos de Negociação: a) método de compensação, permitindo a liquidação das ações oferecidas pela empresa como forma de remuneração do empregado; b) segurança jurídica às empresas, ao evitar a acusação da prática do ilícito de *Insider Trading*. Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) também apresentou os interesses dos manifestantes da proposta da SEC, regra 10b5-1, que buscaram expandir-as circunstâncias que permitem a negociação de *Insiders* e a redução do risco de responsabilidade jurídica. Isso porque, antes da adoção da regra 10b5-1, não havia como assegurar que uma transação com títulos das empresas por *Insider* escaparia da responsabilidade sob as leis de informação privilegiada.

A dificuldade em detectar a prática tradicional ocorre pelos seguintes motivos: a) Amplia a oportunidade de negociações com base em informações privilegiadas; b) Não estabelece o limite de tempo entre a contratação do plano e sua execução; c) Não se exige que

as empresas divulguem os Planos de Negociação e seus detalhes específicos; d) Permite a adoção de múltiplos Planos de Negociação, com objetivos diferentes (ANDERSON, 2015).

Esses foram os requisitos apontados na análise das manifestações apresentada na AP 11/2013. Na tentativa de sanar as brechas da regra, a CVM propôs que os Planos de Investimento Individual fossem elaborados 6 (seis) meses antes da sua execução, e proibiu a utilização de múltiplos Planos, os quais se sobrepõem permitindo que o *Insider* cancele o Plano que não lhe seja favorável às vésperas da divulgação de uma informação relevante. No entanto, a CVM não conseguiu manter a necessidade de divulgação dos planos e seus detalhes específicos, considerando que a regra 10b5-1 da SEC não exige a divulgação dos planos. É nesse ponto que se presume a “perda reputacional”, tendo em vista que o principal argumento da CVM foi a harmonização e implementação do padrão internacional. Logo, se o padrão internacional não exige a publicidade, conseqüentemente, a CVM também não poderia exigir.

Anderson (2015) e Henderson (2011), apresentam em detalhes as conseqüências que a ausência desses requisitos pode gerar para a prática do ilícito de *Insider Trading*. Entre as conseqüências está a ampliação de oportunidade para a prática do ilícito, tendo em vista que ocorre porque a maioria das empresas impõe períodos de interrupção de negociação em datas importantes de divulgação de notícias ao longo do ano (por exemplo, antes de relatórios anuais). Porém, a partir da adoção da regra 10b5-1 o Plano de Negociação pode ocorrer durante períodos de *blackout*, ampliando as possibilidades dos *insiders* nessas empresas obterem acesso a oportunidades estratégicas de negociação que não estavam disponíveis antes da regra (ANDERSON, 2015).

A negociação ilegal de informações privilegiadas sob o disfarce de Planos de Negociação é feita mais facilmente pelo fato de que a regra não limita a rapidez com que o primeiro pode ocorrer após o estabelecimento de um Plano. Por exemplo, um *insider* poderia obter informações não públicas e relevantes, ao criar um Plano de Negociação no âmbito de alguns dias. Apesar de violar a regra, a empresa tem o poder de responder aos questionamentos sobre a negociação, explicando que foram realizadas no âmbito de um Plano de Negociação pré-estabelecido (ANDERSON, 2015).

No Brasil o artigo 15-A da IN 358/2002, conseguiu delimitar o tempo entre a elaboração do contrato e sua execução em 6 (seis) meses. Aliás, a adoção de 6 (seis) meses de antecedência vem sendo sugerida pelos estudos sobre o Plano de Negociação (HORWICH, 2016). Em abril de 2002, a SEC propôs uma regra que exigiria a divulgação da adoção, modificação e/ou rescisão de Planos de Negociação em uma Audiência Pública. A mudança da

regra proposta, no entanto, não foi adotada e parece ter sido apresentado indefinidamente (ANDERSON, 2015).

Outro problema surge da falta de divulgação desses Planos, ou seja, “atualmente não há exigência de que as empresas divulguem o estabelecimento de Planos de Negociação por seus *insiders*, muito menos divulguem os detalhes de tais planos” (ANDERSON, 2015, p. 39). Assim, a falta de divulgação torna ilegal negociar plano mais rentável (porque o mercado não terá a oportunidade de ajustar o preço das ações em antecipação à negociação planejada do *insider*) e mais difícil de detectar. Como exemplo, Anderson (2015) cita o caso do CEO da Mohawk Industrie Inc., o qual estabeleceu um Plano de Negociação em 9 de março. O executivo começou a vender ações apenas 6 (seis) dias depois, em 15 de março. Nas próximas duas semanas, ele vendeu mais de US\$ 10 milhões de ações. Em 30 de março, que foi o dia seguinte a sua última venda, a empresa anunciou lucros abaixo do esperado e o valor das ações caiu 5,4%. Neste caso, o *Insider* vendeu suas ações antes da publicação de informações financeiras negativas, o que impactaria a cotação do valor das ações no mercado. Assim, ele evitou o prejuízo previsto ao vender as ações antes da divulgação das informações financeiras da empresa.

A adoção de múltiplos Planos também é um problema apontado por Anderson (2015), tendo em vista que cria oportunidades subsequentes para negociações com base em informações privilegiadas pela rescisão do Plano. Ao exemplificar, Anderson (2015) defende que o *Insider* poderia apresentar 2 (dois) Planos de Negociação: um Plano ordena a venda de 10.000 no dia anterior ao lançamento e o outro Plano ordena a compra de 10.000 ações no dia anterior ao lançamento (Execução do Plano). Então, dois dias antes do lançamento, quando o *insider* possui informações não públicas relevantes sobre a substância da liberação, ele pode cancelar a ordem de compra, ou a ordem de venda, ou ambos, dependendo da natureza das notícias. Por isso, a CVM proibiu a adoção de múltiplos planos ao prever no §3º do Art. 15-A “§ 3º É vedado aos participantes: I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento”.

O problema da multiplicidade de Planos, que podem ser executados ao mesmo tempo, ou passíveis de cancelamento, está diretamente associado à ausência de divulgação desse instrumento de negociação aos cuidados de *Insiders*. A dificuldade relacionada à múltiplos Planos está na detecção da prática de negociações com base em informações privilegiadas, uma vez que a SEC ou acionistas não podem verificar a existência de negociações inconsistentes desses Planos (ANDERSON, 2015), tendo em vista a falta de acesso aos Planos.

O último problema envolvendo os Planos de Negociação, segundo Anderson (2015) é a verificação da consciência sobre a informação privilegiada. Ou seja, em que momento o *Insider* teve conhecimento da informação relevante e não pública? Essa conduta dificulta o acesso e a ligação entre a informação privilegiada e a sua utilização em negociações. Um exemplo dessa dificuldade pode ser demonstrado quando um *insider* vende ações segundo um Plano de Negociação que foi estabelecido dois meses antes de sua execução. Porém, no dia anterior a uma divulgação de resultados muito decepcionante, a venda ocorre. Sob a regra, a suspeita da prática de *Insider Trading* exigirá prova de consciência sobre informações conduzidas há 2 (dois) meses atrás, o que dificultará a tarefa relativamente simples de provar a consciência da substância da liberação de lucros no dia antes de ocorrer.

Apesar das dificuldades encontradas na aplicação e detecção de negociações informadas (HENDERSON, 2011) a partir da adoção da Regra 10b5-1, ainda assim, não houve alteração do *status* ilegal de qualquer conduta apresentada acima. Essas condutas continuam sendo ilegais e são passíveis de provas sobre a ilegalidade. O que preocupa a academia Norte Americana são outras formas da prática de *Insider trading*, que Anderson (2015) e Jagolinzer (2009) chamam de “*Insider trading estratégico*” e que podem ocorrer sob a tutela dos Planos de Negociação. A sua principal característica é que altera o *status* legal do crime, gerando novas oportunidade para a prática da conduta criminosa, sem, no entanto, ser passível de prova.

Portanto, o “*Insider trading Estratégico*” se fundamenta nas oportunidades geradas pelos Planos de Negociação, os quais permitem que as empresas e os *Insiders* operam de forma ilegal com base em informações privilegiadas a partir das brechas que os planos abrem para negociações informadas (MCGREEVY, 2007; HENDERSON, 2011; HENDERSON; JAGOLINZER; MULLER, 2014; HORWICH, 2016). Assim, as lacunas “legais” que o Plano de Negociação abre na regra 10b5-1 são: a) Alteração do tempo de divulgação; b) Rescisão Seletiva de Planos; c) a Boa fé do plano (ANDERSON, 2015).

4.3.2 *Insider Trading* Estratégico

A CVM conseguiu aprimorar a regra 10b5-1 ao estabelecer requisitos específicos como: a elaboração do Plano com 6 (seis) meses de antecedência, e a proibição de múltiplos Planos. No entanto, o que vem gerando discussão profunda no meio acadêmico nos EUA, e preocupando a SEC em relação à regra são: a) Falta de divulgação dos Planos; b) Tempo da divulgação das informações relevantes; e, c) A possibilidade de rescisão dos Planos.

Essas brechas também estão presentes no artigo 15-A da IN 358/2002. Isso ocorre, por que os autores nos EUA afirmam que o “Plano” permite a movimentação estratégica de *Insiders* em torno desses contratos, o que não configura a prática do ilícito. As 3 (três) falhas, amplamente discutidas pela mídia e pela academia nos EUA (VELIOTIS, 2010; HORWICH, 2007; JAGOLINZER, 2009; MUTH, 2009; HENDERSON, 2011; HENDERSON; JAGOLINZER; MULLER, 2014; HORWICH, 2016) têm sido o foco de atenção dos estudos, uma vez que o Plano de Negociação criou uma lacuna para a prática legal de *Insider Trading*, que eles chamam de estratégico.

Segundo Anderson (2015, p. 41), “Uma ‘brecha’ legal é uma lacuna ou ambiguidade em uma lei que permite contrariar o espírito ou a intenção de uma lei sem violar sua escrita”⁶⁹. Ou seja, qualquer oportunidade para maximizar os lucros da compra ou venda de ações, com base em informações privilegiadas, de sua própria empresa, sem violar a lei constitui uma lacuna⁷⁰. A questão que emerge nesse ponto é que os *insiders* que exploram uma lacuna, acabam escapando da fiscalização.

A única maneira de impedir a exploração de uma brecha é fechá-la com nova lei (ANDERSON, 2015). Assim, existem 2 (duas) lacunas que são fruto da Regra 10b5-1: 1) O tempo da divulgação de informações relevantes, permitindo que *Insiders* acelerem ou atrasem a divulgação, ao considerar seus Planos de Negociação; e, 2) Rescisão Seletiva de Planos conforme a informações relevantes disponíveis ao tempo da execução do Plano de Negociação.

A. Alterando o Tempo de Divulgação

A Regra 10b5-1 abriu a “lacuna” referente ao “tempo da divulgação de informações relevantes”, criando uma nova oportunidade para que os *insiders* maximizem seus lucros por meio dos Planos de Negociação pré-agendados. Assim, segundo Anderson (2015), os *Insiders* descobriram que não precisavam se abster de negociações com ações de emissão da própria empresa, desde que estabelecessem negociações pré-arranjadas e compreendidas por um plano qualificado. Por isso, o autor argumenta que os *insiders*, apesar de não possuírem discricionariedade para agir nas datas pré-agendadas dos seus Planos de Negociação, podem

⁶⁹ “A legal ‘loophole’ is a gap or ambiguity in a law that allows one to contravene the spirit or intent of a law without violating its letter” (ANDERSON, 2015, p. 41).

⁷⁰ Anderson (2015) pontua que existe diferença entre uma lacuna e uma complicação ou desafio à aplicação eficiente da Lei.

controlar e cronometrar a divulgação das informações relevantes da empresa. Essa conduta evidencia o atraso ou antecipação estratégica da divulgação de informações relevantes ao mercado.

Essa conduta é evidenciada no estudo de Jagolinzer (2009) o qual descobriu que, em média, o Plano de Negociação precede a notícia adversa que move as ações em -9,9% em 72,2 dias. Essa conduta é um indicativo de que os *insiders* estão estabelecendo planos sob a posse de informações relevantes e não públicas, ou estão alterando o tempo das divulgações até depois das negociações planejadas. Ao alterar o “tempo da divulgação” da informação relevante, o *Insider* não está violando a regra 10b5-1. Ele estaria violando a regra se alterasse as datas de execução previstas no Plano de Negociação, pré-arranjado.

Ou seja, Anderson (2015) defende que o *Insider* brinca com o momento da divulgação das informações, e não com o momento das transações inseridas no âmbito do Plano de Negociação. Assim, a regra voltada para o Plano de Negociação não afeta a liberdade dos *Insiders* em acelerar o lançamento de boas notícias antes das vendas planejadas de ações, e/ou atrasar o lançamento de más notícias até depois das vendas concluídas (VELIOTIS, 2010; HORWICH, 2007; JAGOLINZER, 2009; MUTH, 2009).

Horwich (2007, 2016) defende que o atraso ou adiantamento de uma divulgação de informação relevante ao mercado, não constitui ilegalidade, nem como de caráter enganoso. Portanto, não viola a Regra 10b5-1. Certamente, segundo Anderson (2015) não há base para a afirmação de que a aceleração da divulgação de informações verdadeiras é enganosa. O ponto é que a Regra 10b5-1 abre um novo espaço dentro da lei para *insiders* para mexer com o momento das divulgações que beneficiem sua negociação.

B. Rescisão Seletiva de Planos

Existe uma contradição na prática de *insider trading*, segundo Henry Manne⁷¹ (1985): a abstenção de negociação. Isso ocorre porque, segundo o autor a regra sobre *Insider* prevê a proibição de negociação com base em informações privilegiadas (não públicas), ao passo que não prevê a proibição de abstenção de negociações com base nas mesmas informações. Ou seja,

⁷¹ Henry Manne (1960) foi um autor que combateu a criminalização da conduta de *Insider trading* por entender que se tratava de um crime moral, e não correspondia a busca pela eficiência do mercado. Pelo contrário, o autor defende que a utilização de informação privilegiada seria uma forma eficiente e adequada de remunerar executivos que obtiveram lucro para empresa, sanando o problema proposto pela Teoria da Agência ao alinhar interesses diferentes – principal e agente.

um *insider* pode ser responsabilizado pela prática da conduta de *insider trading* quando realiza negociações de ações no mercado, com base em informações não públicas; ao passo que não será responsabilizado pela prática quando deixar de negociar com base em informações não públicas. Assim, Manne (1985, p. 938) afirma que existe a figura da conduta de abstenção de negociação, a qual pressupõe uma vantagem. O “resultado de tudo isso é que as pessoas podem obter lucros anormais no mercado de ações simplesmente por saber quando não comprar e quando não vender”⁷². No entanto, Fried (2003) afastou esse entendimento ao defender um modelo de análise da prática de *Insider trading* que contestou a alegação de que a “abstenção de negociar” oferece vantagens, uma vez que existiam períodos de vedação das negociações.

O autor chamou de equilíbrio entre a abstenção e a negociação, uma vez que restringia a capacidade de negociar com base em informações privilegiadas. Apesar disso, a Regra 10b5-1 quebrou esse equilíbrio, ao oferecer “*safe harbor*” para negociações em períodos, anteriormente, vedados. Ou seja, segundo Fried (2003) a possibilidade de rescindir planos pré-arranjados de opções de ações oferecidos aos executivos, como forma de remuneração, pode perturbar o equilíbrio do mercado. Além disso, a SEC deixou claro que o ato de encerrar um Plano de Negociação não viola a Lei, pelo fato de não envolver a venda e/ou compra de ações (ANDERSON, 2015).

Anderson (2015) exemplifica: se o Plano de Negociação de um *insider* prevê a venda de 10.000 ações de sua empresa no dia anterior ao salário, e subsequentemente verifica que a empresa vai bater as expectativas dos analistas, ele pode rescindir o Plano com base nessas informações. Por isso, Fried (2003, p. 490) argumenta que a capacidade de negociar com base em informações privilegiadas, mais a capacidade de rescindir um Plano de Negociação, abre uma nova oportunidade de lucrar a partir da “abstenção de negociar”.

Essa conduta permite que os planos de negociação sejam baseados em informações privilegiadas não públicas. O que corrobora o estudo de Jagolinzer (2009) o qual verificou que 46% de uma amostra aleatória de rescisões de Planos de Negociações precederam notícias positivas, e apenas 11% precederam eventos negativos. Diante disso, a SEC qualificou sua aprovação do Plano de Negociação avisando que: a) a rescisão antecipada pode privar o informante da defesa afirmativa para transações anteriores no âmbito do Plano; e b) frequentes rescisões antecipadas podem levantar preocupações sobre a boa-fé de novos Planos de Negociação. Essas qualificações previstas no *Guidance* da SEC (2009) pretendiam impedir o

⁷² “The upshot of all this is that people can make abnormal profits in the stock market simply by knowing when not to buy and when not to sell” (MANNE, 1985, p. 938).

uso regular da estratégia de rescisão dos planos, com base em informações não públicas, e, portanto, privilegiadas.

No entanto, Anderson (2015, p. 49) pontua que as orientações da SEC (2009) apresentam 2 (dois) problemas: “1) É formulada em termos vagos, empregando uma linguagem não comprometedora, como ‘poderia afetar a disponibilidade’ da defesa afirmativa; 2) Os avisos foram emitidos como *Compliance and Disclosure Interpretations*, que apenas refletem os ‘pontos de vista do pessoal’ e não são ‘regras, regulamentos ou declarações da Comissão’”. Ainda que seja arriscado e imprudente ignorar esta orientação na prática, não é vinculativa para os tribunais e certamente não garante um escrutínio rigoroso.

C. A restrição da boa fé fecha as lacunas?

A Regra 10b5-1 (c) (1) (ii) estabelece que a defesa afirmativa de um Plano de Negociação só está disponível quando o Plano foi celebrado “de boa fé e não como parte de um plano ou esquema para iludir as proibições desta regra (SEC, GUIDANCE, 2009, p. 24). O problema desta regra é que abre a possibilidade da ampla interpretação, segundo Anderson (2015). Ainda que o *insider* rescinda o plano de negociação, ele não viola a regra. Mas essa rescisão pode estar fundamentada em informações privilegiadas. Por isso, Anderson (2015) questiona: “A rescisão seletiva do plano de negociações incorre na prática de *insider trading*? A resposta seria não, uma vez que não envolve a compra e venda de ações. Porém, o autor ressalta que a rescisão seletiva pode implicar na disponibilidade ou não da defesa afirmativa. Ao exemplificar essa questão Anderson (2015, p. 51) apresenta um caso hipotético, que ele chama “o jogo na prática”:

Imagine o CEO da ABC, Inc. estabelecer um plano de negociação para vender 100.000 ações de suas ações da ABC para diversificar seu portfólio. O plano prevê a venda de 50.000 ações nas próximas duas sextas-feiras. Quando ele define este Plano, o CEO não tem informações relevantes não públicas, *mas ele tem a intenção de cancelar o Plano se descobrir que a ABC irá liberar informações negativas de movimentação de mercado antes de qualquer negociação programada*. Na quinta-feira antes da primeira negociação do Plano ser executado, o CEO descobre que a ABC perderá sua orientação de ganhos previamente publicada em 10% e que esta informação será divulgada na próxima quinta-feira durante uma chamada de ganhos programados. Embora ciente desta informação, o CEO permite o primeiro negócio a passar, mas depois cancela o Plano para evitar que a segunda negociação seja executada. A venda de ações do CEO na sexta-feira antes do anúncio chama a atenção da SEC, que abre um inquérito. Em entrevista voluntária com a SEC, o CEO candidamente explica a negociação estratégica delineada acima, incluindo o fato de que ele estabeleceu o Plano com a intenção de terminá-lo, se soubesse que as más notícias que movem o mercado seriam anunciadas antes de uma negociação do Plano. O CEO deve ser considerado responsável por *insider trading*?

O exemplo descrito no item c, deixa claro alguns pontos importantes para a realidade brasileira: a) O tempo do Plano - o tempo para o estabelecimento dos planos de negociação é de 6 (seis) meses de antecedência. A regra no Brasil, após sua alteração, requer que o *insider* estabeleça os planos de negociação com antecedência mínima de 6 (seis) meses, com o intuito de evitar negociações com base em informações privilegiadas; b) Proibiu múltiplos Planos - proibição da sobreposição de planos distintos, considerando que a regra da CVM (art. 15-A, IN 358/2002) - proibi o estabelecimento de vários planos a serem executados ao mesmo tempo; c) Cancelamento dos planos de negociação: a regra da CVM permite o cancelamento dos planos de negociação, mas não deixa claro a antecedência de 6 (seis) meses para o cancelamento e eventuais modificações (art. 15-A, §1º, inciso III).

Assim, as discussões trazidas por Anderson (2015) em torno dos Planos de Negociação, e as novas oportunidades para a prática de *Insider trading*, contribuem sobremaneira para a interpretação do artigo 15 da Instrução Normativa nº 358/2002. Ao adaptar sua análise à realidade brasileira, tem-se que: Primeiro, uma vez que a CVM admite a rescisão de um Plano de Negociação, não caracteriza a violação da regra prevista no artigo 15-A, §1º, inciso III; Segundo, dado o fato de que é perfeitamente legal rescindir um Plano, seria *irracional* não esperar a rescisão do Plano com base em informação privilegiada; Terceiro, a CVM e a Lei nº6.404/76 permitem o sigilo de informações relevantes pelos Administradores. Ou seja, a regra exige que a divulgação de informação relevante seja realizada imediatamente, se ela vazar.

Logo, ao importar a regra 10b5-1 da SEC, a CVM trouxe as falhas apresentadas e, amplamente, discutidas pela academia nos EUA. Por mais que a CVM tenha efetuado adaptações à regra, ao propor o prazo de 6 (seis) meses de antecedência para a execução dos Planos, e a proibição de execução de múltiplos planos, falhou ao não exigir a divulgação dos detalhes e suas especificidades. Ainda que segundo Henderson, Jagolinzer e Muller (2014) a divulgação dos detalhes e especificidades dos Planos de Negociação veem ampliando as possibilidades de defesa das organizações face a acusação da prática de *Insider trading*.

Anderson (2015), ainda, questiona o papel da empresa frente aos abusos cometidos por *Insiders* quando se utilizam dos Planos de Negociação. O papel da empresa estaria relacionado à remuneração dos *Insiders*. Assim, Henderson (2011) sugere que a remuneração pode incentivar esse tipo de comportamento, ou pode reduzir. Por isso, o autor explica que firmas diferentes tratam o *insider trading* de maneira diferente.

A diferença no tratamento da prática de *Insider Trading* está na proibição da conduta, restringindo as negociações às janelas de negociação, dentro das vedações expressas na regra. Roulstone (2003) constatou que as empresas que restringem o comércio executivo (usando janelas de *black-out*) pagam um prêmio de 4 a 13% em termos de remuneração total. Assim, Henderson (2011) afirma que as empresas que restringem a capacidade de negociações em períodos de vedação, oferecem incentivos remuneratórios aos *Insiders*, diferente das empresas que não oferecem esse tipo de incentivo. Por isso, Anderson (2015) defende que existe um acordo entre *Insiders* e as companhias – inclusive dentro de uma visão de cumplicidade.

Henderson (2011, p. 507) chama essa política de “compensação implícita”, uma vez que “é explicitamente divulgada ao público, mas é, no entanto, parte do acordo salarial entre diretoria e executivo”. O estudo realizado pelo autor demonstra que uma redução no pagamento está diretamente relacionada ao retorno esperado de negociação informada. Ou seja, a regra 10b5-1 da SEC previa a negociação otimizada, permitindo que *Insiders* negociassem, ainda, que em períodos de vedação. No entanto, o resultado mostra que a negociação informada está prevalecendo na prática organizacional, como uma forma de compensação remuneratória. Assim, ele conclui que a regra incentivou tanto negociações de otimização, quanto a informada. Portanto, Henderson (2011) apresenta evidências que sugerem que as empresas são cúmplices no uso de informações privilegiadas no Planos de Negociação.

4.4 Law Work

O *Institutional Work* é definido como a intenção ou o esforço de atores e organizações em criar, manter ou romper Instituições (LAWRENCE; SUDDABY, 2006). O estudo buscou compreender a articulação dos atores sociais para alterar, moldar e/ou reinterpretar o significado da Lei (MORGAN; QUACK, 2007) e a busca pela harmonização com padrões internacionais - conforme recomendações da IOSCO e da SEC.

Ou seja, existem alguns pressupostos que direcionaram o presente estudo, tais como: a hegemonia de países *commun law* em relação à países emergentes, e a imposição de seus padrões regulatórios (EDELMAN, 2004; HALLIDAY; CARRUTHERS, 2007) ainda que apresentando falhas, como no caso da regra 10b5-1 da SEC; e a forma como os atores sociais se articularam, tanto em nível macro (o papel político desempenhado pela CVM frente à IOSCO) quanto em nível meso (a relação entre a CVM e seus regulados) para alterar e moldar a regra do artigo 15-A, conforme seus interesses.

O estudo foi delineado a partir da identificação dos interesses das organizações em exercer influência sobre as regras e Leis. Esses interesses foram definidos como produto acabado, ou seja, a partir do momento em que se concretizam ou fracassam (SWEDBERG, 2005), e a forma como podem ser lastreados. Partindo dessa ideia, o estudo de Funk e Hirschman (2012) conseguiu detectar o interesse dos Bancos em romper a Lei *Glass-stegal* com base em seu histórico de 40 (quarenta) anos de tentativas em busca dessa ruptura. Outrossim, a questão que emergiu foi: como os atores sociais empregam esforço para criar, manter e ou romper a Lei?

Por isso, emerge a definição de *Law Work*, a qual se justifica com base nos interesses dos atores sociais em criar, manter e romper Leis e regras. O interesse está na base da definição, e só pode ser detectado dentro de um contexto institucional vivenciado na prática. Significa dizer que o caso prático definirá os interesses em torno da Lei, e só a partir da sua identificação que se poderá definir a intenção dos atores, seja ela de: criar, manter ou romper a Lei.

O interesse detectado no presente estudo foi inspirado nas manifestações apresentadas pelos atores “credenciados” – no caso associações de investidores e escritórios de advocacia. A expectativa dos resultados era de que os manifestantes apresentassem sugestões que ampliassem as possibilidades e circunstâncias que permitem a prática do ilícito *Insider trading*, bem como buscassem formas de evitar os riscos de acusações pela prática delituosa. No entanto, esses interesses só foram “lastreados” com base em estudos que veem abordando a prática de *Insider trading estratégico* – conforme se verificou nos estudos apresentados no tópico 4.3.

Não se pode afirmar, categoricamente, que a intenção era disseminar a prática de *Insider Trading Estratégico*, mas é possível inferir 2 (dois) pressupostos: as associações de investidores e organizações tentaram reduzir o prazo entre a elaboração e a execução dos Planos de Investimento Individual; e, conseguiram afastar a exigência de divulgação dos Planos. A redução do prazo não é tão relevante, quanto a ausência de divulgação dos Planos de Investimento Individual.

A não exigência de divulgação abre uma lacuna na regra, que permite a movimentação livre e discricionária dos *Insiders* em relação ao momento de divulgação da informação, uma vez que a legislação brasileira permite o sigilo sobre as informações relevantes e não públicas; e a possibilidade de rescindir o Plano, conforme seja conveniente ao *Insider*, uma vez que não se exige a divulgação dele. Por isso, o foco foi direcionado para um interesse da realidade prática, que permitiu essa análise. Colin Hay (2011, p. 66) argumenta que “uma perspectiva genuinamente construtivista deve ver os interesses como construções sociais, e não como dados

materialmente”. Assim, para esse autor os interesses são construções sociais e não podem servir como substitutos de fatores materiais; conseqüentemente, eles são mais difíceis de operacionalizar empiricamente do que se supõe convencionalmente

Ao detectar o interesse da realidade prática, as categorias propostas nesse estudo como criar, manter e romper a Lei, ganham uma nova configuração, e a aplicação de *work's* que melhor definam e constituam o contexto institucional no qual as organizações operam e compõem. Por exemplo, os “interesses” organizacionais podem direcionar o *Political Work* – quando analisado à luz da *Endogeneity of Law* – ganhando uma nova dimensão, e podendo ser aplicado, enquanto conceito, tanto para as categorias criar, manter, quanto romper.

Portanto, tais categorias devem ser definidas conforme as condições específicas em torno da Lei. Ou seja, Morgan e Quack (2010) demonstram que as Leis possuem condições específicas, tanto em relação à sua criação, edição, quanto em relação a forma como são promulgadas, e conforme o contexto do país onde ela é gerada. Em um regime *commun law*, normalmente, encontrado em países anglo-saxões, as Leis e regras são definidas de forma ampla, e são construídas caso a caso. Em contrapartida os países regidos pelo *civil law* seguem uma moldura diferente, em que a Lei acaba sendo restringida por sua característica escrita, ou como Gorga (2006) define a “lei nos livros”. No entanto, o presente caso demonstra que mesmo a “Lei nos livros” permite a influência de atores sociais, porém em um nível distinto – durante a pré-elaboração da Lei ou regra. Conforme se demonstra no caso das Audiências Públicas.

A diferença do regime jurídico *civil law e commun law*, normalmente, são apresentados com base na proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Onde a proteção aos acionistas minoritários é fraca, os *insiders* dominam as empresas e buscam os benefícios privados do controle (GORGA, 2006). O resultado é uma alocação de capital menos eficiente. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2008) associam os Benefícios privados de controle à proteção dos direitos dos acionistas minoritários. “Os argumentos de La Porta et al. baseiam-se numa visão forte do efeito determinante do direito e, em particular, na natureza do direito num nível elevado de abstração, ou seja, em termos da comparação entre o *civil law e commun law*”. (MORGAN; QUACK, 2010, p. 279).

No entanto, Gorga (2006) recupera uma análise cultural do Mercado de Capitais Brasileiro, afirmando que à medida que a proteção dos acionistas minoritários diminui, ocorre um aumento nos benefícios privados de controle acionário. Isso ocorre porque esses benefícios envolvem o valor que os acionistas controladores podem extrair de uma empresa às custas de outros acionistas (GORGA, 2006). Eles podem ser: pecuniário, ao incluir a oportunidade de se

envolver em autonegociação com a empresa, por meio de informações privilegiadas; e, não pecuniário, quando o controlador maximiza sua utilidade controlando o negócio, envolvendo *status* e prestígio. Existem autores (DICK; ZINGALES⁷³, 2004; NENOVA, 2006) que quantificaram os benefícios privados de controle e concluíram que esses benefícios são suficientemente grandes no Brasil, a ponto de impedir o bom funcionamento do mercado de capitais (GORGA, 2006). Dick e Zingales (2004) afirmam que a emissão de ações de dupla classe (preferenciais e ordinárias) podem sinalizar grande interesse em benefícios privados de controle. Por isso, eles defendem que uma forma de medir os “benefícios privados de controle” ocorre com base no prêmio de voto das empresas que emitiram ações de dupla classe, “as quais tendem a superestimar o valor do controle” (DICK; ZINGALES, 2004, p. 566).

Diante disso, Gorga (2006) afirma que uma das características culturais dos empreendedores brasileiros é utilizar benefícios não pecuniários, como manter o *status* e maximizar a utilidade da empresa, sentindo-se dono desta. Uma cultura de benefícios não monetários é mais difícil de romper, uma vez que o objetivo não está na busca do lucro, mas sim de *Status*. Por isso, as propostas de alterações da reforma de Lei de Sociedades Anônimas no Brasil, resultou infrutífera em relação à proteção dos acionistas minoritários. Entre as propostas de reforma estava a obrigação de divulgação das posições acionárias dos *insiders* à CVM e à Bolsa de Valores. Gorga (2006) explica como o grupo de interesse dos controladores foi capaz de capturar a legislação em aspectos importantes, razão pela qual a Teoria da Escolha Pública (Teoria do Interesse Público) não explica por que alguns países aprovam leis que entram em conflito com os interesses de poderosos grupos de interesse, enquanto outros países são incapazes de fazê-lo.

Assim, a proposta do *Law Work* volta a atenção para os interesses desses atores que se encontram, supostamente, à margem da Lei. Ao lastrear seus interesses em torno da Lei, é possível detectar como as organizações se tornam endógenas a ela, e como a Lei se torna um fator de análise endógeno das organizações, de tal forma que fica difícil separá-los. É, pois, a partir do conflito entre a intenção da regra e o interesse dos atores sociais em torno dela, que se estabelece um ponto de fusão, que configura o *Law Work*.

⁷³ “In this paper we use the Barclay and Holderness (1989) method to infer the value of private benefits of control in a large (39) cross section of countries. Based on 393 control transactions between 1990 and 2000 we find that on average corporate control is worth 14 percent of the equity value of a firm, ranging from a -4 percent in Japan to a +65 percent in Brazil. Interestingly, the premium paid for control is higher when the buyer comes from a country that protects investors less (and thus is more willing or able to extract private benefits). This and other evidence suggest that our estimates capture the effect the institutional environment has on private benefits of control” (DICK, ZINGALES, 2004, p. 538).

A partir de uma possível detecção dos interesses em expandir as possibilidades da prática do ilícito, verificou-se que as manifestações apresentaram uma base argumentativa semelhante. Assim, a análise das manifestações das associações de investidores e das organizações em relação às AP 08/2006 e 11/2013, levantou o questionamento sobre a semelhança da base de argumentação apresentada, bem como os casos de manifestações idênticas. Afinal de contas, *Endogeneity of Law* pode ser verificada em período anterior à promulgação de uma Lei ou regra (FUNK; HIRSCHMAN, 2012). Por isso, o próximo item, busca verificar a seguinte questão: Por que a base de argumentação é semelhante ou idêntica? E qual *Work* melhor descreve a articulação dos atores sociais?

4.4.1 Base de Aliados

A Base de aliados, para Battilana, Leca e Boxnbam (2009) envolve a mobilização de diferentes atores que buscam alinhar seus interesses para alcançar um propósito. Seguindo essa definição, as manifestações apresentadas pelos atores sociais em resposta às AP 08/2006 e 11/2013 convergem para uma mesma base de argumentação. Foi possível observar a partir da descrição das manifestações que existem 2 (dois) grupos de “credenciados” que emergem dos dados: Bancos e escritórios de advocacia. O primeiro grupo, composto em sua maioria por bancos e suas associações, são: ABRASCA, ANBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBOVESPA, IBRI, ITAÚ, ABBI e FEBRABAN. Inclusive essa foi uma diferença encontrada com relação ao estudo realizado por Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) os quais detectaram manifestações de participantes “não credenciados” do Mercado de Capitais norte americano, que porém não foram citados pela SEC. Ou seja, as manifestações apresentadas nas AP’s no Brasil não apresentou participantes “não credenciados”, corroborando a ideia de uma “elite profissional” no Mercado de Capitais brasileiro.

Essas Instituições compõem um grupo distinto que apresentam os mesmos argumentos, senão idênticos, sobre o artigo 15-A, 15-B e 15-C da “alteradora 358”. Assim, num primeiro momento, a expectativa era de que elas poderiam ter uma mesma base jurídica, ou seja, advogados similares que apresentariam respostas semelhantes à AP 08/2006 – configurando um primeiro padrão de análise. A segunda expectativa era de que existem reuniões interorganizacionais, que antecedem às manifestações realizadas perante os Editais de Audiências Públicas – caracterizando um segundo padrão de análise. A dificuldade em detectar as expectativas geradas pela descrição das manifestações está relacionada a análise documental do presente estudo.

Porém, ao verificar a Lista de Associados das Instituições ABRASCA, ANBIMA, ABBI e FEBRABAN, verificou-se pontos de conexão entre os participantes que se manifestaram nas AP's. Inclusive, alguns dos escritórios de advocacia que apresentaram manifestações constam como associados de algumas destas Instituições. O quadro 23 apresenta os pontos de conexão entre os participantes das AP's 08/2006 e 11/2013.

QUADRO 23- Conexões entre a manifestante

Lista de Associados manifestantes			
ABRASCA	ANBIMA	FEBRABAN	ABBI
B3 (antiga BM&FBOVESPA)		Banco B3 S.A.	
Banco do Brasil SA	Banco do Brasil SA	Banco do Brasil S.A.	
Itaú Unibanco Holding S.A.	Itaú Unibanco Holding S.A.	Itaú Unibanco Holding S.A.	
Escritórios de advocacia			
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr Quiroga Advogados			Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr Quiroga Advogados
Veirano Advogados			Veirano Advogados
Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados			Velloza Advogados Associados

Fonte: Lista de Associados.

Com base na descrição das manifestações apresentadas no tópico 4.2, verificou-se que a base de argumentação do Itaú Unibanco S.A era idêntica à manifestação da ANBIMA. O Banco do Brasil S.A. também apresentou base semelhante às manifestações da ABRASCA. E a ABBI cita, na primeira página de sua manifestação, o seguinte: “Para a elaboração das sugestões e comentários aqui contemplados, a ABBI contou com a cordial colaboração dos seguintes escritórios de advocacia: (i) Veirano Advogados; (ii) Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados; e (iii) Velloza Giroto Advogados Associados” (ABBI, 2014, p. 1 – GRIFO NOSSO). Os mesmos escritórios que compõem o quadro de associados da ABRASCA.

Os escritórios de advocacia apresentam manifestações mais autônomas. No entanto, ao verificar os nomes de alguns escritórios de advocacia, observou-se a repetição de alguns. Por exemplo, a CDMCAP (Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil) especificamente, apresentou a sua manifestação com um conjunto de advogados, entre eles: Carlos Augusto Junqueira, Carlos Martins Neto, Durval Soledade, Flavia Parente, Gabriela Codorniz, Gabriella Najjar, Gustavo Machado Gonzalez, Henrique Vergara, Igor Muniz, João Laudo de Camargo, Kevin Altit, Luis Claudio Coutinho Abreu, Luiz Leonardo Cantidiano, Marcus de Freitas Henriques, Marlos Lopes Godinho Erling, Maurício Teixeira dos Santos, Milena Donato Oliva, Nelson Eizirik, Otavio Yazbek, e Renata Maccacchero Victer.

Ou seja, Nelson Eizik apresentou manifestação em separado, representado pelo seu Escritório de advocacia particular, e perante a Comissão da OAB.

O quadro 23 demonstra que o Itaú Unibanco Holding S. A. e o Bando do Brasil S.A estão conectados à 3 (três) Associações de Investidores: ABRASCA, AMBIMA e FEBRABAN. A B3, na época BM&Fbovespa, também aparece ligada à ABRASCA e à FEBRABAN. Por isso, o pressuposto de que existe uma mesma base jurídica que conecta esses atores sociais, fortalece o entendimento de que não existe coincidência nas semelhanças ou identidade dos argumentos utilizados nas manifestações, mas sim a conexão de base argumentativa que gerou uma rede atores sociais. Suddaby e Greenwood (2005) chamam essa configuração de “estratégias retóricas” em que se busca o alinhamento dos argumentos que compõem as manifestações.

Assim, o “*Political Work*” está relacionado à influência sobre o desenvolvimento de regras, limites e direitos de propriedade na tentativa de ancorar uma instituição dentro do amplo sistema social (LAWRENCE; SUDDABY, 2006; PERKMANN, SPICE, 2008). Esse *Work* refere-se ao pilar regulativo (SCOTT, 2001) ao envolver a construção de regras e regulações, razão pela qual está associado ao *Advocacy Work* (LAWRENCE; SUDDABY, 2006). Existe um trabalho voltado para *Advocacy Work* que pode ser associado às habilidades persuasivas de certos atores permitindo a estes recrutar/alistar/convencer outros atores em funções específicas, alinhando seus interesses aos da instituição, ou divergindo. Essas habilidades podem ser encontradas em atores que possam ligar grupos com diferentes interesses, como, no caso, as Associações de Investidores.

Constructing Identities, Changing Norms e Constructing Networks compartilham o atributo comum de se concentrar na estrutura normativa das instituições (*actor-field; norm-field; actor-actor*). Os associados podem estar ligados por uma construção de identidade, ou seja, ocorre a identificação de interesses em comum em torno das Associações de investidores, que gera a ideia de “identidade”. Assim, Edelman, Fuller e Mara-Drita (2001) ampliaram a visão para analisar o papel que os profissionais legais e de recursos humanos desempenharam em processos de demissão. Ou seja, os profissionais, tanto do mercado como advogados podem estar desempenhando importante papel na difusão de práticas organizacionais e sugerem que as construções das profissões do ambiente, repercute sobre as respostas organizacionais à regra.

Cabe, pois, aos profissionais da área difundir e aplicar a sua interpretação. Por isso, *Constructing Identities* tem sido associada principalmente ao “desenvolvimento de profissões, como ilustrado em estudos tanto do surgimento de novas profissões quanto da transformação

das existentes” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006).⁷⁴ É importante observar algumas peculiaridades que a legislação apresenta em seu processo de mudança ou manutenção, e uma delas está ligada aos mecanismos de difusão de práticas organizacionais (*compliance*). Ou seja, a transmissão das práticas organizacionais muitas vezes ocorre por meio de *Constructing Networks* interorganizacionais. Neste caso, emerge o papel de “profissionais de Elite”, que segundo Mulligan e Oats (2016) e Bamberg e Mulligan (2011) estão ligados por associações de profissionais (identidade). Esses profissionais podem ser ex-funcionários da CVM, ou estão ligados a ela, como é o caso do escritório de Nelson Eizik o qual apresenta em seu site que foi Diretor da CVM. Profissionais de Elite aqui são considerados os detentores de conhecimento específico da área, não tendo relação com classe econômica (MULLIGAN; OATS, 2016). Inclusive Mulligan e Oats (2016) abordam a definição de *networks* e *Institutional Work* (atores coletivos) para efetuar a análise da *Endogeneity of Law* por contadores.

Isso demonstra que uma base de argumentação foi difundida por uma rede de atores identificados neste estudo. Assim, esses argumentos foram disseminados e difundidos entre as demais organizações, voltados para a ideia *changing norms e construting networks* – os quais estão associados aos pilares cognitivo e normativo. Ao analisar o papel da profissão da advocacia como um mediador da Lei, Morgan e Quack (2010) afirmam que o foco deve ser particularmente na relação entre advogados, de um lado e, de outro lado, primeiramente o Estado e, em segundo lugar, os atores privados na sociedade (particularmente aqueles com poder econômico). Para, então, compreender que eles [advogados] procuraram servir os interesses de seus clientes, interpretando a lei criativamente. O direito (...) é “um instrumento flexível para os ricos e para seus assessores jurídicos” (MORGAN; QUACK, 2010, p. 279).

A própria descrição dos sujeitos da pesquisa direciona para a representatividade dos interesses de seus clientes. O que ganha dimensão diante das manifestações analisadas e descritas, demonstrando como a base de argumentação, formada pela “base de aliados” ganha importância perante a análise da CVM. As manifestações repetidas e com uma mesma base argumentativa, podem gerar a sensação de “grupo de pressão” perante a reguladora. E, considerando, que já houve Ação Judicial contra decisão anterior da CVM “a liminar IBEF” – (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016; PRADO, 2016) – verifica-se que ocorre a “perda reputacional”, caso as decisões da CVM não possam estar embasadas em padrões

⁷⁴ “In institutional theory, the construction of identities as a form of institutional work has been primarily associated with the development of professions, as illustrated in studies of both the emergence of new professions and the transformation of existing ones” (LAWRENCE; SUDDABY, 2006, p. 22).

internacionais. Assim, ocorre a inferência de que, considerando que a regra 10b5-1 da SEC não exige a divulgação dos Planos de Negociação, a CVM também não poderia exigir.

4.4.2 Ciclos alternados de consulta à CVM e Audiências Públicas

Durante a análise das manifestações verificou-se um terceiro padrão de ação dos participantes do Mercado de Capitais brasileiro. Identificou-se ciclos de consultas à CVM, antes das Audiências Públicas. Em 2006 o Bradesco apresentou o P.R.A.D, referente ao programa de reinvestimento automático, submetendo-o à análise da CVM, por meio de consulta. Em 2011 a Brasken também realizou uma consulta perante a CVM, com a finalidade de verificar a possibilidade de aplicar um plano, habilitando terceiros para a sua execução.

Ou seja, antes das Audiências Públicas os participantes do Mercado de Capitais desestabilizam a interpretação da regra (FUNK; HIRSCHMAN, 2017), colocando em dúvida o posicionamento da CVM, e assim gerando a abertura do processo de manifestações por meio das AP's. Assim, são ciclos de influência distintos: ciclos não intencionais (consultas à CVM); ciclos intencionais (manifestações das AP's).

Esses ciclos podem estar aninhados, onde um interfere no outro. Assim, quando uma organização questiona a CVM por meio de consulta, ela está tentando resolver um problema prático do seu dia- a- dia (QUACK; MORGAN, 2007). E, por isso, o corpo jurídico que dá embasamento a sua consulta está resolvendo um problema prático de seu cliente. A isso, Quack e Morgan (2007) chamam de ciclo incidental.

Em contrapartida existem os ciclos de deliberação estratégica (QUACK; MORGAN, 2007) por meio dos quais há a intenção deliberada de alterar, moldar e reinterpretar a regra. Como são os casos das manifestações analisadas no estudo em tela. Portanto, existem questões estratégicas associadas a forma como as organizações podem influenciar a construção de regras e Leis.

Além disso, atores em contextos nacionais reagem e criam *loops* de recursividade nos quais mudanças e adaptações são feitas aos sistemas (HALLIDAY; CARRUTHERS, 2007). Essas adaptações são construídas considerando o contexto social no qual a regra ou Lei será aplicada, e permitindo antecipar problemas não previstos. A adaptação da regra 10b5-1 da SEC, fica evidente considerando que a CVM anteviu os problemas já enfrentados em âmbito internacional. No entanto, não considerou a manipulação do tempo de divulgação das

informações, e nem a possibilidade de cancelamento prévio dos Planos de Investimento Individual.

Quando se trata de alterações formais na letra da regra, Funk e Hirschman (2017) afirmam que as empresas se envolvem com as agências reguladoras para influenciar e mudar as regulamentações. Enquanto o legislativo escreve e aprova as leis, o poder executivo, no caso as agências reguladoras decidem como essas leis serão implementadas. Diferentes órgãos reguladores são encarregados de transformar a linguagem legislativa em regras práticas para a aplicação. Uma maneira pela qual as empresas podem moldar a regulamentação é pressionar os reguladores a implementarem a legislação na forma de regras favoráveis. As empresas têm uma variedade de táticas à sua disposição para influenciar os reguladores a fazer mudanças formais. Talvez a forma mais direta de influência seja a chamada “porta giratória”, em que as empresas oferecem aos reguladores empregos lucrativos como recompensa pelo manuseio favorável e onde reguladores com experiência anterior na indústria oferecem tratamento favorável a seus antigos empregadores (MULLIGAN; OAST, 2016 – ao perceberem que muitos gestores de planejamento tributário de empresas Multinacionais eram ex-funcionários da receita federal e da agência reguladora). Conexões sociais mais informais entre gerentes e autoridades reguladoras também podem ajudar as empresas a ganhar influência (THIEMANN; LEPOUTRE, 2017 – abordou as redes sociais entre regulados e reguladores).

Ainda, segundo Funk e Hirschman (2017) as empresas podem trabalhar para assegurar implementações regulatórias benéficas participando dos períodos de aviso público e comentários dos reguladores e forçando os reguladores a justificar propostas desfavoráveis. Nesse ponto, verifica-se que os manifestantes das AP’s 08/2006 e 11/2013 alinharam sua base de argumentação com o propósito de obter as justificativas apresentadas pela CVM a rejeição ou acolhimento de suas sugestões. Quando as organizações alinham os argumentos, a CVM obrigatoriamente terá que abordar a temática, e responder às manifestações.

Além disso, os ciclos de consultas realizadas pelas organizações perante a CVM podem retardar ou, até mesmo, direcionar o foco da reguladora para determinados dispositivos normativos de interesses das empresas. Ou seja, mesmo quando suas propostas têm pouca esperança de entrar em vigor, as empresas podem inundar os reguladores com comentários sobre a implementação de políticas, que consomem recursos das agências e atrasam o lançamento de novas regras. Esses atrasos dão às empresas a oportunidade de pressionar para que a lei de destino seja alterada por outros meios e permitir que continuem adotando práticas

que podem se tornar proibidas depois que a legislação for totalmente implementada e aplicada (FUNK; HIRSCHMAN, 2017).

É interessante observar que Érica Gorga (2006) já questionava: como uma mesma regra, pode obter resultados tão distintos na sua aplicação conforme o país que a adota? Ou ainda, poderia se questionar: o transplante de uma regra de um país para outro, sem considerar a diferença cultural e legal, pode interferir na sua efetiva aplicação, ou na dissuasão da prática de uma conduta ilícita? Pois bem, Prado (2017) não responde diretamente esse questionamento, mas afirma que a CVM não está alcançando o propósito da IOSCO de dissuadir a prática de *Insider trading* no Brasil. Isso ocorre porque existem muitos acordos, ou Termos de Compromisso, que são ajustados entre o agente (acusado pela prática de *Insider Trading*) e a CVM. Esse procedimento vem ganhando força, tendo em vista que a CVM possui interesse em acelerar o processo de restituição financeira diante da suposta prática da conduta ilícita. Ou seja, o Termo de Compromisso agiliza o pagamento de uma suposta multa, sob a condição de que o agente não volte a praticar a conduta, afastando assim a condenação do acusado, bem como acelerando o pagamento do valor ajustado para dissuadir a prática do ilícito. Inclusive, os PAS envolvendo os Planos de Investimento Individual no Brasil, em vez de analisar os requisitos dos Planos para verificar a conformidade legal da empresa com a aplicação efetiva da regra, acabaram resultando na aplicação de Termos de Compromisso, reduzindo, assim, o risco da responsabilidade jurídica da empresa e do agente. Nos 2 (dois) casos em que os relatores da CVM se manifestaram em relação ao *compliance* dos Planos de Investimento Individual, verificou-se que estes não apresentaram os requisitos exigidos pelo artigo 15-A da IN 358/2002. Esses casos foram discutidos por meio de Processos Administrativos Sancionadores (PAS) CVM nº RJ2013/5793 e CVM nº RJ2011/3823. No primeiro PAS o Diretor-Presidente e Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) da BHG S.A – Brazil *Hospitality Group* (“Companhia” ou “BHG”) foram acusados pela suposta prática de *Insider Trading*, e apresentaram como defesa os Planos de Investimento Individual, que segundo da Relatora Luciana Dias não tinham os requisitos mínimos referente a definição antecipada do tempo e da quantidade das negociações a serem realizadas. Nesse caso a absolvição ocorreu porque a informação não foi considerada relevante. O segundo caso, conhecido como “Caso LAEP” os *Insider’s* também não apresentaram os requisitos mínimos exigidos no Plano de Investimento Individual.

Portanto, existe a “intencionalidade” em torno da Lei. Os autores ressaltam que as ações estratégicas das organizações podem ainda ser divididas em ações: acidentais ou

deliberadas – conforme exista ou não “intencionalidade” (LAWRENCE; LECA; SUDDABY, 2009; LAWRENCE; SUDDABY, 2006). Por isso, a pesquisa apresentada aqui procurou analisar a “Articulação de atores sociais” – ampliando para o Campo de Ação Estratégica (FLINGSTEN; MCADAM, 2011) – para, de forma intencional e deliberada, influenciar as regras e requisitos que compõem os “Planos de Investimento Individual”, utilizados como defesa afirmativa ou *safe harbor* para *Insiders* corporativos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo geral: compreender como a articulação dos atores sociais (nacionais e internacionais – organizações, associações e escritórios de advocacia) influenciou as normas e regras de categorização do *Insider Trading* no Brasil, especificamente na utilização de “políticas de negociação” e “planos de investimento individual” como defesa afirmativa contra a acusação da prática do ilícito.

O quadro teórico buscou a convergência entre duas perspectivas teóricas: *Endogeneity of Law e Institutional Work*. O motivo que levou à convergência entre essas abordagens foi justamente a verificação da articulação de atores sociais em torno do artigo 15-A, da IN nº 358/2002. A convergência resultou na análise de 31 (trinta e um) artigos sobre *endogeneity of law* ou *legal endogeneity* verificados em duas bases de dados: *Scopus e web of Science*. O foco da construção teórica foi direcionado para a análise de como os atores, em diversos contextos, se articularam para influenciar regras e Leis, gerando um quadro específico de análise: *Law work*. Num primeiro momento, buscou-se classificar os artigos de acordo com categorias amplas e anteriormente discutidas por diversos atores (FUNK; HIRSCHMAN, 2017; EDELMAN, 2016) como: o regime jurídico dos países (*Commun law e Civil Law*). Constatando o predomínio de estudos sobre *Endogeneity of law* em países de origem anglo-saxão. E, a verificação de apenas 9,7% de estudos realizados em países de origem *Civil Law*. Esse resultado pontua a relevância dessa pesquisa, uma vez que o Brasil opera sobre o regime jurídico *Civil Law*, e, portanto, apresenta algumas peculiaridades referentes ao processo de *endogeneity* permitindo uma análise comparativa com o estudo de Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012), o qual abordou o mesmo tema, porém em um contexto diferente. Num segundo momento, os estudos foram classificados com base nas esferas de poder: legislativo; executivo; e, judiciário. Verificando o predomínio de estudos em âmbito executivo, voltado para a relações entre regulados e reguladores. Havia expectativas nesse resultado, uma vez que os procedimentos adotados pelas agências reguladores permitem uma aproximação maior entre os interesses dos regulados e seus reguladores, tendo em vista a “porta giratória” que fica entre os cargos políticos de reguladores e o potencial de voltar a operar na esfera privada. Num terceiro momento, verificou-se que já existiam estudos que buscaram uma aproximação entre as duas perspectivas teóricas: *endogeneity of law e institutional work*. O quadro 4 apresentou os autores que buscaram essa aproximação ao analisar o papel das organizações na construção social de Leis e regras. Entre esses autores estão: MULLIGAN; OATS (2016); PÉREZTS; PICARD (2015);

COVALESKI; DIRSMITH; WEISS (2013). Esse resultado fortaleceu o entendimento de que era preciso verificar os pontos de convergência entre essas duas abordagens teóricas.

Assim, o quadro 5 apresentou o primeiro ponto de convergência entre as duas abordagens teóricas: conflito institucional. Os estudos apresentaram o conflito como base da Teoria e distinção de outras perspectivas, mas principalmente demonstraram que as regras e Leis podem ser condutores de símbolos, crenças e valores sociais, permitindo a interpretação de sua criação, manutenção e rompimento de instituições maiores. Os estudos sobre *Endogeneity of Law* analisados demonstraram que os conflitos e discussões estabelecidos pelos atores (organizacionais, indivíduos e Estado) em torno da Lei, se concentram na racionalidade e eficiência do mercado. A racionalidade está fundamentada nos interesses das organizações em: ampliar as possibilidades da prática de *Insider Trading* e reduzir os riscos de uma Ação Judicial, acarretando a economia de custos.

Outro ponto de convergência está ligado aos profissionais que permite compreender como a Lei é construída conforme as crenças e valores desses atores que operam o mercado, seja por meio de símbolos aplicados a uma conformidade simbólica, seja por meio da interpretação da Lei e sua aplicação às práticas organizacionais. Logo, a confluência entre *Endogeneity of Law e Institutional work* está na verificação da articulação de atores sociais, sua mobilização e os recursos políticos que permitem a construção social da Lei. A partir desses pontos de conexão teórica foi possível verificar como os atores empregaram o esforço para criar, manter e/ou romper regras e Leis.

A partir desses pontos de convergência foi possível verificar e classificar os estudos sobre *Endogeneity of Law* de acordo com as principais categorias propostas na definição de *Institutional Work*: a intenção dos atores em criar, manter e romper regras e Leis. Ao empreender esforço nessa classificação, no entanto, observou-se que existem peculiaridades em torno da Lei que reconfiguram as categorias do *Institutional Work* conforme os interesses organizacionais são direcionados e desenhados dentro de contextos institucionais distintos. O que significa afirmar que a categoria “criar”, e os possíveis *Work's* atrelados a ela, nem sempre configurarão a criação de uma Lei ou regra. Pelo contrário, poderão representar os interesses das organizações em promover a manutenção de regras e Leis. Ou ainda, poderão demonstrar a mobilização de diferentes atores sociais voltados para o rompimento de uma regra ou Lei – como foi o estudo apresentado por Funk e Hirschman (2012).

As peculiaridades que regem o sistema legal podem distorcer a visão do pesquisador, quando este não está atento ao que realmente constitui o interesse organizacional. Assim, nem

sempre o conjunto de *Work's* propostos por Lawrence e Suddaby (2006) conforme as categorias do *Institutional Work* (criar, manter e romper) configurarão a real intenção dos atores sociais, sejam eles indivíduos, associações ou organizações. O presente estudo revelou que o contexto sócio, econômico e político deve ser considerado na análise e detecção dos interesses organizacionais por traz de regras e Leis.

Assim, notou-se a diferença em relação aos motivos que justificaram a promulgação da regra 10b5-1, sobre os Planos de Negociação, nos Estados Unidos e a promulgação do artigo 15-A da IN nº 358/2002, referente aos Planos de Investimento Individual no Brasil. Ainda que se trate da mesma regra, os motivos que fundamentaram a sua edição e promulgação foram completamente distintos considerando o contexto Institucional. A promulgação da regra 10b5-1 nos EUA foi justificada pela harmonização entre as decisões da SEC e os tribunais Norte-Americanos em relação a aplicação da regra: uso *vs.* posse. Por consequência a criação da regra resultou na possibilidade de defesas afirmativas ou *safe harbor*. Em contrapartida, no Brasil a regra foi adotada buscando a harmonização do quadro regulatório brasileiro em relação aos padrões regulatórios internacionais, considerando as recomendações da IOSCO. Ou seja, os motivos que geraram a adoção das regras nos EUA e no Brasil são distintos considerando a busca pela harmonização política: entre tribunais e reguladora (SEC-EUA); ou, entre o papel político da reguladora em âmbito internacional (CVM), e a consequente adoção das recomendações da IOSCO.

Após a análise do conteúdo latente, foi preciso retomar o quadro histórico e político em torno da legislação e regulamentação do ilícito de *Insider Trading*. Sua definição pressupõe alguns elementos como: a informação deve ser relevante e sigilosa, capaz de alterar a cotação das ações; o agente ter acesso à informação; e, o agente deve ter a intenção de utilizar a informação para obter vantagem. E é justamente na caracterização da informação como relevante e sigilosa que se abre uma lacuna na regra que prevê a possibilidade de negociações por *Insider's*, em períodos de vedação, tendo em vista que o sigilo da informação (não pública) pode ampliar as possibilidades de negociações com base em *Insider Trading Estratégico* (ANDERSON, 2015). Ou seja, os Planos de Negociação permitem que os *Insider's* manipulem o tempo de divulgação da informação, para auferir lucro com base no momento da execução desses planos previamente contratados. A possibilidade de rescisão dos planos também pode ser considerada uma ferramenta de manipulação para que os *Insider's* alterem os resultados econômicos dos planos previamente estabelecidos.

Assim, existem 2 (dois) pontos chave que permitem a discricionariedade dos *Insider's* agirem amparados pela regulamentação, sem, no entanto, alterar a regra formal: 1) O tempo de divulgação; e 2) A rescisão dos Planos de Negociação. Diante da lacuna identificada na regra, verifica-se que no Brasil essa regra foi definida no artigo 15, e 15-A da Instrução Normativa CVM nº 358, e recentemente alterada pela AP 11/2013, reproduzindo a previsão legal Norte Americana da regra 10b5-1. Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012), em estudo anterior, já haviam verificado que as regras e os requisitos sobre os “Planos de Negociação” foram influenciados pelas organizações que pretendiam expandir as circunstâncias em que os *Insiders* pudessem negociar legalmente com base em informações privilegiadas, bem como se defender diante da possibilidade de serem acusados pela prática do ilícito (*safe harbor*). Ou seja, esses autores analisaram as manifestações apresentadas em 2000 perante a SEC, e concluíram que ocorreu o processo de *Endogeneity of Law* no caso da regra 10b5-1. Seguindo o mesmo propósito da pesquisa de Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012), o presente estudo buscou verificar como os atores sociais se manifestaram perante os editais de AP's 08/2006 e 11/2013, com o objetivo de analisar aqueles que foram contra e/ou a favor da regra, e como a CVM respondeu a essas manifestações.

O conteúdo manifesto foi verificado a partir da retórica (ALON; DWYER, 2016) utilizada pelos manifestantes para compelir a CVM a responder e acolher suas sugestões. No entanto, verificou-se outras movimentações de algumas organizações antes da realização dessas Audiências Públicas, que ampliaram o escopo do presente estudo para a análise de 3 (três) etapas distintas: 1) Consultas das organizações à CVM – em 2006 o Bradesco consultou a CVM sobre a possibilidade de executar um Plano de Negociação de Reinvestimento Automático. O resultado dessa consulta gerou a decisão do Diretor relator de pedir a mudança das regras sobre os “Planos de investimento”; 2) Audiência Pública – acabou sendo lançada para discutir temas regulatórios que foram anteriormente questionados pelas organizações; 3) Aplicação prática: como a CVM vem aplicando a regra e os requisitos que compõem os Planos de Negociação. Por isso, observou-se que os motivos que fundamentaram a adoção da Regra 10b5-1 nos Estados Unidos (modelo estrangeiro adotado pelo Brasil), são completamente diferentes das razões que levaram a CVM a discutir e propor a regra no Brasil. Assim, o presente estudo ampliou o campo estratégico de atuação das organizações para a discussão internacional sobre os “Planos de Negociação”, alcançando o ganho ou a perda reputacional da CVM, diante das regras transnacionais.

Os pressupostos que conduziram a pesquisa foram: a hegemonia de países *commun law* em relação à países emergentes, e a imposição de seus padrões regulatórios (EDELMAN, 2004; HALLIDAY; CARRUTHERS, 2007) ainda que apresentando falhas, como no caso da regra 10b5-1 da SEC; e a forma como os atores sociais se articularam, tanto em nível macro (o papel político desempenhado pela CVM frente à IOSCO) quanto em nível meso (a relação entre a CVM e seus regulados) para alterar e moldar a regra do artigo 15-A, conforme seus interesses. Assim, as manifestações apresentadas perante as AP's foram divididas, de acordo com as semelhanças dos argumentos em 2 (dois) grandes grupos de credenciados: Bancos e Escritórios de Advocacia. Assim, verificou-se uma mobilização de aliados distintos que alinharam a base de argumentação, o que resultou na resposta necessária da CVM aos seus argumentos, contra ou favor, de cada requisito proposto pela reguladora.

Os bancos e suas associações, são: ABRASCA, ANBIMA, BANCO DO BRASIL, BM&FBOVESPA, IBRI, ITAÚ, ABBI e FEBRABAN. Inclusive essa foi uma diferença encontrada com relação ao estudo realizado por Bozanic, Dirsmith e Huddart (2012) os quais detectaram manifestações de participantes “não credenciados” do Mercado de Capitais norte americano. Ou seja, as manifestações apresentadas nas AP's no Brasil não tem participantes “não credenciados”, corroborando a ideia de uma “elite profissional” no Mercado de Capitais brasileiro. A semelhança entre as manifestações desse primeiro grupo correspondeu a uma das expectativas do estudo de que elas poderiam ter uma mesma base jurídica, ou seja, advogados similares que apresentariam respostas semelhantes à AP 08/2006 – configurando um primeiro padrão de análise. A segunda expectativa é de que essas organizações e associações poderiam se reunir antes de apresentarem suas manifestações, com objetivo de alinhar seus interesses. No entanto, essa foi uma limitação da pesquisa, tendo em vista que não foi possível verificar as relações interorganizacionais, e a base de dados se fundamentar em um estudo documental. Aliás como propostas para pesquisas futuras seria a verificação de possíveis relações interorganizacionais, que antecedem as AP's, o que poderiam contribuir para a análise de relações profissionais.

A primeira expectativa de que as organizações apresentavam uma mesma base jurídica, verificada no padrão das semelhanças das manifestações, foi sanada por meio da observação de que as Associações de investidores (ABRASCA, ANBIMA e FEBRABAN) possui na sua lista de associados: BANCO DO BRASIL e ITAÚ. A BMF&BOVESPA (B3) se encontra como associada à ABRASCA e a FEBRABAN. Os escritórios de advocacia que se manifestaram perante o Edital de AP 11/2013 também estão listados como associados e

representantes dos interesses das Associações de investidores. São eles: Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr Quiroga Advogados, Veirano Advogados, Velloza Advogados Associados. Esses escritórios estão listados como associados à ABRASCA e a ABBI. Inclusive esses escritórios aparecem na nota de rodapé da manifestação apresentada pela ABBI, como uma forma de agradecimento pelos prestação de assessoria jurídica.

O segundo grupo identificado foram os escritórios de advocacia que apresentaram manifestações autônomas (individuais). Nesse caso alguns escritórios se repetem em outras manifestações como foi o caso de Nelson Eizirik. Assim, como afirmado anteriormente o pressuposto de que existe uma mesma base jurídica que conecta esses atores sociais, fortalece o entendimento de que não existe coincidência nas semelhanças ou identidade dos argumentos utilizados nas manifestações, mas sim a conexão de uma mesma base argumentativa que gerou uma rede atores que alinham seus interesses antes de se manifestarem. Por isso, Suddaby e Greenwood (2005) chamam essa configuração de “estratégias retóricas” em que se busca o alinhamento dos argumentos que compõem as manifestações.

Diante desses resultados foi possível verificar a presença de alguns *Work's* definidos por Lawrence e Suddaby (2006), como: “*Political Work*” ligação de regras, dentro do pilar regulativo – ainda que nesse caso não seja a criação, mas a alterações à regra buscando manter a prática tradicional, ou seja, o manter *status quo*; *Advocacy Work* voltado ao poder de persuasão e ao alinhamento de interesses entre os atores sociais; e, por fim, o *Constructing Identities, Changing Norms e Constructing Networks* por meio dos quais os atores compartilham o atributo comum de se concentrar na estrutura normativa das instituições (*actor-field; norm-field; actor-actor*). Como resultado, verificou-se que o alinhamento da base jurídicas dos argumentos apresentados pelos manifestantes representa a força com que eles pressionam a CVM à responder suas manifestações, e direcionar o olhar da reguladora para um mesmo sentido e interesses desses atores.

Outro resultado passível de verificação neste estudo está associado aos ciclos alternados e aninhados entre: Consultas das empresas à CVM; e, a consequente, abertura de AP's para alterar as regras. Ou seja, Morgan e Quack (2007) já haviam verificado que os escritórios de advocacia atuam representando os interesses de seus clientes em âmbito internacional por meio de estratégias incidentais (resolvendo problemas práticos) e deliberadas (com a intenção de alterar a regra). Para análise das manifestações se utilizou dessa mesma compreensão, a partir da qual as empresas Bradesco, em 2006, e a Brasken, em 2011, apresentaram questionamentos à CVM, por meio de consultas, sobre os Planos de Investimento

Individual. Essas duas consultas, realizadas em períodos distintos resultaram, respectivamente, na abertura das AP's 08/2006 e 11/2013. O que gerou ciclos alternados entre consultas e a abertura de AP's, aninhados em uma sequência de eventos causais. Essa postura lembra o estudo de Funk e Hirschman (2012) quando os autores afirmam que os bancos comerciais tentaram, por anos, desestabilizar a compreensão da Lei *Glass-steagal*. Esses questionamentos das empresas direcionados à CVM podem caracterizar a desestabilização e a insegurança, supostamente gerada pela regra e sua interpretação. Como consequência a CVM acaba revendo as regras. Assim, como resultado final da regra, as organizações conseguiram afastar a aprovação do Conselho de Administração dos Planos de Investimento Individual, bem como conseguiram evitar a publicação dos beneficiários desses Planos.

Portanto, a participação política da CVM em comitês de trabalho perante a IOSCO, levaram a necessidade da harmonização da regra sobre os Planos de Investimento Individual perante as recomendações daquela instituição de Direito Transnacional. Como consequência, o Brasil acabou adotando a regra 10b5-1 da SEC (EUA), ainda que apresente falhas na sua aplicação, anteriormente, apontados por Jagolinzer (2009), Henderson (2011) e Anderson (2015). As falhas ou lacunas da regra permitem a discricionariedade do *Insider* em manipular o tempo da divulgação da informação, ou rescindir o plano antes de sua execução. A lacuna é mais difícil de solucionar, pois em momento algum o *Insider* está praticando um ato ilícito, uma vez que a IN 358/2002 prevê a possibilidade de sigilo em torno de informações relevantes. Ao fazer isso, o *Insider* não está agindo de maneira ilegal, e nem mesmo está corrompendo o seu dever legal enquanto administrador. E, por último, aos analisar as manifestações dos participantes das AP's 08/2006 e 11/2013 verificou uma “base de aliados” que buscam, previamente, alinhar seus interesses para, só então, apresentar suas manifestações. Com essa prática os atores ganham força perante a CVM, direcionando o olhar da reguladora e as suas respostas às manifestações. Milne, Kearins e Walton (2006) os quais relatam o diálogo entre Alice e Humpty Dumpty - “Quando eu uso uma palavra, disse Humpty Dumpty, num tom bastante desdenhoso “ela significa exatamente o que eu quiser que ela signifique- nem mais nem menos”. Logo, as Leis e regras, num tom desdenhoso das empresas “significa o que elas quiserem – nem mais e nem menos”.

REFERÊNCIAS

ABBI. Finalidade e objetivos. Disponível em: <http://www.abbi.com.br/objetivos.php>. Acesso em: 03/03/2019.

ABRASCA. Histórico. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br/Abrasca/Historico>. Acesso em: 21/02/2018.

ABRASCA. Missão e objetivos. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br/Abrasca/Missao-Objetivos>. Acesso em: 22/04/2019.

ALEXANDRINO, Marcelo; PAULO, Vincente. **Direito Administrativo Descomplicado**. Rio de Janeiro: GEN, 2017.

ALON, Anna; DWYER, Peggy D. SEC's acceptance of IFRS-based financial reporting: An examination based in institutional theory. **Accounting, Organizations and Society**, v. 48, p. 1-16, 2016.

ANDERSON, John P. Anticipating a Sea Change for Insider Trading Law: From Trading Plan Crisis to Rational Reform. **L. Rev.**, p. 339, 2015.

AURELIO, O mini dicionário da língua portuguesa. 4a edição revista e ampliada do mini dicionário Aurélio. 7a impressão – Rio de Janeiro, 2002.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos Tribunais**. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443. Agosto/2006.

BAMBERGER, Kenneth A.; MULLIGAN, Deirdre K. New governance, chief privacy officers, and the corporate management of information privacy in the United States: An initial inquiry. **Law & Policy**, v. 33, n. 4, p. 477-508, 2011.

BAMBERGER, Kenneth A.; MULLIGAN, Deirdre K. PRIVACY ON THE BOOKS AND ON THE GROUND. **Stanford Law Review**, v. 63, n. 2, 2011.

BATTILANA, Julie. Agency and institutions: The enabling role of individuals' social position. **Organization**, v. 13, n. 5, p. 653-676, 2006.

BATTILANA, Julie; LECA, Bernard; BOXENBAUM, Eva. 2 how actors change institutions: towards a theory of institutional entrepreneurship. **Academy of Management annals**, v. 3, n. 1, p. 65-107, 2009.

BATTILANA, Julie; D'AUNNO, Thomas. Institutional work and the paradox of embedded agency. In: LAWRENCE, Thomas B.; SUDDABY, Roy; LECA, Bernard. **Institutional Work: Actors and Agency in Institutional Studies of Organizations**. Cambridge University Press, 2009. p. 31-58.

BERGER, Peter L.; LUCKMANN, Thomas. **The social construction of reality: A treatise in the sociology of knowledge**. Penguin Uk, 1991.

BEST, R. K., EDELMAN, L. B., KRIEGER, L. H., & ELIASON, S. R. Multiple disadvantages: An empirical test of intersectionality theory in EEO litigation. **Law & Society Review**, 45(4), 991-1025, 2011.

BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's securities markets. **Revista de Direito Mercantil, Economico e Financiero**, 2001.

BM&FBOVESPA. The market develops here. Annual Report 2015. Disponível em: http://ir.bmfbovespa.com.br/enu/2737/RA2015_EN.PDF. Acesso em 21/01/2019.

BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. In: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). **Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Ed. Dialética, 1999. p. 211

BOVESPA. História da BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>. Acesso em 24/02/2019.

BOZANIC, Zahn; DIRSMITH, Mark W.; HUDDART, Steven. The social constitution of regulation: The endogenization of insider trading laws. **Accounting, Organizations and Society**, v. 37, n. 7, p. 461-481, 2012.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 2005. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm. Acesso em 03/05/2016.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2017.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em 10/11/2016.

BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2004**, trecho do voto do Diretor-Relator Gustavo Tavares Borba: Caso “Globex” e “Casas Bahia”, julgado em 19 de jun. 2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D.; SMITH, Abbie J. Insider trading restrictions and analysts' incentives to follow firms. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 1, p. 35-66, 2005.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. Vol. 3, 6 ed. Ver. E atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CLEGG, S. R.; BAILEY, J. R. **International encyclopedia of organization studies**. London: Sage, 2008.

COVALESKI, Mark A.; DIRSMITH, Mark W.; WEISS, Jane M. The social construction, challenge and transformation of a budgetary regime: The endogenization of welfare regulation by institutional entrepreneurs. **Accounting, Organizations and Society**, v. 38, n. 5, p. 333-364, 2013.

CVM. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de análise da Superintendência de Desenvolvimento do mercado (SDM) à Audiência Pública nº. 07/2008. Rio de Janeiro, 7 de dezembro de 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html. Acesso em: 06/07/2018.

CVM. Audiências Públicas. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/index.html. Acesso em: 18/02/2019.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; ROMERO Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 4, p. 55-70, 2008

DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo insider trading. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, v. 12, n. 45, p.124. jul./set.2009.

DICIONÁRIO INFORMAL. Diferença entre escravista e escravagista. Disponível em: <https://www.dicionarioinformal.com.br/diferenca-entre/escravista/escravagista/>. Acesso em: 20 de julho de 2018.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: An international comparison. **The journal of finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American sociological review**, p. 147-160, 1983.

DOBBIN, Frank; SUTTON, John R. The strength of a weak state: The rights revolution and the rise of human resources management divisions. **American journal of sociology**, v. 104, n. 2, p. 441-476, 1998.

DOBBIN, Frank. **Inventing equal opportunity**. Princeton University Press, 2009.

DORADO, Silvia. Institutional entrepreneurship, partaking, and convening. **Organization studies**, v. 26, n. 3, p. 385-414, 2005.

EDELMAN, Lauren B. Legal ambiguity and symbolic structures: Organizational mediation of civil rights law. **American journal of Sociology**, v. 97, n. 6, p. 1531-1576, 1992.

EDELMAN, Lauren B.; SUCHMAN, Mark C. The legal environments of organizations. *Annual review of sociology*, v. 23, n. 1, p. 479-515, 1997.

EDELMAN, Lauren B.; SUCHMAN, Mark C. When the "haves" hold court: Speculations on the organizational internalization of law. **Law and Society Review**, p. 941-991, 1999.

EDELMAN, Lauren B.; UGGEN, Christopher; ERLANGER, Howard S. The endogeneity of legal regulation: Grievance procedures as rational myth. **American Journal of Sociology**, v. 105, n. 2, p. 406-54, 1999.

EDELMAN, Lauren; PETTERSON, Stephen. Symbols and substance in organizational response to civil rights law. **Research in Social Stratification and Mobility**, v. 17, 1999.

EDELMAN, Lauren B.; FULLER, Sally Riggs; MARA-DRITA, Iona. Diversity rhetoric and the managerialization of law. **American Journal of Sociology**, v. 106, n. 6, p. 1589-1641, 2001.

EDELMAN, Lauren B. Rivers of Law Contested Terrain: A Law and Society Approach to Economic Rationality. **LAW & Soc'y REV.**, v. 38, p. 181, 2004.

EDELMAN, Lauren B.; STRYKER, Robin. 23 A Sociological Approach to Law and the Economy. **The handbook of economic sociology**, p. 527, 2005.

EDELMAN, Lauren B. et al. Overlapping fields and constructed legalities: The endogeneity of law. **World Scientific Book Chapters**, p. 55-90, 2007.

EDELMAN, Lauren B.; LEACHMAN, Gwendolyn; MCADAM, Doug. On law, organizations, and social movements. **Annual Review of Law and Social Science**, v. 6, p. 653-685, 2010.

EDELMAN, L. B., KRIEGER, L. H., ELIASON, S. R., ALBISTON, C. R., & MELLEMA, V. When organizations rule: Judicial deference to institutionalized employment structures. **American Journal of Sociology**, 117(3), 888-954, 2011.

EDELMAN, Lauren B.; SMYTH, Aaron C.; RAHIM, Asad. Legal Discrimination: Empirical Sociological and Critical Race Perspectives on Antidiscrimination Law. **Annual Review of Law and Social Science**, v. 12, p. 395-415, 2016.

EIZIRIK. Histórico. Disponível em: <http://eizirik.com.br/index.php/pt/escritorio/historico>. Acesso em: 25/04/2018.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ECKBO, B. Espen; SMITH, David C. The conditional performance of insider trades. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 2, p. 467-498, 1998.

EMIRBAYER, Mustafa. Manifesto for a relational sociology. **American journal of sociology**, v. 103, n. 2, p. 281-317, 1997.

EMIRBAYER, Mustafa; MISCHÉ, Ann. What is agency?. **American journal of sociology**, v. 103, n. 4, p. 962-1023, 1998.

FELDMAN, M. S.; A. J. LEVY. Effects of legal context on decision making under ambiguity. In S. B. Sitkin & R. J. Bies (Eds.), **The legalistic organization**. (pp. 109–136).

Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 1994.

FEBRABAN. **Missão, Visão e Valores.** Disponível em: <https://portal.febraban.org.br/pagina/3031/9/pt-br/institucional>. Acesso em: 02/02/2019.

FLIGSTEIN, Neil. **The transformation of corporate control.** Harvard University Press, 1993.

FLIGSTEIN, Neil; MCADAM, Doug. Toward a general theory of strategic action fields. **Sociological theory**, v. 29, n. 1, p. 1-26, 2011.

FLICK, Uwe. **Introdução à pesquisa qualitativa-3.** Artmed editora, 2008.

FRIED, Jesse M. Insider abstention. **Yale LJ**, v. 113, 2003.

FULLER, Sally Riggs; EDELMAN, Lauren B.; MATUSIK, Sharon F. Legal readings: Employee interpretation and mobilization of law. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 1, p. 200-216, 2000.

FUNK, Russell J.; HIRSCHMAN, Daniel. Rethinking Endogenous Legal Change: How Organizations Re-Shaped Glass-Steagall. **Working paper**, 2012.

FUNK, Russell J.; HIRSCHMAN, Daniel. Derivatives and deregulation: Financial innovation and the demise of Glass-Steagall. **Administrative Science Quarterly**, v. 59, n. 4, p. 669-704, 2014.

FUNK, Russell J.; HIRSCHMAN, Daniel. Beyond nonmarket strategy: Market actions as corporate political activity. **Academy of Management Review**, v. 42, n. 1, p. 32-52, 2017.

GILAD, Sharon. Beyond endogeneity: How firms and regulators co-construct the meaning of regulation. **Law & Policy**, v. 36, n. 2, p. 134-164, 2014.

GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

GORGA, Erica. Culture and corporate law reform: A case study of Brazil. **U. Pa. J. Int'l Econ. L.**, v. 27, p. 803, 2006.

GORGA, Érica. A remuneração dos executivos brasileiros. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 63, n. 3, p. 24-25, 2009.

GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). **Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos.** São Paulo: Saraiva, 2011.

GREENWOOD, R.; OLIVER, C.; SAHLIN-ANDERSSON K.; SUDDABY, R. (Eds.). **Institutional theory in organization studies.** Sage, 2008.

GRONERT, Nona Maria. Law, campus policy, social movements, and sexual violence: Where do we stand in the #MeToo movement?. **Sociology Compass**, p. e12694, 2019.

HALLIDAY, Terence C.; CARRUTHERS, Bruce G. The recursivity of law: Global norm making and national lawmaking in the globalization of corporate insolvency regimes. **American Journal of Sociology**, v. 112, n. 4, p. 1135-1202, 2007.

HARTNELL, Helen Elizabeth. Rousing the sleeping dog: the validity exception to the Convention on Contracts for the International Sale of Goods. **Yale J. Int'l L.**, v. 18, p. 1, 1993.

HAY, Colin. Ideas and the Construction of Interests. In: BÉLAND, Daniel; COX, Robert Henry (Ed.). **Ideas and politics in social science research**. Oxford University Press, 2010.

HEIMER, Carol A. Competing institutions: Law, medicine, and family in neonatal intensive care. **Law and Society Review**, p. 17-66, 1999.

HENDERSON, M. Todd. Insider trading and CEO pay. **Vand. L. Rev.**, v. 64, p. 503, 2011.

HENDERSON, M. Todd; JAGOLINZER, Alan D.; MULLER III, Karl A. Offensive disclosure: How voluntary disclosure can increase returns from insider trading. **Geo. LJ**, v. 103, p. 1275, 2014.

HIRSCH, Paul M.; LOUNSBURY, Michael. Putting the organization back into organization theory: Action, change, and the "new" institutionalism. **Journal of Management Inquiry**, v. 6, n. 1, p. 79-88, 1997.

HORWICH, Allan. The legality of opportunistically timing public company disclosures in the context of SEC rule 10b5-1. **Business Lawyer**, v. 71, n. 4, p. 1113-1150, 2016.

IBRI. Instituto Brasileiro de Relações com Investidores. **Sobre o Ibri**. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/o-ibri/sobre-o-ibri>. Acesso em: 21/03/2019.

ITAÚ. Quem somos. Disponível em: <https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/sobre-o-itaubba/quem-somos/itau-unibanco-holding>. Acesso em: 05/02/2019.

JAGOLINZER, Alan D. SEC Rule 10b5-1 and insiders' strategic trade. **Management Science**, v. 55, n. 2, p. 224-239, 2009.

KELLY, Erin L. The strange history of employer-sponsored child care: Interested actors, uncertainty, and the transformation of law in organizational fields. **American Journal of Sociology**, v. 109, n. 3, p. 606-649, 2003.

KRIEGER, Linda Hamilton; BEST, Rachel Kahn; EDELMAN, Lauren B. When "best practices" win, employees lose: symbolic compliance and judicial inference in federal equal employment opportunity cases. **Law & Social Inquiry**, v. 40, n. 4, p. 843-879, 2015.

LAGESON, Sarah Esther. Crime data, the internet, and free speech: An evolving legal consciousness. **Law & Society Review**, v. 51, n. 1, p. 8-41, 2017.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The economic consequences of legal origins. **Journal of economic literature**, v. 46, n. 2, p. 285-332, 2008.

LAWRENCE, Thomas B.; SUDDABY, Roy; LECA, Bernard (Ed.). **Institutional work: Actors and agency in institutional studies of organizations**. Cambridge university press, 2009.

LAWRENCE, Thomas B.; SUDDABY, Roy; LECA, Bernard. Introduction: Theorizing and studying institutional work. TB Lawrence, R. suddaby & B. Leca (eds.), In: LAWRENCE, Thomas B.; SUDDABY, Roy; LECA, Bernard **Institutional Work: Actors and Agency in Institutional Studies of Organizations**, p. 1-27, 2009.

LAWRENCE, Thomas; SUDDABY, Roy; LECA, Bernard. Institutional work: Refocusing institutional studies of organization. **Journal of management inquiry**, v. 20, n. 1, p. 52-58, 2011.

LAWRENCE, Thomas B.; LECA, Bernard; ZILBER, Tammar B. Institutional work: Current research, new directions and overlooked issues. **Organization Studies**, v. 34, n. 8, p. 1023-1033, 2013.

LEACHMAN, Gwendolyn; EDELMAN, Lauren B.; MCADAM, Doug. *On Law, Organizations and Social Movements*. 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. **Revista dos Tribunais**, 1982.

LEBLEBICI, H.; SHAH, N. The birth, transformation and regeneration of business incubators as new organisational forms: Understanding the interplay between organisational history and organisational theory. **Business History**, 46(3): 353-380, 2004.

LEUZ, C. "Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why." **Accounting and Business Research** 40, 2010.

LUNE, Howard; BERG, Bruce L. **Qualitative Research Methods for the Social Sciences** (9th, Global Edition). Essex: Pearson Education Ltd, 2017.

MACLEAN, Mairi; HARVEY, Charles; CLEGG, Stewart R. Conceptualizing historical organization studies. **Academy of Management Review**, v. 41, n. 4, p. 609-632, 2016.

MCGREEVY, Maureen. *Insider Waiting: The New Loophole Under 10b5-1*. 2007.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. A Probabilidade De Negociação Com Informação Privilegiada No Mercado Acionário Brasileiro (The Probability of Informed Trading in the Brazilian Stock Market). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 249-280, 2013.

MAANEN, J. Van; PENTLAND, Brian T. Cops as Auditors: The Rhetoric of Records. S. 53–90 in: SB Sitkin/Bies RJ (Hrsg), **The Legalistic Organization**. 1994.

MEYER, John W.; ROWAN, Brian. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. **American journal of sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MEYER, John; ROWAN, B.; SCOTT, W. R. **Organizational Environments**. Beverly Hills. 1983.

MILNE, M. J.; KEARINS, K.; WALTON, S. Creating Adventures in Wonderland: The Journey Metaphor and Environmental Sustainability. In: **Organization**. Volume 13(6): 801–839 ISSN 1350–5084, 2006.

MORGAN, Glenn; QUACK, Sigrid. Law as a governing institution. In: **The Oxford handbook of comparative institutional analysis**. Oxford University Press, 2010. p. 275-308.

MULLIGAN, Emer; OATS, Lynne. Tax professionals at work in Silicon Valley. **Accounting, Organizations and Society**, v. 52, p. 63-76, 2016.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Saraiva Educação SA, 2015.

MUTH, Karl T. With avarice aforethought: insider trading and 10b5-1 plans. **UC Davis Bus. LJ**, v. 10, p. 65, 2009.

NASSER, Salem Hikmat; PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora. Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e accountability. **Revista de Direito Internacional**, v. 13, n. 1, 2016.

NENOVA, Tatiana. Control values and changes in corporate law in Brazil. **Latin American Business Review**, v. 6, n. 3, p. 1-37, 2006.

NUCCI, Guilherme de Souza. **Manual de direito penal**. Parte geral. Parte especial. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

OLIVER, Christine. The antecedents of deinstitutionalization. **Organization studies**, v. 13, n. 4, p. 563-588, 1992.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos jurídicos do insider trading. **Comissão de Valores Mobiliários**, 1978.

PEDRIANA, Nicholas; STRYKER, Robin. The strength of a weak agency: Enforcement of Title VII of the 1964 Civil Rights Act and the expansion of state capacity, 1965–1971. **American journal of sociology**, v. 110, n. 3, p. 709-760, 2004.

PÉREZTS, Mar; PICARD, Sébastien. Compliance or comfort zone? The work of embedded ethics in performing regulation. **Journal of Business Ethics**, v. 131, n. 4, p. 833-852, 2015.

PERKMANN, Markus; SPICER, André. How are management fashions institutionalized? The role of institutional work. **Human Relations**, v. 61, n. 6, p. 811-844, 2008.

PRADO, Viviane Muller. Interferência do poder judiciário na regulação do mercado de valores mobiliários: Caso da transparência da remuneração dos administradores no Brasil. **Revista da Faculdade de Direito Ufpr**, v. 61, n. 1, p. 247-272, 2016.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2016.

PRADO, Viviane Muller. ASSESSING THE EFFECTIVENESS OF THE BRAZILIAN INSIDER TRADING LAWS. Disponível em: https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/public-research-leadership/viviane_prado_assessing_the_effectiveness_of_brazilian_insider_trading_laws.pdf
Acesso em: 19/11/2018.

PREVI. Conheça a PREVI. Disponível em: <http://www.previ.com.br/a-previ/conheca-a-previ/>.
Acesso em: 21/03/2019.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider trading. **Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

POWELL, W. W.; DIMAGGIO, P. J. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: The University of Chicago, 1991, p.311-336.

QUACK, Sigrid. Legal professionals and transnational law-making: A case of distributed agency. **Organization**, v. 14, n. 5, p. 643-666, 2007.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, v. 14, n. 103, p. 405-427, 2012.

ROULSTONE, Darren T. The relation between insider-trading restrictions and executive compensation. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 3, p. 525-551, 2003.

ROWLINSON, M.; HASSARD, J.; DECKER, S. Strategies for organizational history: A dialogue between historical theory and organization theory. **Academy of Management Review**, 39(3): 250-274, 2014.

SCOTT, W. Richard. **Law and organizations**. The legalistic organization, p. 3-18, 1994.

SCOTT, W. R. **Institutions and organizations**. (2nd ed.) Thousand Oaks, Calif.: Sage Pub, 2001.

SELZNICK Philip. **TVA and the Grass Roots**. Berkeley: Univ. Calif. Press, 1949.

SELZNICK, Philip; NONET, Philippe. **Direito e sociedade: a transição ao sistema jurídico responsivo**. Tradução Vera Ribeiro. Rio de Janeiro: Revan, 2010.

SEO, Myeong-Gu; CREED, WE Douglas. Institutional contradictions, praxis, and institutional change: A dialectical perspective. **Academy of management review**, v. 27, n. 2, p. 222-247, 2002.

SHORT, Jodi L.; TOFFEL, Michael W. Making self-regulation more than merely symbolic: The critical role of the legal environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 55, n. 3, p. 361-396, 2010.

SILBEY, Susan S. Legal culture and legal consciousness. In: SMELSER, Neil J. et al. (Ed.). **International encyclopedia of the social & behavioral sciences**. Amsterdam: Elsevier, 2001.

SITKIN, Sim B.; BIES, Robert J. The legalistic organization: Definitions, dimensions, and dilemmas. **Organization Science**, v. 4, n. 3, p. 345-351, 1993.

SMETS, Michael; JARZABKOWSKI, Paula. Reconstructing institutional complexity in practice: A relational model of institutional work and complexity. **Human Relations**, v. 66, n. 10, p. 1279-1309, 2013.

SUCHMAN, M. C. Conceptualizing the legal environments of organizational activity. **Paper presented to the Stanford Conf. on Organizations**. Asilomar, CA, 1993.

SUDDABY, Roy; GREENWOOD, Royston. Rhetorical strategies of legitimacy. **Administrative science quarterly**, v. 50, n. 1, p. 35-67, 2005.

SUTTON, J. R.; DOBBIN, F.; MEYER, J. W.; SCOTT, W. R. The legalization of the workplace. *American Journal of Sociology*, 99(4), 944-971, 1994.

TALESH, Shauhin A. The privatization of public legal rights: How manufacturers construct the meaning of consumer law. **Law & Society Review**, v. 43, n. 3, p. 527-562, 2009.

TALESH, Shauhin A. Institutional and political sources of legislative change: Explaining how private organizations influence the form and content of consumer protection legislation. **Law & Social Inquiry**, v. 39, n. 4, p. 973-1005, 2014.

TALESH, Shauhin. Rule-Intermediaries in Action: How State and Business Stakeholders Influence the Meaning of Consumer Rights in Regulatory Governance Arrangements. **Law & Policy**, v. 37, n. 1-2, p. 1-31, 2015.

THELEN, Kathleen. The paradox of globalization: labor relations in Germany and beyond. **Comparative Political Studies**, v. 36, n. 8, p. 859-880, 2003.

TEUBNER, Gunther. Legal irritants: good faith in British law or how unifying law ends up in new divergencies. **The Modern Law Review**, v. 61, n. 1, p. 11-32, 1998.

THIEMANN, Matthias; LEPOUTRE, Jan. Stitched on the edge: Rule evasion, embedded regulators, and the evolution of markets. **American Journal of Sociology**, v. 122, n. 6, p. 1775-1821, 2017.

TOLBERT, Pamela S.; ZUCKER, Lynne G. **Institutional sources of change in the formal structure of organizations**: The diffusion of civil service reform, 1880-1935. 1983.

TRF2, Oitava Turma Especializada, Apelação Cível - Turma Espec. III - Administrativo e Cível nº 0002888-21.2010.4.02.5101 (2010.51.01.002888-5), Desembargador Federal GUILHERME DIEFENTHAELER, DJU 23/05/2018, Unânime.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Validade. In: ADAMEK, Marcelo. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, Malheiros Editores, São Paulo, 2011.

ULHÔA CANTO. **Quem somos**. Disponível em: <http://www.ulhoacanto.com.br/o-escritorio/>. Acesso em: 25/01/2019.

VAN MAANEN, John; PENTLAND, Brian T. Cops and auditors: The rhetoric of records. The legalistic organization, p. 53-90, 1994.

VELIOTIS, STANLEY. Rule 10b5-1 Trading Plans and Insiders: Incentive to Misrepresent, 47 **AM. BUS. L. J.** 313, 324 (2010).

VENTRESCA, Marc J.; MOHR, John W. Archival research methods. **The Blackwell companion to organizations**, p. 805-828, 2001.

WILLMOTT, Hugh. “Institutional work” for what? Problems and prospects of institutional theory. **Journal of Management Inquiry**, v. 20, n. 1, p. 67-72, 2011.

ZILBER, Tammar B. Institutional logics and institutional work: should they be agreed?. **In: Institutional logics in action, Part A**. Emerald Group Publishing Limited, 2013. p. 77-96.

ZUNDEL, Mike; HOLT, Robin; CORNELISSEN, Joep. Institutional work in The Wire: An ethological investigation of flexibility in organizational adaptation. **Journal of Management Inquiry**, v. 22, n. 1, p. 102-120, 2013.

WEBER, Max. **Economia e sociedade**. Vol. 2. Brasília: Ed. UnB , 1999.

WILGUS, H. L. Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder. **Michigan Law Review**, v. 8, n. 4, p. 267-297, 1910.