

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE DE DIREITO

INSIDER TRADING:  
O USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE  
CAPITAIS

ANDREA DE PAIVA PENNA

RIO DE JANEIRO

2008

ANDREA DE PAIVA PENNA

INSIDER TRADING: O USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO  
MERCADO DE CAPITAIS

Trabalho de conclusão de curso apresentado à  
Faculdade de Direito da Universidade Federal  
do Rio de Janeiro, como requisito parcial para  
obtenção do título de Bacharel em Direito

Orientador: Prof. Julio César Barreto

RIO DE JANEIRO

2008

ANDREA DE PAIVA PENNA

INSIDER TRADING: O USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO MERCADO  
DE CAPITAIS

Trabalho de conclusão de curso apresentado à  
Faculdade de Direito da Universidade Federal  
do Rio de Janeiro, como requisito parcial para  
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Data de aprovação: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

Banca Examinadora:

---

---

---

## RESUMO

Penna, A. P. *Insider trading: o uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. 2008. 65 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

A presente monografia tem por objetivo discorrer sobre os aspectos jurídicos relacionados ao *insider trading*, que consiste no aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a ela têm acesso, para negociar com investidores que ignoram essas mesmas informações. Inicialmente, é feito um breve histórico acerca do mercado de capitais brasileiro, bem como são apresentados alguns conceitos e instituições indispensáveis para um melhor entendimento do assunto. Ao longo do trabalho, faz-se uma análise das principais normas preventivas e repressivas que tratam do tema em questão na legislação brasileira. Por fim, demonstrada a importância de um mercado de capitais sólido para o desenvolvimento econômico do País, justifica-se a imperiosa necessidade de combate à prática do *insider trading*.

Palavras-chave: Direito Empresarial. Sociedades Anônimas. Mercado de Capitais. Insider trading. Full disclosure.

## ABSTRACT

Penna, A. P. *Insider trading: o uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. 2008. 65 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

This work of monograph makes a documental review about the insider trading, which is the trading of a corporation's stock or other securities by individuals with potential access to non-public information about the company, called corporate insiders. The objective of this study is to present and discuss legal aspects of insider trading in Brazil. Initially, it made a brief history about the Brazilian capital market, and is given some concepts and institutions essential to a better understanding of the subject. Throughout the work, there is an analysis of preventive and repressive rules in Brazilian legislation. Finally, demonstrated the importance of the capital market to the economic development of the country, why is the urgent need to combat the practice of insider trading.

Key words: Anonymous Society. Securities market. Insider trading. Full disclosure.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>1. MERCADO DE CAPITAIS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL.....</b>	<b>8</b>
1.1. HISTÓRICO .....	9
1.2. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	12
1.2.1. <i>Comissão de Valores Mobiliários</i> .....	13
1.3. A LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O MERCADO DE CAPITAIS .....	17
1.4. NOVO MERCADO .....	19
1.5. GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	20
<b>2. FULL DISCLOSURE.....</b>	<b>22</b>
2.1. ATO E FATO RELEVANTE.....	24
2.2. DEVERES DO ADMINISTRADOR DE SOCIEDADE ANÔNIMA.....	24
2.2.1. <i>Dever de diligência</i> .....	27
2.2.2. <i>Dever de lealdade</i> .....	28
2.2.3. <i>Dever de sigilo</i> .....	30
2.2.4. <i>Dever de informação</i> .....	33
<b>3. INSIDER TRADING.....</b>	<b>37</b>
3.1. INSIDER .....	38
3.2. RESPONSABILIDADE E CULPA.....	40
3.3. TEORIAS A FAVOR DO INSIDER TRADING.....	42
<b>4. INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO.....</b>	<b>44</b>
4.1. EVOLUÇÃO LEGISLATIVA .....	44
4.2. LEI Nº. 6.404/76 .....	46
4.3. LEI Nº. 6.385/76 .....	49
4.4. INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002 .....	50
4.5. INSTRUÇÃO CVM Nº. 369/2002 .....	51
<b>5. DIREITO COMPARADO .....</b>	<b>52</b>
5.1. ESTADOS UNIDOS .....	52
5.2. FRANÇA .....	54
5.3. INGLATERRA.....	55
5.4. PORTUGAL.....	55
5.5. ALEMANHA .....	56
<b>6. JURISPRUDÊNCIA.....</b>	<b>57</b>
<b>7. CONCLUSÃO.....</b>	<b>59</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>61</b>

## INTRODUÇÃO

Há uma revolução global em curso. O avanço da computação, das comunicações e o aperfeiçoamento dos mercados tornaram possível agregar mais pessoas ao mercado financeiro, demandando soluções cada vez mais sofisticadas. No entanto, os riscos continuam a existir.

O mercado de capitais brasileiro discute o acerto de uma política criminal para sancionar as infrações cometidas em seu ambiente. Em destaque, o problema do uso indevido de informação privilegiada. O combate a este tipo de atividade evoluiu de forma bastante significativa, principalmente com o advento da Lei nº. 10.303 de 2001, que alterou a Lei de Valores Mobiliários e a Lei das Sociedades Anônimas. Entretanto, além do debate pela efetivação da criminalização de condutas, é preciso ainda definir qual o grau acertado para a mesma.

Os investidores buscam sempre, nas operações que realizam, um máximo de lucros e um mínimo de riscos. Trata-se de uma especulação lícita, ou sadia, que consiste na essência do comércio e na condição vital das relações econômicas. Esse talento especulativo, essa capacidade de prever os resultados das operações, desejáveis para o êxito em qualquer atividade econômica, sobretudo no mercado financeiro, não pode ser confundido com o espírito de ganância anti-social dos que agem deslealmente, quando realizam seus negócios.

O uso de informação privilegiada no mercado financeiro é um problema temido pelas empresas que têm suas ações negociadas na bolsa de valores. Deixa nas companhias, na maioria dos casos, feridas financeiras e morais: são crimes que envolvem pessoas que gozam de muita confiança dentro das organizações e, por isso, são difíceis de detectar e combater.

O *insider trading* - expressão originária do direito norte-americano – consiste no aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a ela têm acesso, para negociar com investidores que ignoram essas mesmas informações.

O uso de informação privilegiada para negociação de títulos e valores mobiliários vem sendo assunto de grande discussão no meio acadêmico e empresarial, principalmente em decorrência de fraudes e escândalos que questionam os modelos de governança corporativa.

No Brasil, com a publicação da Lei nº. 10.303/01, que alterou e acrescentou dispositivos nas Leis nº. 6.404/76 e nº. 6.385/76, o uso indevido de informações privilegiadas passou a ser tipificado como crime, reacendendo no mercado de capitais brasileiro a discussão sobre como caracterizar situações *de insider trading*.

A prevenção e a repressão ao *insider trading* vêm sendo objeto de crescente atenção e monitoramento entre as companhias abertas brasileiras. O tema tem despertado o interesse da Comissão de Valores Mobiliários, do Ministério Público e do Poder Judiciário, assim como dos analistas, investidores, da mídia especializada e também do público em geral. Essa maior atenção é fruto do recente revigoração do mercado de capitais brasileiro e do conseqüente incremento do volume de negociação de ações. Com o desenvolvimento do mercado brasileiro, a preocupação, as investigações e a discussão sobre o uso dessas informações também cresce.

Previsto no artigo 27-D da Lei nº. 6.385/76, o *insider trading* ficou assim tipificado: "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 outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: 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."

Neste cenário, o presente trabalho se propõe a discorrer sobre a prática do *insider trading* e demonstrar a necessidade de se consolidar uma prática repressiva a essa atividade, em razão da importância do mercado financeiro para o desenvolvimento econômico do país.

## 1. MERCADO DE CAPITAIS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL

Segundo conceituação proposta por Nelson Eizirik, “há definições amplas e estreitas do que seja o mercado de capitais: no primeiro caso, ele é identificado com o mercado financeiro; e, no segundo, é visto como um subsistema do mercado financeiro, referindo-se àquilo que, no Brasil, vem sendo chamado, em termos legais, de mercado de valores mobiliários, compreendendo as transações com ações e debêntures.”<sup>1</sup> É neste segundo sentido que entenderemos o mercado de capitais.

A Constituição Federal estabelece um regime de Estado de Direito Social, caracterizado pela atuação do Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica; institui, ainda, o princípio de garantia do desenvolvimento nacional, condicionado ao desenvolvimento econômico. Sob essa ótica, pode-se afirmar que um mercado robusto e desenvolvido há de propiciar o almejado desenvolvimento econômico e social.

Desta forma, não se pode negar a necessidade de repressão e punição ao *insider trading*, pois este desestabiliza o mercado e compromete a eficiência do mesmo ao infringir o dever de informar. A falta de confiança é um entrave efetivo ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. A repressão ao *insider trading* garante um mínimo de confiabilidade ao mercado acionário e possibilita o seu desenvolvimento, atraindo investidores que dele se afastariam, caso soubessem dos riscos de serem prejudicados pelas práticas, se deixadas impunes, dos poucos e privilegiados detentores de informações confidenciais das empresas.

A globalização exige novas formas de gestão empresarial, observando princípios de transparência, equidade e responsabilidade corporativa. A competição, hoje, se faz em nível global e, em razão da concorrência cada vez mais forte, as companhias abertas buscam um diferencial para atrair os investidores. Neste caso, o diferencial é a informação, plena, transparente e essencial para existir confiabilidade.

Daí a necessidade de um mercado de capitais mais transparente e desenvolvido, com o objetivo de financiar a atividade empreendedora, evitando as tradicionais fontes de crédito, muitas vezes, escassas e onerosas. O Estado passa a ter um papel fundamental, não no sentido de controlar a atividade econômica, mas no sentido de aportar condições para que a auto-organização livre dos empreendedores e investidores possa ser efetivada, uma vez que essa troca é que promove o desenvolvimento econômico e social da nação. Ademais, trata-se de

---

<sup>1</sup> EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, 1977, pp. 27-28.

imposição constitucional promover o desenvolvimento equilibrado do País, servir aos interesses da coletividade, garantir o desenvolvimento nacional e reduzir as desigualdades sociais e regionais.<sup>2</sup>

Nos últimos anos, a mera aplicação de sanções administrativas não foi capaz de inibir as condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais no Brasil, motivo pelo qual há que se defender a utilização de punições mais severas. Corroborando esse entendimento, José Marcelo Martins Proença defende uma aplicação rígida das regras de combate ao *insider trading*:

O esforço voltado à prevenção e à repressão do *insider trading*, acreditamos, concretiza-se em fator crucial para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais e redução do custo do capital das empresas, com evidentes benefícios para a economia e para a sociedade.<sup>3</sup>

## 1.1. Histórico

Para melhor compreensão acerca da relevância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico-social do país e, conseqüentemente, a necessidade de sua regulação e da repressão ao *insider trading*, é importante que façamos uma breve introdução histórica.

O mercado de capitais brasileiro teve seu surgimento de forma expressiva e regulamentada em meados da década de 60, com a publicação das Leis nº. 4.595/64 e nº. 4.728/65, que estruturaram o Sistema Financeiro Nacional, bem como o próprio mercado de capitais.

A Lei nº. 4.595, de 31 de Dezembro de 1964, foi responsável pela Reforma Bancária, que estruturou o Sistema Financeiro Nacional, o Banco Central (BACEN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e trouxe o conceito de Instituição Financeira. O Banco Central assumiu o papel de autoridade monetária, que até então era desempenhado pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pelo Tesouro Nacional e pelo Banco do Brasil.

---

<sup>2</sup> BRASIL. Constituição (1988). artigos. 3º, II e III, e 192.

<sup>3</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pg. 334.

A Lei nº. 4.728, de 14 de Julho de 1965, foi a primeira referente ao mercado de capitais e demonstrou as intenções do governo da época em criar um mercado forte e eficiente, para valer-se dele em sua política de controle da inflação e desenvolvimento econômico.

Ambas as leis coincidiram com a programação dos governos da Revolução de 31 de Março de 1964. Nesta época, o Brasil ocupava a posição de 50ª nação em relação à Produto Nacional Bruto (PNB), com uma inflação beirando os 100%, sendo ainda considerado um país subdesenvolvido, com inexpressiva poupança financeira e sem nenhuma forma de proteção contra a depreciação da moeda. Não havia poupança de médio e longo prazo, e as operações financeiras se limitavam a operações de curto prazo.

O governo Castelo Branco aplicou reformas econômicas de grande importância para reverter a situação em que se encontrava o país naquela época. Através de uma política fiscal e monetária que restabelecia a confiança interna e externa no país, buscou frenar o processo inflacionário e anular o déficit público, criando condições propícias para o crescimento da poupança interna.

A partir da legislação surgida em meados da década de 60, o apoio do governo ao mercado de capitais ficou irrestrito, permitindo que este estipulasse sua própria auto-regulação. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) surgiu apenas em 1976, com a Lei nº. 6.385/76.

No começo da década de 70 a intenção foi expandir o sistema financeiro brasileiro, e isto foi possível através de algumas medidas, como a colocação de bancos comerciais em grandes centros financeiros ao redor do mundo, nas principais cidades do exterior. Esta medida possibilitou que obtivéssemos um intercâmbio de “know-how” mais facilitado, bem como a liquidez internacional a partir de 1972, permitindo que a poupança externa fluísse para a nossa poupança interna, proporcionando assim condições para o desenvolvimento econômico. O “Milagre Econômico” nesta época fez com que o IBOVESPA saltasse de meros 5.000 pontos (no final de 1970) para 16.000 pontos em janeiro de 1972, mantendo-se esta incrível alta por pouco mais de um ano, quando o IBOVESPA voltou a registrar níveis mais baixos, por volta de 6.000 pontos, e decaindo consideravelmente até 1984.

Até o final da década de 70 prevaleceu o programa de incentivo à poupança interna, com condições para que fluísse a poupança externa para interna, e não havendo excessiva regulamentação do governo, permitindo que prevalecessem os princípios da livre empresa e economia de mercado.

A partir desta época, durante o começo da década de 80, a política do governo Castelo Branco, em acabar com a inflação e o déficit público, cessou, e deu-se início a um processo de tributação sobre as aplicações financeiras. A dívida externa atingiu sua crise em 1982 com a moratória declarada ao México, e a inflação subiu de forma acelerada, quando no final de 1985 atingiu o nível de 15% ao mês, obrigando a adoção de um novo programa monetário, o Plano Cruzado (lançado pelo ministro Dílson Funaro), sendo possível inicialmente o controle da inflação e do crescimento econômico. Exatamente neste período que o IBOVESPA atingiu uma grande alta, indo de 10.000 para 30.000 pontos entre 1986 e 1987.

Porém, este se mostrou um programa ineficiente, assim como ocorreu com o Plano Bresser e Plano Verão, que também não conseguiram controlar a inflação, que já conseguia bater taxas recordes de 87% ao mês. O IBOVESPA, nesta época, se mantinha nas marcas de 4.000 a 7.000 pontos, com um leve pico para 16.000, quando ocorreu o re-escalonamento da dívida externa e a expectativa de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Mesmo assim, estes planos geravam grandes desajustes entre as cadernetas de poupança, com perdas que chegaram a 20,37%.

No começo da década de 90, o governo Collor mostrou instabilidade e a tentativa de controlar a inflação surgiu através da medida de confisco da poupança dos brasileiros. Foi apenas com o Plano Real (lançado pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso), em meados de 90, que a inflação teve o seu controle, com um câmbio fixo baseado num conjunto de moedas liderado pelo dólar americano.

Com isto, a partir deste período tornou-se possível o desenvolvimento mais acentuado do mercado de capitais, tendo em vista que com uma estabilidade cambial e dos preços era possível calcular-se com maior precisão os investimentos. Assim, o volume de aplicações cresceu neste período, tendo sofrido significativas quedas apenas durante certos períodos nos anos que se passaram até agora, como a Crise do México (1995), Argentina (1995, reflexo da Crise do México), quebra do Banco Barings (1995), Crise Asiática (1997), Russa (1998), e desvalorização do Real (1999). Porém, se por um lado, a economia crescia com o Plano Real, tendo um aumento real do ganho das famílias, isto levou a um consumo maior, o que fez diminuir a poupança interna.

Desta forma, o mercado de capitais foi afetado, pois, além do negativo aumento da carga tributária após o Plano Real, passamos a depender mais da poupança externa como forma de financiamento dos investimentos. Com isso, as crises que se seguiram no final da década de 90, como a crise do México (1995), Ásia (1997), e Rússia (1998), foram responsáveis pela crise brasileira em 1999. O câmbio obrigatoriamente passou de fixo para

flutuante, com taxas de juros mais baixas, sendo esta a solução adotada para uma melhora do mercado de capitais.

Por último, no final de 2002, o câmbio apresentou um enorme crescimento, com quedas do IBOVESPA, devido à preocupação dos investidores com a política que seria adotada pelo governo de Luiz Inácio Lula da Silva. Quando este demonstrou que exerceria uma política estável e conservadora, houve uma retomada do mercado de capitais, acompanhado de um crescimento mundial, que gerou os maiores índices de crescimento para a Bolsa de Valores entre 2003 e 2008.

## 1.2. A regulação do mercado de capitais

A regulação do mercado de capitais abrange a legitimidade de intervenção do Estado para a tutela do interesse público envolvido e a teoria da regulação da atividade econômica. A solidez e o crescimento do mercado de capitais se traduzem em interesses públicos e reivindicam a tutela do Estado, pois deles dependem o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento social, conforme exposto anteriormente.

De acordo com Nelson Eizirik, a regulação do mercado de capitais, como de qualquer mercado, consiste na atividade do Estado de editar normas de conduta para seus participantes e fiscalizar seu cumprimento.<sup>4</sup>

É nesse sentido também o que assevera Rachel Sztajn:

Dado que as normas induzem ou inibem comportamentos, é louvável o cuidado visando aumentar a segurança de investidores em valores mobiliários. Afinal, a confiabilidade em institutos ou instituições serve ao desenvolvimento socioeconômico. O mercado é uma dessas instituições sociais que precisa de disciplina jurídica para atender mais do que a função econômica, a social, ampliando o acesso de todos aos bens e, com isso, aumentar o bem estar da sociedade.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup>EIZIRIK, Nelson. Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários In *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Forense, 1ª ed., 1987, p. 124.

<sup>5</sup>SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 126, p. 29, abr/jun 2002.

A partir do momento em que o Estado decide regular o mercado, ele está, na verdade, tomando, de imediato, duas decisões básicas: não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua sobrevivência de interesse público; e estabelecer, por outro lado, limitações aos participantes no mercado, reconhecendo a existência de imperfeições e dispondo-se a eliminá-las ou pelo menos reduzi-las.

Ressalta-se que a Lei nº. 6.385/76 foi estruturada a partir de uma clara e precisa linha de orientação regulatória, passando o princípio do *disclosure* a ocupar lugar de destaque em nossa legislação. A partir desse momento, a atuação da CVM é direcionada, em grande medida, para a regulamentação desse princípio. O modelo regulatório do mercado se inscreve no âmago dessa orientação, enquanto estimula a participação do investidor particular na regulação do setor privado da economia nacional.

### 1.2.1. Comissão de Valores Mobiliários

No que se refere às sociedades anônimas de capital aberto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão que disciplina, fiscaliza e desenvolve o mercado de valores mobiliários nacional. Com as reformas na Lei 6.404/76 e na Lei nº. 6.385/76, a CVM assumiu o papel de agência reguladora, transformando-se em autarquia desvinculada do Ministério da Fazenda e com autonomia financeira.

Embora criada somente em 1976, no Brasil, suas origens remontam à década de 30, quando se buscava uma forma de evitar desastres como o ocorrido no *crash* da Bolsa de Nova Iorque, em 1929, em função da ausência de normas de ordem pública que regulassem a circulação dos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas.

A idéia de institucionalizar um mercado, por meio da intervenção direta do Estado na proteção do investidor, nasceu nos Estados Unidos, em 1933, com o *Securities Act* regulando a circulação dos valores mobiliários. Posteriormente, em 1934, como decorrência dessa regulação, foi promulgado o *Securities and Exchange Act*, que deu origem a *Securities and Exchange Commission* (SEC).

A CVM foi criada adotando sistema semelhante, assim como o fizera a França (*Commission des Opérations de Bourse – COB*), a Itália (*Commissione Nazionale per Società i*

*Borsa - CONSOB*), Argentina (*Comisión Nacional de Valores - CNV*) e México (*Comisión Nacional de Títulos y Bolsa - CNTB*).

A CVM desempenha papel fundamental na proteção dos interesses dos acionistas minoritários, evitando abusos dos controladores e a ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários.

Da mesma forma que o sistema jurídico pátrio consagra a existência de órgãos reguladores da concorrência, das instituições financeiras, da propriedade industrial, das telecomunicações, energia elétrica, petróleo, dentre outros, o mercado de capitais tem a sua autarquia reguladora visando à proteção dos acionistas e demais participantes deste mercado.

No âmbito administrativo, a CVM apóia-se em cinco preceitos basilares para combater o uso da informação privilegiada: ênfase do dever de informar modificações relevantes da vida societária; proibição do uso de informação privilegiada; divulgação completa de notícias referentes a atos ou fatos de interesse do mercado; vedação da prática de certas operações de mercado; apresentação periódica de relatórios.

Conforme a Lei nº. 6.385/76, a CVM exercerá suas funções, a fim de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares, atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido; assegurar ainda a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; e, promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ação do capital social das companhias abertas.

Instrumentando-a para a repressão ao *insider trading*, a Lei nº. 6.385/76 atribui à CVM, em seu artigo 9º, V, competência para instaurar inquérito administrativo, destinado a apurar fatos ilegais e condutas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

Na maioria das vezes, os acionistas minoritários encontram dificuldades para fiscalizar as companhias nas quais fizeram seus investimentos em ações, debêntures ou outros valores.

Sendo assim, faz-se necessária a atuação eficaz da CVM no sentido de fiscalizar e disciplinar o mercado de capitais.

A Lei nº. 10.303/01 operou, além da reforma na Lei das Sociedades Anônimas, também uma reforma na Lei da CVM. Com a entrada em vigor da reforma societária, a CVM passa a dispor de poderes para disciplinar a negociação e intermediação no mercado de derivativos, bem como a organização e o funcionamento das Bolsas de Mercadorias e Futuros.

As inovações introduzidas na Lei da CVM modernizam a autarquia, adaptando-a a nova realidade do mercado de valores mobiliários e da própria Administração Pública Federal, colocando a CVM no mesmo patamar das agências reguladoras recentemente instituídas. A Lei nº. 10.303/01 dotou a CVM de autoridade administrativa independente, com autonomia financeira e orçamentária.

Outra alteração introduzida pela reforma diz respeito à transferência de diversas atribuições, antes conferidas ao Conselho Monetário Nacional, para a CVM, que teve um sensível aumento de seu poder normativo. Competências como a de editar normas relativas à constituição e ao funcionamento das bolsas de valores passaram a compor as atribuições da CVM, uma vez que somente esta entidade tem o domínio técnico e o conhecimento das peculiaridades do mercado. De igual forma, a CVM passa a ter competência para editar o regulamento que disciplina seu processo administrativo sancionador.

Em suma, segundo a redação do novo texto legal, as atribuições da CVM alcançam agora as atividades da bolsa de mercadorias, ampliando-se o conceito de valores mobiliários, para um leque significativamente mais abrangente e obrigando-se aos emissores de tais valores à sua constituição sob a forma de sociedade anônima. Esta expansão da competência da CVM para regular o mercado de futuros e derivativos, que até então vinha sendo desenvolvida sem a devida supervisão estatal, representa um dos grandes desafios que se apresentam a esta entidade, haja vista a dimensão deste mercado, sua complexidade e importância para o país.

A CVM sempre adotou medidas educativas, buscando a prevenção no combate ao uso indevido de informação privilegiada. Uma dessas medidas é a proibição do uso da informação privilegiada, por representar iniquidade no mercado, vedado expressamente pela Instrução CVM nº. 8. A fim de que essas informações não sejam retidas pela companhia, a CVM vem adotando outra medida, que é a determinação de que seja divulgada toda a informação referente a atos ou fatos relevantes, como demonstram os artigos 2º e 4º da Instrução CVM nº.

31:

Art. 2º - Cumpre aos administradores da companhia aberta comunicar, imediatamente, à CVM e à Bolsa de Valores em que seus valores mobiliários sejam mais negociados, bem como divulgar pela imprensa, ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia.

Art. 4º - Os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único - Caso a companhia resolva manter sigilo acerca de ato ou fato relevante, os administradores ficam obrigados a divulgá-lo imediatamente, se a informação escapar ao seu controle ou a cotação das ações da companhia apresentar oscilações atípicas.

Essa obrigação de divulgar é extremamente importante para que todos possam ter acesso à informação ao mesmo tempo, não só em relação aos potenciais investidores, como também quanto a acionistas controladores e minoritários.

Outras duas medidas aplicadas pela CVM são a apresentação periódica de relatórios – que explicita a posição acionária das pessoas diretamente ligadas à companhia, indicando quem deve ser o responsável pelo dever de informar – e a vedação à prática de determinadas operações de mercado – com o intuito de que pessoas que detêm uma relação mais estreita com a companhia, como diretores, administradores, conselheiros, operem no mercado com valores mobiliários de sua emissão, com uma superioridade em relação aos demais operadores do mercado.

Com efeito, a CVM vem demonstrando ao mercado o repúdio às operações de *insiders* que acarretam prejuízos aos demais participantes do mercado, como se pode perceber pela declaração de Marcelo Fernandez Trindade no julgamento do processo administrativo sancionador nº. 18/01, da CVM:

*O insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Processo administrativo CVM nº18/01, que apurou o uso de informação privilegiada relevante relacionado ao fato relevante divulgado pela empresa de energia elétrica COPEL, em 2001.

### 1.3. A Lei das Sociedades Anônimas e o Mercado de Capitais

Para Calixto Salomão Filho, o desenvolvimento do mercado de capitais passa, necessariamente, pela mudança nas regras societárias, citando como exemplo, as duas tentativas recentes neste sentido: a mudança da Lei nº. 6.404/76 e a criação do Novo Mercado, da qual trataremos mais adiante. Para este autor, a raiz do problema está na inadequação das regras societárias brasileiras à realidade econômica dos países latino-americanos em geral. A uma realidade empresarial concentrada contrapõe-se um direito societário que procura se estruturar a partir de regras de informação aos acionistas, buscando-se uma solução de mercado para uma situação onde o mercado (imperfeito) não é um elemento suficiente para a organização das relações societárias.<sup>7</sup>

Para ilustrar essa inadequação da lei societária à realidade econômica, o mesmo autor cita, a título de exemplo, dois problemas estruturais básicos do sistema societário brasileiro: a polêmica do conceito de sociedade e seu elemento central de cooperação e a questão do minoritário externo.

Sobre o primeiro, afirma que até hoje o conceito de sociedade permaneceu um conceito associativo individualista, o que é particularmente grave para as sociedades no Brasil onde sociedade e sócios não são incentivados àquilo que parece ser o caráter co-natural de qualquer sociedade: a cooperação. Tanto a cooperação é necessária que um instrumento extra-societário, o acordo de acionistas, vem sendo largamente difundido para se obter um relacionamento pessoal e cooperativo entre os participantes do acordo, demonstrando a incapacidade dos tipos societários de garantir um clima cooperativo entre os sócios. Resulta clara, daí, a importância da cooperação como elemento central da organização societária.

Sobre o segundo problema estrutural básico do sistema societário brasileiro, Calixto Salomão Filho diz que a falta de aplicação do princípio cooperativo está na forma de relacionamento promovida pela lei de sociedades anônimas entre majoritário e minoritário. De acordo com esse autor, os direitos dos acionistas minoritário em nossa lei de sociedade por ações, se limitam aos direitos de informação e os direitos patrimoniais de saída (garantia aos acionistas minoritários no momento da saída, quais sejam, direito de recesso, garantia no fechamento de capital, extensão da oferta feita ao controlador na aquisição do controle). E tem sido exatamente sobre essas duas “bases” que têm se desenvolvidas todas as reformas da Lei nº. 6.404/76.

---

<sup>7</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2001. p. 53.

Assim, para o referido autor, a consequência dessa tendência é tornar o incentivo ao minoritário em um incentivo meramente de liquidez no momento em que este quiser se desfazer do investimento, não havendo solidez do investimento durante sua permanência. Assim, é que o autor conclui que essas características societárias têm feito nosso mercado de capitais viver de investimentos especulativos, exatamente o contrário dos países que conseguiram organizar seu mercado de capitais e que, por isso, iniciativas extralegais têm sido feitas para reavivar o mercado, tais como a criação do Novo Mercado.

Como pudemos ver brevemente, essas considerações são de grande valia para se pensar no papel da legislação no desenvolvimento do mercado de capitais. Uma reforma da lei das sociedades anônimas e uma reflexão sobre a estrutura da empresa nacional pode desempenhar importante papel na atração de um maior número de investidores ao mercado acionário, contribuindo, portanto, para uma maior eficácia do sistema de regulação do mercado de capitais.

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) implantou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que são segmentos especiais desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Como a Bovespa não tem competência para regulamentar as sociedades anônimas, tais práticas foram previstas em regulamentos, às quais as companhias aderem voluntariamente por meio de contrato. Os novos segmentos repousam sob a base da informação completa e visam a destacar no mercado as companhias comprometidas com maior divulgação de informações e outras práticas de governança corporativa.

A adesão a qualquer um desses segmentos é facultativa a qualquer empresa que desejar ir além dos dispositivos presentes na Lei das Sociedades Anônimas brasileira. Uma das intenções da Bovespa, com a criação desses segmentos, é a de tentar oferecer um ambiente que proporcione uma maior segurança aos investidores e uma melhor valorização das companhias listadas nos mesmos. A idéia é a de que a qualidade e a quantidade das informações prestadas reduzem a incerteza e os riscos, diminuindo o custo de captação de recursos. Isso incentivaria novas aberturas de capital e emissões, tornando o mercado de capitais brasileiro uma alternativa viável de financiamento para as empresas.

#### 1.4. Novo Mercado

Pode-se dizer que um dos maiores incentivos ao desenvolvimento do mercado de capitais é o Novo Mercado. Trata-se de um segmento especial de listagem da Bovespa, criado em dezembro de 2000, com o intuito de promover um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional e com requisitos de governança corporativa mais rígidos que os do mercado tradicional.

Alguns países da Europa criaram segmentos em suas bolsas de valores similares ao Novo Mercado brasileiro. Podem ser citados como exemplos dessa iniciativa o *Neuer Market* na Alemanha, o *Nuovo Mercato* na Itália, o *Nouveau Marche* na França e o *TechMark* na Inglaterra. Esses “Novos Mercados” foram criados com o objetivo de atrair empresas de alta tecnologia e grande potencial de crescimento.

O Novo Mercado brasileiro procura criar um meio para que as empresas proporcionem maior segurança aos investidores e, com isso, possam reduzir seus custos de captação de recursos. Dependendo do grau de compromisso assumido, as empresas são listadas em níveis diferenciados 1 e 2 ou no Novo Mercado propriamente dito. Atualmente, existem 858 empresas listadas nos segmentos especiais, sendo 36 no Nível 1; 13 no Nível 2 e 36 no Novo Mercado.

Nesse sentido, as palavras de José Marcelo Martins Proença<sup>8</sup>:

Conciliador dos interesses de empresários e investidores, o “Novo Mercado” parece fadado ao êxito. Realmente, enquanto favorece a adesão dos empresários, acenando-lhes com ofertas de recursos em condições vantajosas de prazo e custo, atrai os investidores em razão da liquidez, da rentabilidade e da garantia de que participarão do progresso da empresa.

O Novo Mercado criou uma seção especial do mercado de valores mobiliários na Bovespa, reservado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, à adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicional, em comparação às exigências da legislação. O Novo Mercado encontra respaldo na premissa de que os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações que lhes são prestadas influenciam, benéficamente, a valorização e a liquidez das ações. Dessa maneira, pretende-se criar um ambiente mais adequado para que as empresas, em função de melhores práticas de

---

<sup>8</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit. p.110.

governança corporativa e maior transparência de informações, proporcionem maior segurança aos investidores e, conseqüentemente, amenizem seus custos de captação de recursos.

Para aderir ao Novo Mercado, as empresas devem se comprometer em atender a todas as exigências impostas as companhias listadas no segmento nível 2 da Bovespa. Além disso, todo o capital acionário destas deve ser constituído por ações ordinárias, eliminando de vez o papel das ações preferenciais. Conforme José Marcelo Martins Proença, o Novo Mercado proporciona maior segurança ao investidor, pois neste segmento são negociadas apenas ações com direito a voto. Isto permite que este possa acompanhar mais de perto a evolução da companhia. Assim, ele tem a oportunidade de adquirir uma ação com características diferenciadas de qualidade, visto que as ações ordinárias dão a seus titulares o direito de destituir os membros da diretoria, decidir qual será o destino dos lucros, votar contas patrimoniais e outros assuntos de grande importância, levando o acionista a ter um contato mais direto com o andamento dos negócios da empresa.<sup>9</sup>

Isso vai à esteira da idéia concebida de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois, à medida que o pequeno investidor se sente mais seguro quanto ao investimento em ações, ele pode ser atraído para esse mercado.

### **1.5. Governança corporativa**

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, tendo em vista a separação entre controle e propriedade, facilitando o acesso ao capital. Um dos pilares nos quais se sustenta a governança corporativa é o *full disclosure*.

De acordo com Norma Parente, governança corporativa é o conjunto de práticas e relações administrativas e de poder entre empresários, conselhos de administração e acionistas, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Ao serem adotadas pelas empresas, as boas práticas de governança corporativa

---

<sup>9</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit. p.111.

permitem uma maior transparência da administração, minimizando os riscos de erros de gestão e fraudes.<sup>10</sup>

As melhores práticas de governança corporativa recomendam que as companhias formulem e adotem preventivamente políticas próprias de divulgação de informações e de negociação de ações. Essas políticas visam estabelecer regras sobre o pronunciamento e sigilo de potenciais ou efetivos detentores de informações relevantes sobre a empresa, bem como parâmetros, limites específicos e vedações para a negociação com valores mobiliários pelos envolvidos neste processo.

Uma boa política de divulgação de informações credita confiança à companhia. Desta forma, tais informações devem ser: amplas e fidedignas, devendo abordar tanto os aspectos positivos quanto os negativos relacionados a informações financeiras e não financeiras da companhia, o que possibilitará ao mercado fazer uma correta compreensão e avaliação do estado da companhia; facilmente acessíveis a todo o mercado, tanto no que diz respeito ao meio de divulgação quanto à linguagem, que deve ser simples e direta; e tempestivas, o que quer dizer que as informações devem estar disponíveis ao mercado no menor espaço de tempo possível, para garantir a eficiente alocação de recursos e impedir o uso ilícito de informação privilegiada pelos seus detentores.

---

<sup>10</sup> PARENTE, Norma. Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem*. São Paulo. Ano V. n. 15. v.15. p.81-90. jan./mar.2002a.

## 2. FULL DISCLOSURE

Conceito segundo o qual as demonstrações financeiras devem refletir todos os fatos administrativos, assim como informações para a sua interpretação, o *full disclosure* constitui o principal estímulo para o fomento do mercado de valores mobiliários. Foi introduzido pela sistemática americana de mercado de capitais e tem sido bastante difundido pelas legislações em diversos países atualmente. O combate à prática de *insider trading* é um dos pilares essenciais para o desenvolvimento do *full disclosure* no Brasil.

Para José Marcelo Martins Proença, a finalidade do *full disclosure* está consubstanciada na seguinte máxima: “informe, seja transparente, mas se, por qualquer motivo não for possível informar, abstenha-se de negociar no mercado de capitais”.<sup>11</sup>

Conhecido também como princípio da transparência, o *full disclosure* está consubstanciado na legislação brasileira através das seguintes premissas: conceito de ato ou fato relevante; deveres do administrador na repressão à prática de *insider trading*; e a responsabilidade do administrador. Nos termos do artigo 3º da Instrução CVM nº. 358/02:

Cumpra ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

Nas palavras de Fabian Christoph:

Quando alguém administra alguma coisa ou tarefa para outrem, surge um dever de informar sobre esta atividade. Quem resolve ou pretende resolver um assunto para outrem, deve informar sobre as suas ações. A relação padrão desta administração é o mandato. Relações semelhantes são aquelas que contêm elementos de administração. Estes se encontram, por exemplo, nos deveres do administrador de uma S.A. (arts. 153 e ss., da Lei das S.A.). (...) O art. 157 da Lei das S.A. assegura um direito de informar dos acionistas contra o administrador da companhia. Este artigo é uma norma exemplar de como se pode regulamentar e solicitar um conflito entre interesses opostos. Embora o art. 157 da Lei das S.A. mencione apenas um

---

<sup>11</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit. p.136.

dever de informar do administrador, é reconhecido que este dever corresponde, na relação entre administrador e acionista, a um direito à informação. No caso do art. 157 da Lei das S.A., a publicidade das informações relevantes (*full disclosure*) serve para que o acionista possa decidir autonomamente sobre um negócio. Os acionistas precisam das informações para avaliar o preço dos valores mobiliários e as condições para alienar estes valores. O direito à informação pretende coibir uma vantagem negocial de conhecimentos por parte do administrador (*insider trading*).<sup>12</sup>

A relevância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se no sentido de ser um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente as suas decisões de investimento. Aplicado o *full disclosure* ao mercado de capitais, pode-se dizer que a obrigação de informar, o dever de transparência, deve cessar no momento em que se ponha em causa o desenvolvimento do mercado, fato de interesse público porque enseja o desenvolvimento econômico.

As medidas de prevenção das companhias abertas devem ser acompanhadas de um processo de conscientização de todos aqueles que lidam com informações privilegiadas quanto à importância destas medidas para preservar o *full disclosure* e, desta forma, garantir ao mercado o acesso ao mesmo nível de informação e no mesmo momento.

Por fim, acertadamente, Sofia Nascimento Rodrigues observa que:

A transparência informativa é o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores, razão pela qual a proteção passa necessariamente pela consagração de medidas tendentes à prestação obrigatória de informações. [...] Torna-se, portanto, necessário tutelar os investidores perante a possibilidade de atuações prejudiciais de outros participantes do mercado, mais qualificados. Isso significa, entre outras coisas, que a lei deve acautelar a ponderação dos interesses envolvidos, procurando suprimir desigualdades. Assim, por exemplo, a preocupação com a tendencial desigualdade informativa é, nesse sentido, decorrência da necessidade de proteger os investidores e manifesta-se no tratamento conferido aos deveres de informação por parte dos diversos agentes do mercado. Por outro lado, é também a necessidade de repor desigualdades que justifica a tipificação penal de todo o tipo de atividade de caráter abusivo cujo objeto seja a obtenção de informação privilegiada.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> FABIAN, Christoph. *O dever de informar no direito civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 89-91.

<sup>13</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. **A proteção dos investidores em valores mobiliários**. Porto: Almedina, 2001. p. 37.

## 2.1. Ato e Fato Relevante

Em linhas gerais, será considerado um ato ou fato relevante qualquer decisão, deliberação ou fato relacionado aos negócios da companhia, capaz de influenciar na cotação dos valores mobiliários da companhia e/ou nas decisões dos investidores.

O conceito de ato ou fato relevante se encontra no artigo 2º da Instrução CVM nº. 358/02:

Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político, administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

O parágrafo único do referido dispositivo ainda enumera alguns exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes, ou seja, que poderão ser considerados relevantes à luz do caput do artigo 2º da Instrução CVM nº. 358/02: as hipóteses de reestruturação societária da companhia, transferência de controle acionário, renegociação de dívidas, deliberação e o pagamento de dividendos e/ou juros sobre capital próprios etc.

## 2.2. Deveres do administrador de sociedade anônima

Inicialmente, cumpre ressaltar que os deveres de administrador não se limitam apenas àqueles que exercem a função de administrador da companhia. Isto porque qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de suas funções na companhia, ou no mercado, ou mesmo por circunstâncias especiais e pessoais, poderá atuar como *insider*, caso faça uso de

informação privilegiada antes dos demais acionistas, investidores ou agentes do mercado de capitais. Portanto, os deveres do administrador se estendem a todas as pessoas que, de alguma forma, possam ter acesso e fazer uso de informações relevantes em benefício próprio.

Os administradores formam uma classe imprescindível ao bom andamento empresarial, carecendo, para tanto, de autonomia de gestão. Inobstante, faz-se indispensável a presença de instrumentos jurídicos para a inibição do *insider trading*. Para combater a conduta abusiva dos detentores de informações privilegiadas, vários mecanismos jurídicos foram desenvolvidos com o propósito de construir e solidificar, na esfera do mercado de capitais, a consciência dos deveres de diligência e lealdade.

O artigo 138 da Lei das Sociedades Anônimas define a competência da administração: “a administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao Conselho de Administração e à diretoria, ou somente à diretoria”. O Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada, sendo que a representação da companhia será privativa dos diretores, sendo obrigatório para todas as companhias abertas ou de capital autorizado possuir Conselho de Administração.

O artigo 139 da mesma lei dispõe que as atribuições e poderes conferidos por lei à diretoria e ao Conselho de Administração não podem ser outorgados a outros órgãos que venham a ser criados por lei ou pelo estatuto da companhia.

Os administradores são aqueles que fazem parte do conselho de administração ou da diretoria de uma companhia, conforme definição de Fabio Ulhoa Coelho, “o conceito de administradores abrange os membros de dois órgãos da estrutura societária: a diretoria e o conselho de administração, os quais em decorrência são definidos como órgãos da administração”.<sup>14</sup>

Segundo o mesmo autor, estes membros de ambos os órgãos encontram-se sujeitos às mesmas regras sobre requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidades.

Waldirio Bugarelli, ao comentar os artigos 138 e 155, explica que há uma bipartição de funções dos administradores, sob o aspecto interno e externo. No tocante ao aspecto interno, exercido pelo Conselho de Administração, que tem a função de dirigir a sociedade, assinalando a doutrina que aqui prevalecem os deveres, uma vez que os administradores

---

<sup>14</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2003.

devem exercitar todas as medidas (legais e estatutárias) indispensáveis ao bom funcionamento da sociedade.<sup>15</sup>

No tocante ao aspecto externo, desempenhado pela diretoria, tem-se basicamente representação ativa e passiva da sociedade, na medida em que os membros integrantes deste órgão responderão na medida de seus poderes, nos quais serão, portanto, poderes de gestão (interna) e de representação (externa), conferidos em função do objeto social, constituindo-se este numa espécie de círculo dentro do qual devem ser exercidos esses poderes, e sua extrapolação caracteriza o desvio do poder ou excesso de poderes, cujos atos decorrentes podem ser nulos ou anuláveis, e em consequência ratificados ou não pela assembléia geral.<sup>16</sup>

Waldirio Bulgarelli ressalta, ainda, as limitações impostas por lei para exercício do cargo de administrador, uma vez que devam ser pessoas naturais, ficando impossibilitado das pessoas jurídicas exercerem estes cargos, bem como pessoas que residam fora do País. Há também limitações quanto à condição pessoal destes membros, no sentido da lei estabelecer que serão inelegíveis as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, bem como a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos. Trata-se, assim, de uma pena acessória, pois os referidos acima já cumpriram sua pena, e, portanto, já pagaram a sua dívida para com a sociedade.<sup>17</sup>

Além das restrições mencionadas acima, os administradores de companhias abertas, já que o interesse público sobre estas companhias é maior, não poderão ser eleitos administradores que forem declarados inabilitados pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>18</sup>

Finalmente, ao discorrer sobre os deveres impostos aos administradores de sociedade anônima, cumpre salientar que todas as normas que estabelecem estes deveres, se fundam basicamente num padrão de ética e que o fator crucial para que haja credibilidade e justiça, nas operações, não consiste na reformulação ou elaboração de mais normas, mas tão somente em um elevado padrão ético para todos àqueles que de alguma forma estão ligados aos poderes de decisão e representação dessas companhias.

---

<sup>15</sup> BUGARELLI, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 1998. p.175.

<sup>16</sup> *Ibid.* p.176.

<sup>17</sup> *Ibid.* p 179.

<sup>18</sup> *Loc. cit.*

### 2.2.1. Dever de diligência

Os artigos 153 e 154 da Lei das Sociedades Anônimas dispõem sobre o dever de diligência e finalidade das atribuições e desvio de poder dos administradores. O artigo 153 preceitua que o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Nelson Eizirik, ao tratar do dever de diligência, o descreve como sendo um padrão geral de conduta, cujo fulcro está no desempenho da função de administrador, que deve ser voltado para a consecução do objeto da companhia.<sup>19</sup>

Segundo o mesmo autor, para se verificar se um administrador observou ou não este dever, é preciso comparar, hipoteticamente, sua atuação com o de um bom administrador de empresas. Ou seja, avaliar, caso a caso, qual seria a atitude recomendável, naquelas circunstâncias específicas, naquele tipo de negócio, de acordo com as normas da ciência da administração de empresas.

Assim, espera-se que os administradores não cometam graves erros de julgamento; porém, na medida em que tenham empregado o cuidado e a diligência de um administrador de empresas competente não podem ser responsabilizados pelo insucesso do empreendimento.<sup>20</sup>

Eizirik ressalta a importância de as atividades dos administradores estarem voltadas para a consecução do objeto da companhia, devendo os interesses desta serem prioridades em todas as suas ações, ressaltando o primeiro autor que a conduta do administrador deverá ser comparada sempre ao de um bom administrador e que este não poderá, caso aja desta forma, ser responsabilizado pelo insucesso de um empreendimento, da mesma maneira, que o segundo autor ressalta outro aspecto relevante, que é de o administrador em nenhum momento priorizar os interesses do grupo que elegeram, acima dos interesses da companhia.<sup>21</sup>

Fabio Ulhoa Coelho, ratificando o mesmo entendimento, caracteriza o administrador diligente como aquele que emprega na condução dos seus negócios sociais as cautelas, métodos, recomendações, postulados e diretivas à ciência da administração de empresas. Para

---

<sup>19</sup> EIZIRIK, Nelson. Op.cit. p. 26.

<sup>20</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 68.

<sup>21</sup> Loc. cit.

este autor, o dever de diligência está mais relacionado a uma conduta, correspondente a obrigações de meio e não de resultado. O administrador tem o dever de empregar certas técnicas aceitas como adequadas pela ciência da administração, tendo em vista a realização dos fins da empresa, mas ele não responde pela efetiva realização dos fins sociais, que estarão sujeitas à implementação de outras condições que fogem ao seu controle, não devendo jamais esse dever ser analisado fora do âmbito das obrigações de meio.<sup>22</sup>

### 2.2.2. Dever de lealdade

O artigo 155 da Lei nº. 6.404/76, ao dispor sobre o dever de lealdade, faz ressalvas no sentido de que, para se caracterizar o *insider trading* não é necessário causar um dano à companhia e o uso de informação privilegiada pode não ser apenas em benefício próprio, como também para terceiros.

Conforme o artigo 154 da Lei das Sociedades Anônimas, ao tratar da finalidade das atribuições e desvio de poder, o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa:

Nelson Eizirik, ao discorrer sobre este dever, diz que o administrador deve servir à companhia com lealdade, sendo-lhe vedado usar em benefício próprio ou de outra pessoa, mesmo que não cause prejuízo a sociedade, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo, de omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia, ou, visando a obtenção de vantagens, deixar de aproveitar oportunidade de negócios de interesse da companhia; adquirir, para revenda com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta pretenda adquirir.<sup>23</sup>

Rubens Requião explica que, sendo o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas, não o deixa, por dever de lealdade estrita e gratidão ao grupo que o elegeu, de atender aos legítimos e superiores interesses da companhia. Não poderá ele, ainda que para defender os interesses daqueles que o elegeram, faltar aos deveres para com a companhia.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p.244.

<sup>23</sup> EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 69.

<sup>24</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 214

Ainda o mesmo autor, explica que a fim de coibir desvio e abusos de poder, a lei tradicionalmente no direito brasileiro tem proscrito a prática de atos de liberalidade, uma vez que tais atos oneram as finanças da empresa e não dizem respeito aos seus interesses e atividade. Quando praticados, são da responsabilidade exclusiva do administrador, que, por isso, pode ser destituído.

São admitidos, entretanto, atos gratuitos razoáveis em benefício de empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista as responsabilidades sociais, que são possíveis, desde que autorizadas pelo conselho de administração ou pela diretoria, devendo assim, a decisão, ser colegiada e não pessoal.<sup>25</sup>

Rubens Requião aponta que “não deve e nem pode o administrador, seja conselheiro ou diretor, valer-se de seu cargo, desfrutando segredo dos negócios, a que tem acesso em função de seu ofício, obter para si ou para outrem vantagens indevidas”.<sup>26</sup>

Fabio Ulhoa Coelho, ao comentar sobre o artigo 154, aponta para a sua importância, uma vez que este trata dos limites e finalidades do exercício das funções de administrador, assim o enunciado geral do caput orienta a atuação dos administradores tendo em vista três fatores: os fins e interesses da companhia, o bem público e a função social da empresa. Quando essas soluções administrativas se convergirem, inspiradas em tais objetivos, não haverá maiores dificuldades na observância da norma jurídica.

O autor, entretanto, critica o mencionado artigo, pois ele não fornece diretrizes ao administrador em possíveis situações em que, o interesse da companhia em determinado assunto não se compatibilize inteiramente com o bem público ou a função social da empresa, surgindo assim grande dificuldade na aplicação da norma diante dessas situações de conflito.

Os desdobramentos do caput do artigo 154 irão completá-lo, ao estabelecer as atribuições do administrador e detalhar o desvio de poder através da proibição de determinadas práticas. Assim, se o administrador não incorrer nas quatro condutas proibidas, estará exercendo suas atribuições regularmente, sem desvio de finalidade, em conseqüência, estará cumprindo o dever legal deste artigo.

O mesmo autor atenta que, além das condutas proibidas previstas neste artigo, outro dever bastante próximo ao de lealdade é o de se abster de atuar nas operações desenvolvidas pela companhia em que tenha interesse conflitante com o social, previsto no artigo 156 da lei societária, abaixo transcrito:

---

<sup>25</sup> Ibid. p. 215.

<sup>26</sup> Ibid. p. 216.

É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

As justificativas desta norma proibitiva são evidentes, uma vez que o administrador não estará em condições de cuidar do assunto com a diligência necessária ao atendimento do interesse social. Ao contrário, a tendência humana e natural será a de privilegiar os seus próprios interesses em detrimento dos da companhia.

Quando essa situação conflitante ocorrer, o administrador deverá comunicar seu impedimento aos demais administradores e consignar a extensão e natureza do seu interesse em ata de reunião do órgão de que participa.<sup>27</sup>

Osmar Brina Corrêa Lima critica a abordagem legal dada ao dever de lealdade, uma vez que a lei deveria ter simplesmente explicitado o princípio da lealdade, sem escondê-lo por detrás de regras e mais regras, desta forma, seria facilitada a compreensão deste dever, pois o princípio do dever de lealdade é um preceito ético, cuja existência é absolutamente inadmissível sem a precisa noção de ética empresarial escondida por detrás das múltiplas regras casuísticas que se encontram na Lei nº. 6.404/76.<sup>28</sup>

### 2.2.3. Dever de sigilo

Este dever tem fundamental importância no rol dos deveres dos administradores, pois é mediante a utilização de informações relevantes sobre a companhia que seus administradores buscam, em muitos casos, obter vantagens indevidas.

---

<sup>27</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. Op.cit. p. 245-246.

<sup>28</sup> LIMA, Osmar B. C. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. 1. ed. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 79.

Esta política visa proteger os investidores e o próprio mercado, uma vez que as informações periódicas ou relevantes serão sempre consideradas de suma importância. Em razão disso, elas deverão ser prestadas aos investidores concomitantemente, em momento oportuno, mediante a ocorrência de fato e com qualidade, não podendo ser obscuras conter informações falsas, ou divulgadas fora do período correto, uma vez que ocorrendo tais irregularidades acarretarão na cotação irreal dos valores mobiliários, tendo em vista que estes não estariam condizentes com a situação da companhia emissora ou os fatos relativos à mesma.

Rubens Requião acentua a importância de se impedir o uso de informações reservadas e relevantes a respeito da companhia e seus negócios. A lei estendeu este dever, ou esta proibição de utilização de informações que deveriam ser mantidas em sigilo, a qualquer pessoa. Estão inseridas nesta situação, além dos administradores, advogados, contadores, auditores, avaliadores que eventualmente prestem serviços à companhia na fase de tratativas ou organização de fusões, incorporações, impetração de concordata ou confissão de falência etc. Tais informações poderão ser preciosas tanto para a aquisição como para a venda de ativos, influenciando nas cotações de mercado.<sup>29</sup>

Os administradores ou acionistas poderão se recusar a prestar a informação de quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia, ou deixar de divulgá-la ao público, se entenderem que sua revelação poderá colocar em risco um interesse legítimo da companhia.

O objetivo deste dever é proteger aqueles que não têm acesso a estas informações e que por isso se encontram em posição de desvantagem em relação a quem as possuem, por isso estes últimos não poderão se valer delas para obter lucro ou evitar prejuízo mediante a compra e venda de valores mobiliários, que seriam cotados mediante outros parâmetros, se o público em geral tivesse conhecimento destas.

Em razão do exposto, o administrador de sociedade aberta tem o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para o conhecimento do mercado, a qual foi obtida em razão do cargo que exerce, sendo capaz de influir de modo considerável na cotação de valores mobiliários.

Será também dever do administrador zelar para que estas informações não vazem através de subordinados ou terceiros de sua confiança, tais quais sócios, parentes, amigos íntimos.

---

<sup>29</sup> REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p. 217-218.

Assim, todas as operações realizadas pelos administradores, ou terceiros que tenham conhecimento das informações e deveriam guardar sigilo sobre elas, mas não o fazem, com valores mobiliários emitidos pela companhia, encontram-se incluídas na configuração do *insider trading*.

Fabio Ulhoa Coelho, ratificando este entendimento, expõe que antes da divulgação do fato relevante, compete ao administrador de companhia aberta guardar absoluto sigilo acerca das operações capazes de influir no comportamento dos investidores, sendo-lhe vedado usar a informação privilegiada para obter vantagem, para si ou para terceiros, conforme disposição do artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas:

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.

Osmar Brina Corrêa Lima expõe que o princípio subjacente à conduta do dever de sigilo é o princípio da lealdade, pois seria errôneo afirmar que aqueles que detêm informação sigilosa, têm o dever de mantê-la em sigilo, uma vez que, o seu único dever é o de lealdade, pois em diversas situações estas pessoas somente seriam leais, se guardarem sigilo.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> LIMA, Osmar B. C. Op. cit. p. 82.

#### 2.2.4. Dever de informação

O dever de informar estabelece mais uma hipótese de prevenção à utilização ilícita de informação relevante e não divulgada, à luz da questão do benefício próprio. Com a aprovação da Lei nº. 10.303/2001, surgiram novas obrigações de divulgação de informações por parte da companhia, que se somam àquelas inicialmente previstas na Lei nº. 6.404/76. Na mesma linha, a CVM emitiu as Instruções nº. 358 e 369, ambas de 2002, que trazem regras mais rigorosas sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e disciplinam a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta.

A Lei das Sociedades Anônimas dispõe no seu artigo 157, abaixo transcrito, sobre o dever de informação do administrador de sociedade anônima:

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 assembleia-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;
- tae) 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 assembleia, 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 assembleia-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.

O responsável pela prestação dessas informações é o diretor de relação com os investidores, que para tanto deverá ser comunicado pelos demais administradores, acionistas e controladores e conselheiros fiscais, sobre qualquer atos (deliberações da assembléia geral e dos órgãos de administração da companhia) ou fatos relevantes (acontecimentos que independentemente dessa vontade social legitimamente manifestada, interferem de maneira decisiva nos negócios) que estes venham a ter ciência.

Nelson Eizirik descreve o dever de informar do administrador de sociedade anônima como sendo um dever existente perante o administrador em relação a própria companhia e seus acionistas minoritários e no caso em tela, que trata da companhia aberta, com relação ao mercado e investidores em geral.<sup>31</sup>

Este dever começa assim que o administrador assumir seu cargo, quando deverá informar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis de ações, emitidas pela companhia, por sociedades por ela controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

O preceito contido no caput do artigo supra mencionado visa a facilitar o combate ao vazamento de informação privilegiada. Diversamente do que ocorre em outros países, no Brasil, não há qualquer proibição à venda, pelo administrador, de tais valores mobiliários, dentro de um período de tempo determinado. No direito norte-americano, proíbem-se aos administradores a compra e venda dos títulos de emissão da companhia dentro de um período de seis meses. No Brasil, não há tal proibição; o administrador pode, legitimamente, comprar e vender ações de emissão da companhia, desde que não esteja de posse de informação confidencial e relevante sobre a companhia.

O administrador pode ainda ser obrigado a revelar à Assembléia Geral, a pedido de acionistas que representem pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social: o número de valores mobiliários emitidos pela companhia, companhia por ela controlada, ou do mesmo

---

<sup>31</sup> EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 69.

grupo, que tiver adquirido ou alienado, direta ou indiretamente no exercício anterior, as opções de compra de ações que tiver contratado ou adquirido no exercício anterior; os benefícios ou vantagens que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia ou de sociedades coligadas, controlas, ou do mesmo grupo; as condições dos contratos de trabalho firmados pela companhia com diretores e empregados de alto nível; quaisquer atos ou fatos relevantes nos negócios da companhia.

Ainda com relação ao dever de informar ao mercado, a Lei estabelece que o administrador da companhia aberta deva comunicar imediatamente à Bolsa e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da Assembléia Geral ou dos órgãos de administração, ou qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários emitidos pela companhia.<sup>32</sup>

Este dever de informar ao mercado, como ressalta Rubens Requião, desempenha um papel significativo na realização do objetivo legal de proteção aos investidores. Se o investidor estiver plenamente informado a respeito de determinada transação poderá, frequentemente, tomar medidas para se proteger contra fraudes ou operações demasiadamente arrojadas.<sup>33</sup>

Ademais, o acesso às informações relevantes é indispensável à realização de operações honestas. O fornecimento de plenas informações sobre uma determinada empresa apresenta também conseqüências importantes sobre a conduta de seus dirigentes. A divulgação de conflitos de interesses e de práticas comerciais duvidosas implica no prejuízo da credibilidade destes dirigentes. Outro aspecto também importante é que a divulgação dos objetivos e atividades das empresas torna-as expostas à pressão da opinião pública.<sup>34</sup>

Fabio Ulhoa Coelho salienta que o administrador deve comunicar, à bolsa de valores e à Comissão de Valores Mobiliários, a ocorrência de fatos relevantes, os quais o autor define como sendo aqueles os quais todo e qualquer evento econômico ou de repercussão econômica a envolver a companhia, incluindo nesse amplo conjunto, as deliberações de seus órgãos societários, a realização ou não-realização de determinados negócios, projeções de desempenho etc. Será, portanto, relevante o fato se puder influir, de modo considerável, na decisão de investidores do mercado de capitais, no sentido vender ou comprar valores emitidos pela sociedade anônima.

---

<sup>32</sup> Ibid. p 70-71.

<sup>33</sup> REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p.221.

<sup>34</sup> Loc. cit.

Este dever se torna ainda mais importante quando se compreende que o regular funcionamento do mercado de capitais depende da transparência no acesso às informações sobre as companhias abertas emissoras dos valores nele negociados e tem por objetivo assegurar a todos os investidores oportunidades iguais na negociação e o administrador, sendo o principal agente de efetivação.

A comunicação ao mercado deverá ocorrer imediatamente após a prática do ato, conclusão do negócio ou ocorrência do fato, momento que nem sempre é fácil de precisar, uma vez que a divulgação precipitada de transações ainda em andamento não raro é altamente desinteressante para as partes e pode, mesmo, chegar a comprometê-las. Uma vez concluídas as negociações, no entanto, surge o dever de informar os seus aspectos relevantes ao mercado.<sup>35</sup>

Ademais, uma ressalva referente ao §6º do citado artigo 157 é feita por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, apontando a necessidade deste parágrafo ser interpretado de maneira sistemática, a fim de que seja compatível com o caput deste mesmo artigo, pois os administradores não deverão somente declarar as mudanças em suas posições acionárias, mas é também importante que eles declarem suas posições quanto aos demais títulos mencionados no caput do artigo 157, não devendo ser os títulos apenas os da companhia, mas das demais sociedades do mesmo grupo empresarial.<sup>36</sup>

Não somente as informações deverão ser prestadas aos acionistas, aos órgãos reguladores e aos investidores no prazo e na forma prevista na legislação, mas também estas deverão ter qualidade, devendo representar exatamente o que ocorreu e projetar de forma razoável o que deverá ocorrer tanto do ponto de vista negocial, como do ponto de vista financeiro da companhia.

Uma vez cumprido, o dever de informar promove a igualdade de conhecimento entre todos os participantes das negociações com valores mobiliários, assegurando, então, a estabilidade e segurança das relações no mercado de capitais e freando, como desejável, o uso de informações privilegiadas, facilitando o controle e a prova da prática ilícita do uso de informação privilegiada.

---

<sup>35</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. Op. cit. p. 249.

<sup>36</sup> CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002. p. 324.

### 3. INSIDER TRADING

*Insider trading* pode ser conceituado como uma prática não equitativa de negociação com ações, vedada pela legislação em vigor, para impedir que pessoas que possuam informação privilegiada sobre as companhias realizem negócios em proveito próprio e ou prejudiciais aos investidores em geral.<sup>37</sup>

A prática do *insider trading* se traduz por toda a negociação envolvendo compra e venda de valores mobiliários feita por quem teve acesso a informação relevante, a qual ainda não tenha sido revelada ao mercado.

Para Nelson Eizirik, o *insider trading* é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão “por dentro” de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim, o *insider* compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.<sup>38</sup>

Com efeito, a proibição de tal prática busca coibir que os detentores de informações privilegiadas obtenham vantagens, dentro do ambiente do mercado de capitais, sobre outras pessoas que não tiveram acesso a tais dados. Pode-se dizer que há razões de ordem econômicas e éticas para o estabelecimento de normas sancionadoras do *insider trading*.

As razões econômicas estão ligadas à eficiência na determinação do valor dos títulos negociados no mercado de capitais. A teoria econômica indica que o mercado é eficiente quando o preço das ações reflete, de forma instantânea, todas as informações disponíveis sobre as empresas cujas ações são negociadas. Dessa forma, é por meio de normas que estabeleçam uma ampla política de prestação de informações por parte das companhias abertas que se busca alcançar tal eficiência.

As razões éticas se relacionam ao desequilíbrio entre a posição do *insider* e os demais participantes do mercado, sendo condenável a realização de lucros em função do acesso e utilização privilegiada de informações por parte do *insider*.

---

<sup>37</sup> Disponível em <http://www.bovespa.com.br>.

<sup>38</sup> EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e responsabilidade civil de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: n° 50, 1983. p.43.

A conduta de *insider trading* não é privativa dos administradores das companhias abertas, podendo adotá-la também outros que às aludidas informações tenham acesso, em razão do exercício de sua função ou não.

Somente possuir informações privilegiadas ou ter acesso a elas não caracteriza o *insider trading*. É necessário que se faça uso delas no mercado de valores mobiliários em proveito próprio ou de terceiros, uma vez que é ilegal usar informações privilegiadas para obter ganhos no mercado financeiro. Em geral, o *insider trading* aparece ligado aos mercados de ações justamente quando ocorre um negócio irregular feito por quem tem esta informação privilegiada ou foi orientado por *insider*.

### 3.1. Insider

Uma vez conceituada a ação de *insider trading* e assentada a necessidade de reprimi-la, resta definir a quem se pode imputá-la. Em linhas gerais, pode-se conceituar *insider* como a pessoa que, devido à sua função de confiança em determinada companhia, tem acesso privilegiado a informações antes que elas sejam de conhecimento público. Entretanto, a mera posição de *insider* não é suficiente para a caracterização da conduta ilícita.

Sobre essa questão, são esclarecedores os ensinamentos de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

Por força do novo §4º do artigo 155, o insider será, também, além do administrador, a pessoa que, em conluio ou mesmo por negligência do administrador, efetivamente se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra e/ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, os quais, necessariamente, seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam se o público investidor tivesse simultaneamente conhecimento dessas mesmas informações. Portanto, além do administrador, caracteriza-se como insider qualquer pessoa que, por ação ou omissão, aproveita-se da ação ou da omissão dos administradores, de boa-fé ou má-fé, para operar no mercado, com os valores mobiliários emitidos pela companhia.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit.. p. 350.

São *insiders* os administradores, conselheiros e diretores, acionistas controladores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores, empregados da companhia, além de subordinados e terceiros de confiança e, finalmente, qualquer pessoa que tenha tido acesso a informações relevantes ainda não divulgadas.

Although the term ‘insider’ basically means ‘top management’ and controlling shareholders, it extends to any party with inside knowledge or information giving him/her an unfair advantage over ordinary members of the investing public. Included are employees, consultants, and total outsiders who are ‘tipped off’ directly or indirectly by insiders.<sup>40</sup>

Distingue-se o *insider* em natural e não-natural. *Insider* natural é a pessoa que trabalha na sociedade e que, em decorrência do cargo, função ou posição ocupada, tem contato direto com as informações e o centro decisório da companhia. Estão previstos no art. 13, caput, e art. 16, § 1º, ambos da Instrução CVM nº. 358. Diversamente, *insider* não-natural é aquele que, sem fazer parte da estrutura da sociedade, tem, por qualquer forma, conhecimento privilegiado sobre informações pertinentes a fato relevante. É tratado no §4º, do art. 155, da Lei nº. 6.404/76, e § 1º, do art. 13 da Instrução CVM nº. 358.

Para José Marcelo Martins Proença, qualquer pessoa, seja ela administradora ou não de uma companhia, desde que venha a se utilizar de informação ainda não pública, para negociar no mercado de capitais, auferindo vantagens, via de regra, à custa do prejuízo alheio, é passível de ser imputada pela prática de *insider trading*.

Nesse sentido, a Lei nº. 10.303/2001 acrescentou o parágrafo 4º ao artigo 155 da Lei nº. 6.404/76: “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.”

Resta demonstrado, portanto, que o agente do *insider trading* pode ser qualquer pessoa que tenha alguma relação com o mercado de valores mobiliários, seja como funcionário de companhia aberta, seja como intermediário ou participante do mercado.

---

<sup>40</sup>EMERSON, Robert W. e HARDWICKE, John W. *Business Law*, 3 ed., Barron’s Educational Series Inc., 1997, EUA, p. 366.

### 3.2. Responsabilidade e culpa

Por força do §3º do artigo 155 da Lei nº. 6.404/76, o administrador é responsável pelo dano eventualmente suportado pela pessoa que se sentiu prejudicada, em virtude da prática de *insider trading*: “A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários [...] tem direito de haver do infrator, indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação”.

Segundo o artigo 158 da mesma Lei, a responsabilidade civil dos administradores pelos prejuízos causados, dentro da órbita de suas atribuições ou poderes, decorre da culpa ou dolo com que tenham agido. Especialmente no *insider trading*, a prova se dá por meio de indícios, que irão conduzir a uma presunção. Como explica Moacyr Amaral Santos, "o indício é o fato conhecido do qual, em virtude do princípio da causalidade, se induz o fato desconhecido, ao qual se atribui a função de causa ou efeito em relação ao fato conhecido".<sup>41</sup>

Desta forma, a culpa dos administradores, em sentido lato ou estrito, deve ser antecipadamente provada pelo lesado, assim como a ele incumbe a prova do prejuízo resultante e do nexos causal existente entre o ato ou fato ilícito, praticado ou consentido pelo administrador, bem como o dano que ele ocasionou. Contudo, quando os prejuízos resultarem de atos praticados pelos administradores com violação da lei ou dos estatutos, a lei presume a culpa, promovendo a inversão do ônus da prova.

Para José Marcelo Martins Proença, a consolidação do entendimento da culpa presumida, imputando ao *insider* o ônus da prova, pode e deve incentivar a eficácia da legislação que veda o uso de informações privilegiadas no mercado de capitais, conferindo-lhe credibilidade e força atrativa dos investidores.<sup>42</sup>

Em relação à presunção de culpa, ensina Luis Gastão Paes de Barros Leães:

A Lei adota o critério analítico, enumerando os deveres de lealdade e de informação dos administradores, facilitando a capitulação da falta e, em consequência, a determinação da responsabilidade, em termos de maior exatidão. Assim fazendo, o legislador amplia as hipóteses de presunção de culpa, pois um dos processos técnicos utilizados para dar maior plasticidade à concepção subjetiva da responsabilidade é o reconhecimento de presunção de culpa, por meio do qual, facilita-se a prova sem deslocar o fundamento da responsabilidade. Completa-se, por esse modo, o processo de alargamento iniciado com a apreciação abstrata de culpa. Aceitando-se a idéia de culpa presumida, pode-se justificar a aplicação dos preceitos reguladores da

<sup>41</sup> SANTOS, Moacyr Amaral. *Prova judiciária no cível e comercial*. 5ª. Ed. São Paulo: Saraiva, 1983.

<sup>42</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p.95.

responsabilidade extracontratual usando a noção de culpa, mas dispensando a prova. A responsabilidade civil dos administradores pelos prejuízos causados, dentro da órbita de suas atribuições ou poderes, decorre, segundo a lei, da culpa ou dolo que tenham agido. Assim, a culpa dos administradores, em sentido lato ou estrito, deve ser antecipadamente provada pelo lesado, assim como a ele incumbe a prova do prejuízo resultante e do nexo causal existente entre o ato e o fato ilícito, praticado ou consentido pelo administrador, bem como o dano que ele ocasionou. Contudo, quando os prejuízos resultarem de atos praticados pelos administradores com violação da lei ou dos estatutos, a lei presume culpa, promovendo a inversão do ônus da prova.<sup>43</sup>

Tal presunção de culpa, porém, é *juris tantum* admitindo prova em contrário. Nessas condições, ao vedar, expressamente, a prática do *insider trading* por parte dos administradores, a Lei das Sociedades Anônimas estende a esse ilícito tipificado o mecanismo da culpa presumida, o que inexistia no regime anterior do anonimato e mais o afeiçoa ao paradigma norte-americano, em que se espelha.

Por outro lado, ao criar para o administrador o dever de zelar para que a utilização dessas informações não venha a ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança, a lei firma outra presunção *juris tantum* de culpa própria, para justificar a responsabilidade do administrador pelo fato de outrem, por isso mesmo chamada em nosso direito de responsabilidade indireta.

Não se trata, por conseguinte, de responsabilidade por culpa alheia, mas de responsabilidade por culpa própria, consistente na violação do dever de vigilância, vale dizer, na negligência em relação à vigilância que lhe incumbe exercer.<sup>44</sup>

Um entendimento da CVM é que o prejuízo exigido pelo ilícito de *insider trading* não precisa ser diretamente ao vendedor, bastando que ele seja potencial, ou seja, o fato de o vendedor não saber da informação privilegiada já caracteriza o prejuízo potencial; o fato de o vendedor declarar não se sentir prejudicado só afasta a possibilidade de que ele busque perdas e danos, mas o prejuízo objetivo já foi materializado. Nesse sentido, enfatiza Nelson Eizirik:

O elemento fundamental na análise da responsabilidade civil do *insider* não é, porém, a natureza de sua responsabilidade, mas sim o nexo causal entre a sua conduta ilícita e o dano causado aos investidores. Tratando-se de operação realizada no mercado, que se caracteriza por ser absolutamente impessoal, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*. Exigir tal relação direta seria condenar o combate ao *insider trading* ao absoluto insucesso, uma vez que, dadas as características do mercado de capitais, muitas vezes é impossível ligar as partes contratantes.

---

<sup>43</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. Op. Cit., p. 177.

<sup>44</sup> \_\_\_\_\_. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 177-178

Não interessa, assim, de quem o *insider* comprou ou vendeu. O nexo de causalidade deve inferido mediante a prova de que as informações omitidas eram relevantes e privilegiadas... Sendo assim, a responsabilidade puramente objetiva do *insider* seria excessiva. Na realidade, há uma presunção de culpa, admitindo-se, porém, prova em contrário. Tal presunção de culpa, que aproxima-se bastante da noção de responsabilidade objetiva, ocorre tanto na esfera cível como na esfera administrativa”.<sup>45</sup>

### 3.3. Teorias a favor do insider trading

Há várias teorias que justificam a prática de *insider trading* por sua eficiência do ponto de vista econômico. Alguns autores defendem que a proibição do *insider trading* reduz os custos de operação, enquanto outros argumentam que, se as operações dos *insiders* prejudicassem a liquidez, as próprias empresas proibiriam tal prática. Laura Benny aborda as principais categorias de teorias que discutem as questões sobre o uso de informações privilegiadas.<sup>46</sup>

A Teoria de Agência analisa o efeito do *insider trading* no conflito de interesses entre acionistas e direção executiva, se este tipo de operação melhora ou piora este conflito, e como a eficiência da empresa é afetada. Seguindo esta linha de pensamento, argumenta-se que o *insider trading* desperta o empreendedorismo e inovação. Essa teoria enxerga, na conduta do *insider*, uma fórmula para compensar os administradores, incrementando seus ganhos e reduzindo os conflitos com os acionistas.<sup>47</sup> Seus adeptos apregoam que a prática do *insider trading* seria hábil para melhor remunerar e, portanto, incentivar os administradores quando, a despeito de normalmente avessos aos riscos, os assumem em patamares elevados, ao ocuparem a direção de uma companhia. E, em contraprestação aos maiores riscos dos administradores, seria razoável acrescer-lhes a remuneração, atribuindo-lhes a faculdade de negociarem no mercado de capitais, munidos de informações privilegiadas, detidas em razão de seus cargos. Esses teóricos argumentam que o maior apetite dos administradores para o risco também favoreceria os investidores, acionista, titulares do equivalente a uma opção

---

<sup>45</sup> EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 44-45.

<sup>46</sup> BENNY, Laura N. *A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading*. John M. Olin Center for Law & Economics, Research Paper, n.04-004, feb. 2004. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=193070>>.

<sup>47</sup> Loc. Cit.

sobre os bens da empresa. Resumindo, investidores e administradores teriam opções que se valorizariam com o aumento da volatilidade e do risco.

A Teoria de Mercado avalia as implicações das operações dos *insiders* na eficiência e integridade do mercado como um todo, e os seus reflexos nos preços e liquidez dos títulos mobiliários. A segunda corrente em prol da conduta em discussão tem como principal defensor Richard Posner, que suscita, para legitimá-la, os altos custos de sua punição ou mesmo identificação. Estabelecida essa relação custo-benefício, fica endossada a ação dos *insiders*, bem como explicado o motivo por que as companhias não se esforçam para penalizá-los ou mesmo conhecê-los. Para Posner, inclusive, a repressão eficaz de ações da espécie implicaria em se proibir os prováveis *insiders*, e suas famílias, de negociarem quaisquer valores mobiliários, o que seria um exagero despropositado.<sup>48</sup>

A terceira teoria, propensa ao endosso do *insider trading*, ultrapassa o âmbito da relação administrador-acionista, afirmando que similar prática teria a capacidade de fazer os preços das ações refletirem, ágil e completamente, as informações relevantes pertinentes. A atuação dos *insiders* configuraria um instrumento para a rápida canalização e divulgação das informações no mercado, não obstante o eventual ganho dos administradores.

---

<sup>48</sup> Loc. Cit.

## 4. INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO

Os órgãos reguladores do mercado de capitais e a legislação brasileira procuram coibir e punir o uso de informações privilegiadas. A repressão ao *insider trading* vem evoluindo consideravelmente, na esfera da regulação do mercado de capitais brasileiro, durante as últimas décadas. O combate ao *insider trading*, sob certo aspecto, pode ser visto como um produto natural dos princípios inerentes aos deveres de diligência, de lealdade e de informar. Assim, ao se impor similares deveres aos *insiders*, de um lado, diligencia-se à prevenção de *insider trading*, e, de outro, praticamente se exige que seja também coibido.

Distinguem-se dois tipos de normas jurídicas voltadas para o combate ao *insider trading*, quais sejam, normas preventivas e normas repressivas. Dentre as normas preventivas, encontram-se as regras referentes à ampla divulgação e disseminação das informações, capazes de assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado de capitais, assim como aquelas que impõem aos potenciais *insiders* a prestação de informações contínuas sobre as ações por eles negociadas. As normas repressivas proíbem a realização do *insider trading*, cominando aos infratores determinadas sanções, tanto na esfera cível, como na administrativa e criminal.

Atualmente, no Brasil, as regras aplicáveis à caracterização e punição da prática do *insider trading* estão consubstanciadas nos artigos 153 a 160 da Lei nº. 6.404/76; artigos 4º a 12º e 27º "d", com as alterações da Lei nº. 10.303/01, da Lei nº. 6.385/76; e na Instrução CVM nº. 358/02, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº. 369/02. As sanções civis, apoiadas na responsabilidade civil pela prática do ato ilícito e respectiva obrigação de indenizar, fundamentam-se nas disposições dos artigos 186, 187 e 927 do Código Civil.

### 4.1. Evolução legislativa

No Brasil, as companhias abertas eram regidas pelo Decreto nº. 2.627/40, cujo artigo 70 faz menção à prestação de informações ao público por parte da companhia. Entretanto, o faz de maneira muito singela, exigindo apenas a providência de companhias estrangeiras, sem

alcançar, portanto, sequer a profilaxia da possível utilização indevida de informação não pública. Nota-se que a preocupação do dispositivo legal era apenas com o registro e autorização para que as companhias abertas estrangeiras pudessem iniciar suas atividades no País.

Posteriormente, a Lei nº. 4.728/65, nos termos do seu artigo 3º, X, remeteu ao BACEN a incumbência 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.” Nas palavras de Fabio Konder Comparato:

As insuficiências desse dispositivo são manifestas. Em primeiro lugar a fiscalização supõe a existência de normas particulares de disciplina da matéria, cujo cumprimento possa ser fiscalizado. Ora, tais normas não foram definidas, e é duvidoso que a sua formulação compita ao Conselho Monetário, ou ao Banco Central, no estado atual de nossa legislação. A Lei de Mercado de Capitais, esta longe de ser clara a esse respeito... Além disso, a norma do art. 3º, nº. X, da Lei de Mercado de Capitais, falando em fiscalização do insider trading pelo Banco Central, supõe também um sistema adequado de sanções para essas manifestações. Ora, nesse ponto só encontramos a disposição do art. 4º, §6º, que manda aplicar aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei 4.595/64, quando é manifesta a inadequação do sistema punitivo da Lei Bancária ao problema em questão. De notar que o fenômeno que examinamos não se confunde com a manipulação de preços, pois o comportamento do insider, não influi em nada sobre o valor dos títulos negociados. O comportamento do insider é tipicamente de dolo por omissão, silenciando intencionalmente a respeito de fato ou qualidade que a outra parte ignorava, de arte que esta não teria, por certo, celebrado o contrato, se não houvesse a omissão dolosa.<sup>49</sup>

A Resolução nº. 39 do Banco Central disciplinou a constituição, organização e o funcionamento das bolsas de valores e, em seu artigo 89, II, incriminou a manipulação fraudulenta de preços, definida como “a publicação ou a divulgação de matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente, cujo autor ou veiculador seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle”.

Em 1968, a Resolução nº. 88, também do Banco Central, procurou complementar o referido comando, exigindo das companhias “compromisso formal de revelarem, prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com

---

<sup>49</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n.2, 1971. p.46.

relação a dividendos, os direitos de subscrição ou outros relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou influenciar as decisões dos investidores”.

#### **4.2. Lei nº. 6.404/76**

Com a edição da Lei nº. 6.404/76, o *insider trading* passou a ser regulado de maneira mais taxativa, tanto em moldes preventivos como repressores. Dentre os deveres de prestação de informações previstos inicialmente na referida Lei, vale mencionar a possibilidade de acompanhamento pelos acionistas da gestão dos negócios sociais por meio de fiscalização (art. 109, III), a possibilidade de acesso às informações contidas nos livros sociais (art. 100, §1º), a garantia de acesso a documentos da administração referentes ao último exercício social (art. 133), a possibilidade de solicitação de informação aos membros do Conselho Fiscal (art. 164), a divulgação das condições e justificativas de operações de incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente (arts. 224 e 225) e a previsão de emissão de notas explicativas de investimentos relevantes (art. 247).

A Lei nº. 10.303/01 introduziu na Lei nº. 6.404/76 um relevante acréscimo do número de informações a serem prestadas pela companhia ao mercado. Entre essas previsões, podem ser citadas a necessidade de o acionista controlador da companhia aberta e os acionistas ou grupo de acionistas que elegerem membro do Conselho de Administração ou Fiscal informarem imediatamente modificações em suas posição acionária na companhia (art. 116-A), o grau de informações que devem ser divulgadas pelos administradores antes da realização de assembléia geral ordinária (art. 133) e a obrigação dos administradores de companhia aberta de informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia (art. 157, §6º).

Em seu artigo 157, a referida Lei previne a prática do *insider trading* ao adotar o princípio do dever de informar, inspirando-se no *duty of disclosure* do direito americano:

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% 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 do contrato de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com 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 acionista, respondendo os solicitantes pelo abuso 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 informação, ou deixar de divulgá-la, 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.

O artigo 155 da mesma Lei introduziu o dever de lealdade, exigindo que o administrador coloque os interesses da companhia sempre à frente dos seus próprios. Ao mesmo tempo, esse dispositivo inaugura no direito brasileiro medida explicitamente repressora da prática de *insider trading*. Este dispositivo explicita a vedação à prática de *insider trading*, obrigando os administradores a zelar para que informações relevantes, ainda não públicas, não sejam vazadas por meio de terceiros.

Do parágrafo 1º do artigo 155, depreende-se também o conceito de informação relevante, qual seja, aquela "capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários de emissão da companhia, alterando a decisão dos investidores no ato de sua operação no mercado de valores mobiliários". Por fim, o parágrafo 3º estipula que a pessoa prejudicada tem o direito de receber do infrator indenização por perdas e danos.

No âmbito da repressão de *insider trading*, a Lei nº. 10.303/2001 arrematou, com o parágrafo 4º, os mandamentos do artigo 155 da Lei das S.A., vedando 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. O dispositivo traz, expressamente, a enumeração mais vasta dos possíveis *insiders*. A propósito, merecem destaque as considerações de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

Ao longo do tempo, houve muita discussão a respeito do alcance limitado da norma contida no vigente §1º do artigo 155, uma vez que a proibição de *insider trading* aplicava-se somente aos administradores de companhias abertas. Foi-se construindo, doutrinariamente, uma interpretação segundo a qual também o acionista controlador estaria sujeito a essa norma proibitiva. Seria, portanto, a prática do *insider trading* também uma das hipóteses de abuso de poder de controle, ao utilizar-se o controlador de informações não divulgadas, em proveito próprio. Mais tarde, a Instrução CVM nº. 31/84 (posteriormente revogada pela IN nº. 358/2002) estabeleceu que qualquer pessoa, no exercício de sua atividade profissional, que tivesse acesso a informação relevante e não divulgada não poderia utilizá-la em proveito próprio...Dentro desse entendimento, a Lei nº. 10.303/2001 acrescentou o §4º ao art. 155, o qual dispõe que qualquer pessoa estará proibida de praticar o *insider trading*. Ao colocar essa norma no art. 155, a nova Lei pressupõe que o administrador representa o tipper, que transmite ao tippee a informação não divulgada. Há sempre uma correlação entre o administrador e o terceiro. Daí estar o novo §4º adequado à matéria tratada no art. 155. Assim, o *insider* será, também, a pessoa que, em conluio ou mesmo por negligência do administrador, efetivamente se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra e/ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, os quais, necessariamente, seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam se o público investidor tivesse simultaneamente conhecimento dessas mesmas informações. Além do administrador, caracteriza-se como *insider* qualquer pessoa que, por ação ou omissão, aproveita-se da ação ou omissão dos administradores, de boa ou má fé, para operar no mercado, com valores mobiliários emitidos pela companhia. Desse modo, será considerada *insider* qualquer pessoa quem em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes e operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia.<sup>50</sup>

Em suma, os artigos 155 e 157 da Lei nº. 6.404/76 construíram a estrutura legal que previne e reprime *insider trading* no direito brasileiro. Conforme apontado por Nelson Eizirik:

Na leitura conjunta dos dispositivos, resulta claro que a lei segue também o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do *insider*

<sup>50</sup> Carvalhosa, Modesto; Eizirik, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002. p. 322-323.

de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (*disclose or refrain from trading*). Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*, é possível, porém, que tal informação possa pôr em risco interesse legítimo da companhia (art. 157 §5º). Nesse caso, porém, enquanto a informação não for divulgada, o *insider* está proibido de utilizá-la em proveito próprio, comprando e vendendo valores mobiliários da companhia, ou recomendando a terceiros que o façam. A lei também define expressamente a noção de fato relevante, adotando o conceito de *material fact* da *Rule 10-b* norte-americana, tal como interpretado pelos tribunais. Assim, fato relevante, é considerado aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia.<sup>51</sup>

Inclinando-se à prevenção ao *insider trading*, a Lei nº. 10.303/2001 acrescentou o §6º ao artigo 157 da Lei das S.A.:

Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela CVM, à 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.

O novo dispositivo legal também atribui poderes à CVM para exigir informações imediatas sobre qualquer alteração de posição acionária dos administradores da companhia, enfatizando, dessa forma, um procedimento que, consoante tantas vezes afirmado, viabiliza a identificação de eventual conduta ilícita de *insider trading*.

#### **4.3. Lei nº. 6.385/76**

Em seu artigo 9º, V, a Lei nº. 6.385/76 dispõe que compete à CVM apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado. Com efeito, pode-se afirmar que o *insider trading* é uma modalidade de prática não eqüitativa.

Destarte, uma das principais modificações introduzidas pela Lei nº. 10.303/2001 na Lei nº. 6.385/76 foi a tipificação do delito de *insider trading*, inscrito no artigo 27-D:

---

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 46.

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 outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: 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.

Antes da promulgação da Nova Lei das S.A., os casos de *insider trading* não eram considerados como crime e havia dúvidas quanto à sua eventual tipificação penal, havendo quem sustentasse a possibilidade de seu enquadramento na figura penal de estelionato.<sup>52</sup> A CVM os averiguava mediante processo administrativo e, nos casos mais graves, remetia ao Ministério Público para que fossem tomadas as medidas legais.

Ao tipificar como crime o *insider trading*, a Lei n.º 6.385/76 não permite mais que fique a critério da CVM a condução do caso ou não à Justiça Criminal, dependendo da gravidade do ato. Ao serem constatados indícios de *insider trading*, cabe à CVM a averiguação de provas – que nesse tipo de conduta constituem indícios que poderão ou não ser transformados em presunção, e esta sim será considerada prova pelo juiz – mediante inquérito administrativo. A aplicação de sanções pela CVM tem caráter administrativo, não excluindo a responsabilidade civil e criminal.

A ampliação do elenco de crimes contra o mercado de capitais trouxe maior credibilidade ao investimento nesse mercado, reprimindo a ação de indivíduos mal intencionados. Além do uso de informação privilegiada, a Lei n.º 10.303/2001 também tipificou, criminalmente, a manipulação de mercado e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

#### **4.4. Instrução CVM nº 358/2002**

A preocupação com a transparência nas operações e com a equidade de direitos fez com que a Comissão de Valores Mobiliários emitisse a Instrução n.º 358, em 2002, que obriga a divulgação das operações realizadas por aqueles ligados à administração que possuam ou tenham acesso à informação privilegiada.

---

<sup>52</sup> PARENTE, Norma. Aspectos Jurídicos do insider trading. 1979.

A Instrução nº. 358 dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

Define, ainda, ato ou fato relevante como qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou de qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro.

#### **4.5. Instrução CVM nº. 369/2002**

Atendo-se à prevenção de *insider trading*, o artigo 12 da Instrução Normativa nº. 358 ganhou redação ampliativa do seu campo de incidência: “Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do Conselho Fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve enviar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, assim como divulgar, nos termos do artigo 3º, declaração contendo as seguintes informações:”

Igualmente, com vista à prevenção da ação de *insiders*, o artigo 13, parágrafos 3º e 5º, restaram assim formulados:

A vedação do caput também prevalecerá:

I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e

II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver 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.

As vedações previstas no caput e nos parágrafos 1, 2 e 3, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgar o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.

## 5. DIREITO COMPARADO

A prática de *insider trading* no mundo vem sendo combatida, principalmente, através da aplicação de normas sancionadoras. Dentre as razões para a aplicação de tais normas, podemos destacar, primeiramente, razões econômicas – relacionadas à eficiência na determinação do valor dos títulos negociados no mercado de capitais. A cotação das ações deve refletir, apenas, as informações publicamente disponíveis, em determinado momento. As informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que as pessoas que estão por dentro da empresa possam utilizá-las, em proveito próprio ou de outrem, antes da sua divulgação. Em segundo lugar, podemos suscitar razões de cunho ético, fundamentadas na confiança no mercado, evitando a desigualdade.

O combate ao *insider trading*, igualmente, também vem sendo realizado através da elaboração e da aplicação de normas preventivas, referentes à ampla divulgação e disseminação de informações, bem como através de normas repressivas, as quais imputam sanções cíveis, administrativas e criminais.

Os aspectos preventivos e repressivos variam de país para país, porém, à luz do direito comparado, observa-se uma nítida tendência no sentido de enfatizar as normas de caráter repressivo. Essa tendência é manifestada pela introdução de normas penais sancionadoras ao *insider trading*, assim como a imposição de penalidades administrativas cada vez mais severas.

Após breve análise do direito comparado, o que se sobressai em comum é que os países mencionados consideram o *insider trading* como crime e é uma conduta passível de severa punição. Outras questões comuns são a busca da ampliação do conceito de *insider*; e a tendência de considerar, para efeito de punição, não somente a *insider information*, mas também a *market information*.

### 5.1. Estados Unidos

Historicamente, a legislação norte-americana é a mais antiga na repressão ao *insider trading*. De acordo com Fábio Comparato, o primeiro país a se preocupar eficazmente com o

problema foram os Estados Unidos, editando desde o *New Deal* do Presidente Roosevelt uma legislação repressora do que lá se convencionou chamar de *insider trading*. O objetivo dessa legislação, como se declarou nos debates parlamentares que procederam ao *Securities Act* de 1933, foi pôr os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem.<sup>53</sup>

De fato, a legislação norte-americana alavancou a questão acerca da existência do *insider trading* no mercado de ações. A maioria dos países que vêm adotando normas de *disclosure* e de repressão ao *insider trading* se inspiram na sistematização da legislação federal sobre *securities* norte-americana. Os Estados Unidos têm apontado o maior número de casos julgados envolvendo a responsabilidade dos *insiders* e maior esforço na repressão à prática de *insider trading*.

As principais normas previstas no *Securities Exchange Act* de 1934 são a Seção 16, “a”, que impõe a obrigação de envio à SEC de relatórios mensais, indicando alterações no número de ações que possuem em determinada companhia; e a Seção 16, “b”, que define que o *insider* não pode comprar e vender ou vender e comprar em intervalo inferior a seis meses.

O dispositivo de alcance mais amplo está contido na chamada *Rule* 10, b-5, promulgada pela SEC na regulamentação da Seção 10, “b”, do *Securities Exchange Act*. Essa norma estabelece que é ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao negociar ações, preste informações falsas ou incorretas, ou omita um fato relevante.

Dois questões marcam alguns desenvolvimentos importantes na disciplina do *insider trading* nos EUA. *A priori*, saber quais são as pessoas proibidas de negociar, ou seja, quem são os *insiders*; em segundo lugar, se a lei proíbe a utilização em proveito próprio apenas da *insider information* ou também se alcança a informação de mercado, *market information*.

Em relação à primeira questão, a tendência é ampliar o conceito de *insider*. Assim, considerou-se que os funcionários, administradores e controladores das companhias não esgotam a classe dos *insiders*, podendo também enquadrar-se nesta classificação pessoas que, não vinculadas funcionalmente à companhia, tivessem acesso privilegiado a determinadas informações.

Quanto à segunda questão, não há um consenso na doutrina e na jurisprudência sobre a diferença entre *market information* e *insider information*. Para alguns, a diferença está na

---

<sup>53</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Op. cit. p. 41.

fonte de informação sendo *insider information* originada na própria empresa, enquanto a *market information* emana de fora da empresa. Para outros, a diferença se baseia na natureza da informação sendo *insider information*, informações sobre os lucros e ativos da companhia, enquanto que informações sobre o comportamento futuro das ações da empresa, não relacionado diretamente com seus negócios, constitui-se *market information*.

A *Rule* 14, e-3, por fim, impõe a qualquer pessoa que detenha uma informação confidencial e relevante sobre uma oferta pública, e que saiba que tal informação foi obtida do ofertante, a obrigação de revelar ou abster-se de negociar.

## 5.2. França

Na França, a prática de *insider trading* é considerada crime, porém não há dispositivos específicos permitindo a responsabilidade civil do *insider* pelos prejuízos causados. Há também nítida tendência em tornar cada vez mais abrangente o conceito de *insider trading*, o que podemos verificar em outros países da Europa.

Essa matéria passou a ser disciplinada a partir da Ordenação nº 67-833, de 1967, que acrescentou o art. 162-1 à Lei de Companhias, de 1966. O artigo passou a exigir dos diretores e demais funcionários graduados a conversão de todas as suas ações ao portador em nominativas, além de obrigá-los a enviar relatórios periódicos à *Commission des Operations de Bourse*, relativos às transações efetuadas com as referidas ações. Vale dizer que foram impostas sanções criminais àqueles que não enviassem os relatórios.

A partir da Lei 70-1-208, de 23.12.70, em seu art. 10-1, o *insider trading* passou a ser considerado crime. O art. 10-1 da Lei obriga os diretores, funcionários graduados, suas esposas, filhos e dependentes a converterem suas ações para a forma nominativa, estabelecendo ser crime o *insider trading* praticado por estas pessoas.

A Lei também inclui como *insider* quaisquer pessoas que, no exercício de suas funções profissionais, têm acesso a informações referentes a circunstâncias técnicas, comerciais, financeiras e operacionais da companhia. A jurisprudência tem aceitado a extensão do conceito de *insider*.

Em 20.12.82, foi aprovada uma Lei que introduziu certas alterações importantes na disciplina legal do *insider trading* na França, dando nova redação ao art. 10-1 da Lei 70-

1.208. Dentre as alterações, destacamos a ampliação da definição de informações privilegiadas, passando a incluir também as informações de mercado, referentes a projeções na evolução dos negócios da empresa ou no comportamento futuro do mercado para seus títulos.

### 5.3. Inglaterra

Na Inglaterra, o *Companies Act* de 1980 considera criminosa a conduta de certas pessoas que, ao transacionar com valores mobiliários, estejam na posse de informações confidenciais que possam afetar o preço de tais títulos, sendo aplicada ao infrator pena de prisão.

A proibição de *insider trading* se aplica aos diretores, empregados da empresa, assim como indivíduos com relações profissionais ou comerciais com a companhia que detêm uma *unpublished price sensitive information*, aos que recebem tal tipo de informação das pessoas acima indicadas, às pessoas envolvidas em um processo de *takeover offer* (aquisição de controle acionário mediante oferta pública); aos funcionários públicos e seus *tippes*. O dispositivo visa a proteger o indivíduo que por necessidades financeiras urgentes, é forçado a vender suas ações em um momento em que, coincidentemente, esteja em posse de informações privilegiadas.

### 5.4. Portugal

O Código de Valores Mobiliários de Portugal tipifica o crime de *insider trading*, cominando pena de até três anos de prisão. Ampliando o conceito de *insider*, também prevê penalização à entidade emissora e a quem quer que obtenha informação privilegiada em função de seu trabalho, mesmo que ocasional, inclusive ou à outra qualquer. O mesmo dispositivo insere, no rol de *insiders*, as pessoas que recebem informações privilegiadas.

No âmbito preventivo, a legislação portuguesa também se mostra completa, pois se preocupa com a isonomia de tratamento dos investidores e com a defesa do mercado, exigindo

a divulgação de informações completas, verdadeiras, atuais, claras e lícitas, nesse ponto atendo-se às informações periódicas fornecidas ao mercado pelas empresas abertas, às ofertas primárias e aos intermediários financeiros.

## 5.5. Alemanha

Na Alemanha, a repressão ao *insider trading* é baseada quase que exclusivamente em códigos de autodisciplina, ou seja, não existe uma relação direta de intervenção estatal na matéria e não há leis em sentido formal. O Estado renuncia ao seu direito de regulamentação autorizando um sistema de autodisciplina, que é um exemplo de autocontrole voluntário.

As regras ou normas de comportamento alemãs para as operações de *insider* contêm as características específicas e precisas dos elementos do caso em questão. Os destinatários da proibição são divididos em três categorias: a) os *insiders* de direito (representantes legais e os membros do conselho fiscal da sociedade); b) os acionistas que detenham pelo menos 25% do capital, seus representantes legais e membros dos seus órgãos de fiscalização; c) os empregados da empresa, filiais ou acionistas com participações superiores a 25% do capital. A norma considera tanto a utilização de informações pelos *insiders* como pelos *tippees*. São consideradas informações privilegiadas aquelas que ainda não foram difundidas e que podem influenciar o mercado de ações e enumeram-se, taxativamente, quais os comportamentos que constituem *insider trading*.

Quanto às penas, concretizam-se na obrigação de devolver os lucros indevidamente auferidos, incluindo uma multa conforme a importância da operação, ou uma pena de prisão de até cinco anos.

## 6. JURISPRUDÊNCIA

No presente capítulo, a título ilustrativo, serão apresentados casos de *insider trading*, sendo certo que alguns ainda estão sendo investigados e outros já foram julgados na esfera administrativa.

O Inquérito CVM n.º14/80 trata de um caso ocorrido com a empresa Supergasbrás em 1978. A Supergasbrás comunicou à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro um fato relevante relativo à venda de dois prédios à outra empresa, o que gerou um lucro duas vezes e meia superior ao lucro operacional da companhia. Isso fez com que as ações, até então de pouca liquidez, tivessem seu preço disparado, chegando a um patamar tal que não havia mais como subir quando foi divulgado o fato relevante. A CVM entendeu que houve um vazamento de informação e, ainda, que outras pessoas também compraram ações no período, supostamente de posse da mesma informação. Entretanto, essas pessoas não foram arroladas no processo administrativo por não serem administradores da empresa vendedora do imóvel – a alteração que estipulou que o *insider trading* também se aplica a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, só ocorreu posteriormente com a Instrução CVM n.º 31/84.

Outro interessante caso é o Inquérito CVM n.º 29/82. A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro remeteu à CVM relatório relativo a operações com ações da empresa White Martins S.A., no qual se constatou a atuação de membro do Conselho de Administração e da diretoria entre os compradores em dias anteriores à divulgação de fato relevante ao mercado.

O Inquérito CVM n.º 31/93 acolheu a aplicação de penalidades a terceiros que não eram nem controladores nem administradores, ao considerar-se prática não equitativa um caso de aquisição de ações de acionista, pois os adquirentes tinham conhecimento de informação sobre o fechamento de capital da companhia, que levaria a uma valorização das ações por ocasião da oferta pública obrigatória. Nessa ocasião, admitiu-se a aplicação de prova indireta, visto que era fundamental o exame da intenção dos interessados, pois a prova direta seria inviável, exigindo necessariamente a confissão.

Em outro caso, um sócio do Banco Fator teria usado informações de bastidores para negociar ações da empresa de energia COPEL. O Banco Fator era o responsável por formatar a privatização da empresa. A CVM julgou o Banco culpado em novembro de 2004, mas até hoje o banqueiro apela o pagamento de uma multa no valor de quinhentos mil reais.

No caso Telemar, a CVM suspeitou da existência de um informante dentro da empresa. Em setembro de 2006, parte do mercado ficou sabendo detalhes da operação de pulverização das ações da companhia, levando vantagens sobre os acionistas controladores. Na ocasião, um dos diretores da empresa pediu afastamento.

Em de janeiro de 2007, um ex-analista do banco de investimentos Merrill Lynch foi condenado a três anos e um mês de prisão pelo uso de informações privilegiadas numa fraude que o fez ganhar, ilegalmente, US\$ 6,7 milhões.

Em fevereiro de 2007, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) fechou um acordo com um ex-diretor financeiro e de relações com investidores da Sadia e com um ex-funcionário do ABN Amro Real. Acusados de usar informação privilegiada em causa própria, eles concordaram em pagar, respectivamente, multas de US\$ 364 mil e US\$ 135 mil.

Um dos casos mais recentes diz respeito à venda da Ipiranga ao consórcio formado por Petrobras, Ultra e Braskem. Um gerente da BR Distribuidora foi afastado do cargo sob suspeita de ter usado informação privilegiada sobre a negociação para especular no mercado de ações. Ele comprou ações ordinárias da Refinaria Ipiranga, em março de 2007, e as revendeu com valorização de 70%, seis dias depois, quando houve o anúncio oficial da venda do controle acionário da empresa.

Em abril de 2008, foi anunciada a descoberta de um novo campo de petróleo, resultando na subida de mais de 10% no preço das ações da Petrobras. Mesmo não tendo sido confirmada a informação, muitos investidores auferiram vantagens e outros amargaram prejuízos em suas negociações. Ainda não se sabe se houve utilização de informações privilegiadas, porém, o caso está sob investigação.

## 7. CONCLUSÃO

Diante do exposto ao longo deste trabalho, pode-se afirmar que os argumentos em favor da regulação para proibir a prática do *insider trading* devem prevalecer. Em face de sua dinâmica, o mercado de capitais carece de regulação, principalmente no tocante à publicidade das informações. O interesse público no mercado de capitais e o papel das informações, que nele devem circular prontamente obrigam a prevenção e a punição da prática do *insider trading*.

Um mercado de capitais regulado de forma séria e criteriosa beneficia toda a economia do País, contribuindo para o seu desenvolvimento econômico. Desta forma, na medida em que um mercado de capitais vigoroso é essencial à economia, os instrumentos de controle utilizados pelo Estado devem se orientar por uma política harmonizada com a observância e o respeito ao interesse geral.

O mercado de capitais, como é notório, é extremamente dependente de um ambiente seguro para quem investe nele. Não se pode negar que, quanto maior for a confiabilidade do nosso mercado, mais rapidamente será incorporada, à nossa cultura, a tendência da aplicação em valores mobiliários.

O esforço voltado à prevenção e repressão do *insider trading* concretiza-se em fator crucial para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais e redução do custo do capital das empresas, com evidentes benefícios para a economia e sociedade. Ao mesmo tempo em que se incentiva a formação da poupança interna, capta-se o fluxo internacional do dinheiro, o que hoje se acha facilitado pela saudável concorrência, instalada nessa espécie de mercado, quer pela globalização, quer pela tecnologia disponível. E, se o capital, atualmente, circula livre por inúmeros países, ganharão a prioridade dos investimentos aqueles que, a par de propiciarem um retorno adequado, melhor preservarem os aplicadores de operações não eqüitativas.

É certo que o ordenamento jurídico brasileiro tem caminhado nesse sentido, uma vez que a Lei nº.10.303/2001 introduziu mudanças significativas para o combate e punição ao *insider trading*, como a ampliação subjetiva e a criminalização dessa prática. O dever de lealdade e o dever de informar, que integram os mais recentes dispositivos legais, indicam a quem e que tipo de informação deve ser prestada, bem como estabelecem a obrigação de guardar sigilo. Somando-se a isso, o princípio do *full disclosure* constitui o principal suporte

dos modelos de Governança Corporativa e Novo Mercado, adotados pela Bovespa recentemente, e é vital para o fortalecimento do mercado de capitais nacional, atribuindo-lhe transparência, confiabilidade e credibilidade.

Em conclusão, reafirma-se a imperiosa necessidade de aplicação de regras rígidas de combate ao *insider trading*, uma vez que a Constituição Federal insere, entre os objetivos da República, a garantia do desenvolvimento nacional e econômico que, por sua vez, necessitam de um mercado de capitais sólido e robusto.

## REFERÊNCIAS

APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Insider Trading – Comentário ao Acórdão do Tribunal de Justiça de São Paulo na Apelação Cível nº. 12.145-1.RDM 109/173, 1998. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v.36, n. 109, p. 173-182, jan/mar.1998.

ASCARELLI, Tullio. **Problema das Sociedades anônimas e direito comparado**. 2. ed. São Paulo: Saraiva,1969.

BENNY, Laura N. **A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading**. John M. Olin Center form Law & Economics, Research Paper, n.04-004, feb. 2004. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=193070>>. Acesso em: 08 mai. 2008.

BARRETO, Zacarias. **A Lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.

BRASIL. LEIS E DECRETOS. Decreto-Lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1940. In: **Lei da Sociedade por Ações**. : Lei nº. 6.404, de 15/12/1976, com as alterações da Lei nº. 10.303, de 31/10/2001. 31 ed. São Paulo: Atlas, 2007. p.140-142.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 10. ed. São Paulo:. Atlas, 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº. 31 de 1984. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=\inst\inst031.htm>> Acesso em: 26 mai. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº. 358 de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=\inst\inst358.htm>> Acesso em: 26 mai. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº. 372 de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=\inst\inst372.htm>>. Acesso em: 26 mai. 2008.

CARVALHOSA, Modesto. O caráter normativo dos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, v.2, n. 6, p. 51-54, 1984.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei de Sociedade Anônimas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

\_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S.A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de; EIZIRIK, Nelson. **Regulação e controle do mercado de capitais (o papel da SEC na experiência norte-americana)**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n.2, 1971.

\_\_\_\_\_. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

DUAILIBI, Júlia. Quem Vazou? **Revista Veja**, ed. de 28 de Março. São Paulo: 2007.

EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e Responsabilidade Civil de Administrador de Companhia Aberta. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo: nº. 50, pp.42-56, abr./jun. 1983.

\_\_\_\_\_. **Temas de Direito Societário**. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

LIMA, Osmar B. C. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**. 1. ed. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

LOBO, J. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Inovações e questões controvertidas da Lei Nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito comercial**. São Paulo: Forense, 2007.

\_\_\_\_\_. **Novos estudos de direito societário**. São Paulo: Saraiva, 1988.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – Insider Trading – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo: n° 34, pp.31-51, abr.- jun. 1979.

PAES, Paulo Roberto Tavares. **Responsabilidade dos Administradores de Sociedades**. São Paulo: RT, 1978.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. São Paulo, Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do Insider Trading**. Superintendência Jurídica da CVM, junho de 1978.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005.

REQUIÃO, Rubens Requião. **Curso de Direito Comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

\_\_\_\_\_. O controle e a proteção dos acionistas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 16, 1974.

RIBEIRO, Milton Nassau, Fundamentos e efeitos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil**, vol 127, São Paulo: Malheiros, 2002.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. **A protecção dos investidores em valores mobiliários**. Porto: Almedina, 2001. p. 37.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SIQUEIRA, Marcelo Gustavo Silva. **Novo mercado**. Disponível em: <http://bovespa.com.br>>. Acesso em: 20 mai. 2008.

STAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 41, n. 126, 2002.