



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

INSIDER TRADING
UMA ANÁLISE CRÍTICA

por

MARIANA SILVEIRA MARTINS JOST

ORIENTADOR: LUIZ CLÁUDIO CRISTÓFARO

2008.1

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

INSIDER TRADING
UMA ANÁLISE CRÍTICA

por

MARIANA SILVEIRA MARTINS JOST

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da
Pontifícia Universidade
Católica do Rio de Janeiro
(PUC - Rio) para a obtenção
do Título de Bacharel em
Direito.

Orientador: Luiz Cláudio
Cristófar

2008.1

DEDICATÓRIA

*Aos meus pais e irmão por todo carinho e
apoio incondicional.*

*Ao meu avô, Nestor Jost, exemplo de vida e
fonte de inspiração, por todo estímulo durante
minha vida acadêmica.*

RESUMO

JOST, Mariana Silveira Martins. *Insider Trading – Uma Análise Crítica*. 74p. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2008.

Trata-se de estudo sobre o princípio do *full disclosure*, que norteia a regulação do mercado de capitais e sua correlação com a vedação ao *insider trading*. Este trabalho pretende apresentar as características do referido princípio, analisar a regulamentação do *insider trading*, bem como questionar a legitimidade do combate a esta prática e suas repercussões nas esferas jurídica e econômica. Serão analisados ainda, ao decorrer do trabalho, casos recentes julgados pela CVM e identificadas novas tendências visando à tutela da informação no mercado.

Palavras-chave:

Direito à Informação – Princípio do *Full Disclosure* - Transparência – Práticas Não-Equitativas - *Insider Trading* – Mercado de Capitais – Companhia Aberta – Regulação – CVM - Informação Privilegiada.

SUMÁRIO

Introdução.....	7
1. O Princípio do <i>Full Disclosure</i>.....	11
1.1 O Direito à Informação e a Regulação do Mercado de Capitais.....	11
1.2 O Princípio do <i>Full Disclosure</i> e a Vedação ao <i>Insider Trading</i>	16
2.1 Mas afinal, o que configura o <i>insider trading</i> e quem são os insiders?	22
2.2 Elementos Legais e Regulamentares para a Configuração Lições da Doutrina e Aplicação no Caso Concreto.....	23
2.2.1 <i>Guia dos Dispositivos Legais Aplicáveis</i>	23
2.2.2 <i>Informações Relevantes e Sigilosas</i>	24
2.2.3 <i>Pessoa Ligada – O Alargamento do Conceito</i>	27
2.2.4 <i>O Elemento Subjetivo e a Ocorrência de Vantagem Indevida</i>	32
2.2.5. <i>Exceções à Vedação de Negociação</i>	34
2.2.6. <i>O Bem Jurídico Tutelado</i>	35
3. O Debate sobre a Regulação	38
3.1 Os Pró-Insiders – A Escola de Manne	42
3.1.1 <i>A Análise Econômica do Direito</i>	42
3.1.2 <i>A Eficiência do Mercado de Capitais - Potencialização do Princípio do Full Disclosure</i>	44

3.1.3 Adequada Remuneração dos Administradores	49
3.2 Os Contra-Insiders – A Corrente Majoritária	52
3.2.1 Proteção ao Princípio do Full Disclosure	53
3.2.2 A Questão Ética	54
3.2.3 Prejuízos aos Investidores	56
3.2.4 Prejuízos à Companhia Emitente	60
3.3 A Ausência de Justificativas Satisfatórias	62
Conclusão	64
Bibliografia.....	67

Introdução

De acordo com TRINDADE, ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais.¹ Com efeito, o art. 4º, VI, da Lei 6.385/76 é imperativo ao afirmar que uma das finalidades do exercício das funções da CVM é “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

Desta forma, um dos princípios por trás da regulamentação do mercado de capitais e da atuação da CVM é a tentativa de prover os investidores de certo grau de igualdade (*some degree of equalization of bargaining position*), possibilitando-lhes um juízo consciente sobre suas decisões de investimento. Se este ideal fosse alcançado, nenhum investidor, até mesmo um *insider*, poderia obter vantagens através do acesso privilegiado à informação.

No entanto, este ideal pode não ser plenamente alcançado, e de fato não o é, por três principais razões. Primeiramente, as companhias emissoras de valores mobiliários podem falhar em divulgar certas informações, mesmo quando tal divulgação seja imposta por força da regulamentação vigente². Em segundo lugar, a lei, por vezes, permite que informações sejam mantidas em sigilo quando sua divulgação for prejudicial às companhias, ou quando certas decisões ainda não foram submetidas às

¹ TRINDADE, Marcelo F. *O Papel da CVM e o Mercado de Capitais*. In: JAIRO SADDI (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p.308

² Reconhecendo esta possibilidade e como forma de tentar contorná-la, a CVM incluiu no par. 6º do art. 3º da Instrução CVM 358/02 a possibilidade do órgão de “determinar a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante.”

aprovações societárias pertinentes³. Finalmente, mesmo se a informação for corretamente divulgada, poderá demorar certo tempo até que esta seja de fato amplamente disseminada, de forma a garantir o igual acesso a todos investidores.⁴

Desta forma, apesar do esforço contínuo em se editar e aplicar normas e sanções relativas à divulgação, sempre haverá indivíduos com acesso a informações relevantes que ainda não foram divulgadas ou disseminadas amplamente pelo mercado. Estes indivíduos estarão em uma posição privilegiada em relação aos demais investidores. Neste ponto, coloca-se uma questão crucial: deve-se coibir estes indivíduos de negociar com base nessas informações que ainda não foram divulgadas ao público?

Discussões acadêmicas sobre a proibição do *insider trading* remontam ao começo do século XX⁵, quando, em 1910, H.L. WILGUS publicou o primeiro artigo sobre o tema⁶. Wilgus argumentava que o *insider*

³ Referida exceção está prevista na Instrução CVM 358/02 – “Art. 6º (...) os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.”, assim como no art. 157, par. 5º da Lei 6.404/76. Adicionalmente, por meio de uma leitura a *contrario sensu* do art. 157, par. 4º da Lei 6.404/76 (“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 (...)), podemos admitir que planos e projetos relevantes da companhia ainda não aprovados por seus órgãos societários não precisam ser necessariamente divulgados.

⁴ A Instrução CVM 358/02 em seu art. 3º afirma ser dever do Diretor de Relações com Investidores zelar pela ampla e imediata disseminação de informações relevantes, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação, no entanto, nem sempre isso se verifica.

⁵ Não obstante o debate sobre a regulamentação do *insider trading* ter surgido somente a partir dos últimos cem anos, a existência de práticas abusivas no mercado coincide com a criação das primeiras sociedades por ações em 1609, LAMY destaca que “já em 1609 (apenas sete anos após a fundação da Companhia) havia clamor público contra abusos nas manipulações da Bolsa, o que deu causa à sua coibição mediante decretos de 1610”. LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 1997, Vol. I, p. 87.

⁶ WILGUS, H.L. *Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder* (1910) 8 Mich. L. Rev. 267. apud GILLEN, Mark. *The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital Market* (May 25, 2006), disponível em <<http://www.tfmsl.ca>>

trading era inerentemente injusto e moralmente ofensivo.⁷ Esta escola, inaugurada por Wilgus, foi seguida pelo Congresso Norte-Americano, culminando na edição do *Securities Act of 1933* e do *Securities Exchange Act of 1934* e encontrou eco alguns anos depois na regulamentação do mercado de capitais brasileiro⁸. Para efeito do presente trabalho, convencionamos em chamar seus adeptos de os “Contra-Insiders”.

Não obstante, em 1966, HENRY MANNE⁹, acadêmico filiado a nova vertente de interpretação do Direito, denominada *Law and Economics*¹⁰ ou Análise Econômica do Direito, desafiou a visão dominante até então, questionando pela primeira vez o posicionamento dos Contra-Insiders, ao afirmar que o *insider trading* não causava danos aos investidores, pelo contrário, trazia benefícios ímpares, que não poderiam ser alcançados por qualquer tipo de regulamentação, tornando o mercado mais eficiente e competitivo. Para fins do presente, convencionamos em chamar a escola inaugurada por Manne e seus seguidores de “Pró-Insiders”.

O escopo do presente trabalho será analisar o princípio do *full disclosure*, que norteia a regulamentação do mercado de capitais no Brasil e no mundo e, com base neste princípio, após delinear o estágio atual da

⁷ Neste mesmo contexto, ADOLPH BERLE, em 1927, também se dedicou a uma obra a respeito do *insider trading*, intitulada “*Publicity of Accounts and Director’s Purchase of Stock*” (1927) 15 Mich. L. Ver.827.

⁸ Segundo LEÃES, “a repressão à figura delituosa em apreço só receberia desenvolvimento maior nos EUA, na década de 60, motivada por uma reação à febre de especulação bolsística que atacou o país, sendo inclusive objeto de acolhimento pela novel legislação brasileira do anonimato.” LEÃES, L.G. Paes de Barros. *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*. 1a ed. Sao Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 139.

⁹ MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market* (New York: Free Press, 1966)

¹⁰ Para o movimento *Law and Economics* a base para a decisão de um juiz deve ser a relação custo-benefício. O direito só é perspectivo quando promove a maximização das relações econômicas. A maximização da riqueza deve orientar a atuação do magistrado. O texto axial para a compreensão dos fundamentos conceituais do movimento direito e economia encontra-se em excerto de Richard Posner, com o título de *A Pragmatic Manifesto*. GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes. Direito e Economia: introdução ao movimento Law and Economics. Jus Navigandi, Teresina, ano 11, n. 1509, 19 ago. 2007. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=10255>>. Acesso em: 03 jun. 2008.

regulamentação do *insider trading*, questionar a legitimidade do combate a esta prática e suas repercussões nas esferas jurídica e econômica. Serão analisados ainda, ao decorrer do trabalho, casos recentes julgados pela CVM e identificadas novas tendências visando à tutela da informação no mercado.

1. O Princípio do *Full Disclosure*

1.1 O Direito à Informação e a Regulação do Mercado de Capitais

Como relembra LEÃES, deve-se a Louis D. Brandeis, juiz da Suprema Corte a partir de 1916, as primeiras reivindicações em prol de um sistema de *full disclosure* na disciplina do mercado de capitais. Em obra publicada em 1914, Brandeis ressaltou a necessidade da publicidade como um remédio aos problemas sociais e econômicos: “A luz do sol é o melhor desinfetante, e a luz elétrica, o mais eficiente policial” (*Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*).¹¹

A partir desse entendimento, o processo de fornecimento amplo de informações passou a constituir instrumento-chave para a polícia do mercado de valores na América do Norte e a pedra central da legislação correspondente. Como ressalta LOSS, “existe um tema recorrente nessa legislação [norte-americana]: mais transparência, e ainda mais transparência” (*there is the recurrent theme throughout these statutes of disclosure, again disclosure, and still more disclosure*).¹²

De fato, conforme frisa LAMY e BULHÕES PEDREIRA, as leis hoje, praticamente de todos os países, extremam-se em exigir cada vez maior transparência na ação dos gestores e cada vez maior divulgação dos fatos capazes de influir na cotação das ações, com o objetivo de construir a *maison de verre*, ou, se impossível, a casa com “portas e janelas abertas” da antiga fórmula holandesa.¹³

¹¹ Essa frase aparece inserta no contexto de mensagem do Presidente Roosevelt, que encaminhou o projeto de lei. LEÃES, op. cit, p. 90

¹² LOSS, Louis. *Securities Regulation*, Boston, 2a ed., 1961. vol. I, pp. 121 e ss.

¹³ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 1997, Vol. I, p. 87.

No direito brasileiro, o art. 4º, VI, da Lei 6.385/76 fundamenta o princípio do *full disclosure*, ou da informação completa, ao afirmar que uma das finalidades do exercício das funções da CVM é “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

A relevância da regulação da informação no mercado de capitais, conforme assevera MARTINS PROENÇA, justifica-se no sentido de ser um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos, em tese, as suas decisões de investimento¹⁴.

Segundo lição lapidar de BOCATER:

Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do *full disclosure*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, tem esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.¹⁵

De fato, esta preocupação já havia sido demonstrada antes mesmo da criação da CVM com o advento da Lei 4.728/65, que delineou os objetivos da intervenção regulatória estatal no mercado de capitais brasileiro, incluindo, explicitamente entre tais objetivos, os seguintes:¹⁶

¹⁴ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2005. p. 230

¹⁵ BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. In: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). *Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Ed. Dialética, 1999. p. 211

¹⁶ TRINDADE, Marcelo. op. cit., p. 308

- facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;

- proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;

- evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; e

- assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários.

QUIROGA, ao analisar as prescrições fundamentais que norteiam o direito do mercado financeiro e de capitais por meio da análise de toda a estrutura normativa hierarquizada (Lei 4.595/64, Lei 4.728/65, Lei 6.385/76, Lei 6.404/76 e Constituição Federal de 1988), extraiu do ordenamento os seguintes princípios jurídicos: (i) o princípio da proteção da mobilização da poupança nacional; (ii) princípio da proteção da economia popular; (iii) princípio da estabilidade da entidade financeira; (iv) princípio da proteção do sigilo bancário; e (v) princípio da proteção da transparência de informações.¹⁷

De fato, não parece exagerado afirmar que o princípio da informação completa é central para o funcionamento e a própria existência do mercado de capitais. A garantia de acesso a informações necessárias para que o

¹⁷ QUIROGA MOSQUERA, Roberto. Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). *Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Ed. Dialética, 1999. p. 257 e ss.

investidor tenha conhecimento de todos os riscos existentes ao fazer seu investimento funciona como um incentivo ao investimento e ao conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais e do país. Prova cabal disso, segundo CALIXTO SALOMÃO FILHO, é que recentes estudos comparativos têm revelado uma correlação positiva entre importância e desenvolvimento do mercado de capitais em cada país e o grau de proteção da informação completa.¹⁸

Segundo o OECD¹⁹, os deveres de divulgação de informações devem abranger, por exemplo, informações relevantes sobre:

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

O aumento na quantidade e na qualidade das informações resultaria em um processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia.²⁰

¹⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros. 3ª ed. 2006. pp. 153 e ss.

¹⁹ OECD. *Os Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades*. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 10 de maio de 2008.

²⁰ EASTERBROOK, Frank & FISCHER, Daniel R. *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*. Virginia Law Review. Charlottesville, Virginia Law Review Association, v. 70, n. 4, mai. 1984, pp. 669-715. No mesmo sentido, estudo conduzido por Utpal Bhattacharya et al. relaciona uma boa política de divulgação de informações à redução de custos econômicos e financeiros. Outros estudos relacionam ainda a ampla divulgação de informações a crescimento econômico. Nesse sentido, Rajan e Zingales apontam que as indústrias mais dependentes de

Com efeito, pesquisa conduzida em 2002 pela conceituada firma de consultoria McKinsey & Co. concluiu que os investidores pagam entre 20% e 23% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de governança e transparência.²¹

Neste mesmo sentido, Norma Parente, ex-diretora da CVM, ressaltou que as companhias brasileiras, por não garantirem amplitude suficiente nas informações divulgadas, lançam suas ações por um valor inferior ao que suas condições econômicas permitiriam, deixando de ganhar um prêmio de seus acionistas de cerca de 22,9%.²²

De fato, ao analisarmos a questão da efetividade do princípio da ampla informação no Brasil, podemos observar que ainda há um longo caminho a ser trilhado em busca da adequada prestação de informações ao mercado por parte das companhias abertas. É possível verificar este cenário em recente pesquisa denominada “Decisões da CVM em Matéria Societária no período de 2000 a 2006”, realizada pela Escola de Direito Fundação Getúlio Vargas e pela Faculdade de Economia e Administração da USP e por profissionais da Interlink Consultoria, que

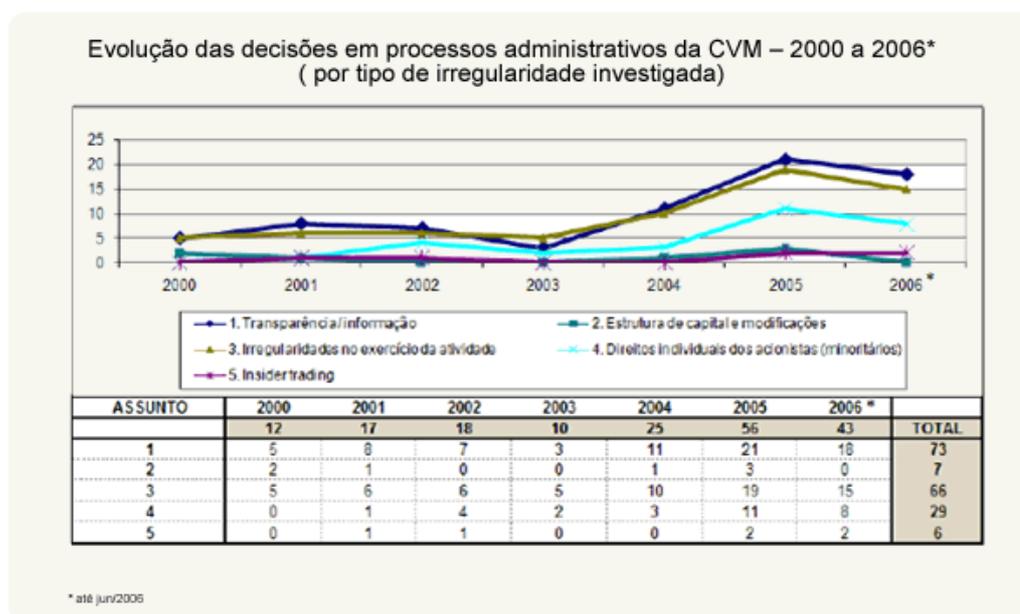
recursos externos tendem a crescer mais lentamente em países que possuem frágeis práticas de divulgação de informações. UTPAL BHATTACHARYA, HAZEM DAOUK e MICHAEL WELKER, *The World Price of Earnings Opacity*, in <<http://www.ssrn.com>>, 2002 e RAJAN, RAGHURAM G. e LUIGI ZINGALES, “Financial Dependence and Growth” in *The American Economic Review*, vol. 88, 1998, p. 559-586, *apud* MARTINEZ, Ana Paula. *Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*. V Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários, disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 20 de maio de 2008.

²¹ McKinsey/KIOD Survey on Corporate Governance, 2002. Disponível em <<http://www.mckinsey.com>>. Acesso em 21 de maio de 2008.

²² PARENTE, Norma. *Governança Corporativa – A Cartilha da CVM*, palestra proferida em 14 de agosto de 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ.asp>>. Acesso em 20 de maio de 2008. E, ainda, segundo estudo recente, as economias em desenvolvimento e em transição perderam bilhões de dólares em investimentos estrangeiros devido a frágeis políticas de divulgação de informações (o Brasil teria perdido US\$ 40 bilhões), Cf. Shang-Jin Wei e Thomas W. Hall, *Investigating the Cost of Opacity: Deterred Foreign Direct Investment*, Disponível em <<http://www.pwcglobal.com>>, 2001. Acesso em 21 de maio de 2008.

analisou os julgados da CVM nos processos administrativos sancionadores ocorridos entre janeiro de 2000 e junho de 2006²³.

Concluiu o referido estudo, que as questões que aparecem com mais frequência nos julgados da CVM envolvem o princípio da transparência e o dever de informar das companhias abertas, conforme descreve o gráfico abaixo:



* Fonte: HÁFEZ, Andréa. *Transparência e o tema mais freqüente nos julgamentos da CVM. Espaço Jurídico Bovespa, São Paulo, 6 ago. 2007. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 10 de maio de 2008.*

Demonstrada a importância da efetivação do princípio do full disclosure no mercado de capitais brasileiro, passemos à análise de sua possível relação com o combate ao *insider trading*.

1.2 O Princípio do *Full Disclosure* e a Vedação ao *Insider Trading*

²³ HÁFEZ, Andréa. *Transparência e o tema mais freqüente nos julgamentos da CVM. Espaço Jurídico Bovespa, São Paulo, 6 ago. 2007. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 14 de maio de 2008.*

Não há dúvidas de que o princípio da informação completa, ou *full disclosure*, de fato permeia todo nosso ordenamento jurídico, e apresenta-se como base para a realização de outros princípios como o desenvolvimento nacional, mobilização da poupança nacional e proteção da economia popular.

No entanto, por mais que a lei consagre referido princípio e a regulamentação vigente institua uma série de obrigações e sanções visando sua implementação, sempre haverá indivíduos com acesso privilegiado a uma série de informações sobre as companhias emitentes e seus valores mobiliários, seja em razão de falhas na divulgação e identificação de informações relevantes²⁴, ineficiência dos canais de distribuição de informação²⁵ ou casos em que a própria lei permita a não divulgação imediata das informações ao mercado.²⁶

²⁴ Percebe-se a mentalidade dos administradores de companhias brasileiras pelo depoimento dado por um CEO de determinada Companhia em pesquisa realizada pela MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNACIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. Disponível em <www.kornferry.com.br>. Acesso em 11 de maio de 2008. “*Estamos abrindo... mas não ainda totalmente. Enquanto a concorrência não abrir completamente o jogo, ser totalmente transparentes seria prejudicial para nós*”

²⁵ Como bem lembra SANTOS, a mera disponibilidade de um conjunto de informações não basta para tornar um mercado eficiente, sendo necessário ainda todo um sistema capaz de absorver esses dados e utilizá-los em tempo hábil no processo decisório. De fato, um investidor “não-técnico” não possui condições de avaliar a complexidade e a rapidez das informações que lhe chegam. Por conseguinte, a implementação de um ambiente legal-institucional capaz de orientar as políticas de transparência, juntamente com a elaboração de padrões de divulgação por parte das próprias empresas e das instituições privadas, são passos igualmente decisivos para que as condições de acesso à informação sejam otimizadas no mercado de valores mobiliários. SANTOS, João R. R. *Mercado de Ações: uma Análise sobre o Sistema de Informações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1978.

²⁶ Nesse sentido, vide estudo encomendado pela *Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada* em 2006 e conduzido por GILLEN, Mark. Op. cit. p. 42. Texto original: “*One of the principles behind the disclosure of material changes by reporting issuers is that investors should, ideally, have equal access to information. (...) However, this ideal result may not be achieved for three reasons. First, the reporting issuer may fail to disclose some information, even where that information should have been disclosed. Second, securities laws allow information to be kept confidential in circumstances where disclosure could be detrimental to the issuer or where proposed decisions have yet to receive required approvals. “Insiders” may nonetheless have access to this information. Third, even if the information has been disclosed, it will take time for that information to be sufficiently widely disseminated to provide equal access.*”

Para muitos autores, impedir que esses indivíduos negociem com suas informações privilegiadas, seria uma forma de assegurar a primazia do princípio do *full disclosure* e da transparência de informações.

QUIROGA afirma que um indivíduo que se dirige ao mercado financeiro e de capitais para realizar um investimento, deve ele dispor das mesmas informações públicas de que terceiros eventualmente disponham. A companhia não poderá privilegiar alguns investidores com informações que deveriam ser públicas, em detrimento de outros. As normas que penalizam a denominada informação privilegiada (“*insider information*”) seriam a prova maior do afirmado.²⁷

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

Nesse mesmo contexto, CALIXTO SALOMÃO FILHO lembra que, como já cabalmente demonstrado por respeitada teoria econômica, o acesso diferenciado de participantes de uma relação jurídica a informações pode levar, inclusive, à deterioração dos bens oferecidos naquele mercado e em

²⁷ QUIROGA MOSQUERA, Roberto. Op. cit. p. 270

última instância ao desaparecimento do mercado.²⁸ Nos mercados de capitais, isso corresponde à diminuição do fluxo de investidores e de qualidade das empresas cotadas, acarretando a migração das melhores empresas (em se tratando de práticas societárias) e dos investidores mais sofisticados para os mercados em que há melhor acesso à informação.²⁹

Ensino semelhante foi passado por Marcelo Fernandez Trindade, então Presidente da CVM, em sua declaração de voto no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 18/01:

A CVM tem a missão legal de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado (art. 4º, inc. IV, "c", Lei 6.385/76). Esta é uma de suas responsabilidades mais fundamentais, porque é dela que dependerá o êxito de suas outras atribuições legais, notadamente, a de promover a aplicação da poupança dos investidores em valores mobiliários.

O mercado de capitais brasileiro só representará uma alternativa viável de financiamento para as empresas brasileiras, dando, assim, sua parcela fundamental de contribuição para o desenvolvimento do país, quando os investidores que aqui aportarem seus recursos confiarem no funcionamento adequado do mercado. Isso é algo que não depende apenas de política econômica e incentivos fiscais, assuntos com os quais nos vemos às voltas rotineiramente, mas, também, dos mercados serem ambientes confiáveis, honestos, onde não se corram riscos diversos dos inerentes ao mercado e, por isto, normalmente esperados.

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 (...).³⁰

²⁸ Nesse sentido, vide AKERLOFF, G. *The market for lemons : quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, v. 84 (1970), pp. 488 e ss.

²⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p.153 e ss.

³⁰ Trecho retirado do extrato da ata do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 18/01, disponível em <www.cvm.gov.br> Acesso em 12 de abril de 2008.

No Canadá, estudo conduzido em 1965 para a elaboração da regulamentação do mercado de capitais no país, recomendou veementemente a adoção de medidas proibitivas do *insider trading*, afirmando ser uma prática que “tende a destruir ou questionar” o conceito de um “mercado livre e aberto”. Caso os preços do mercado não estejam baseados no “mais amplo conhecimento de todos fatos relevantes”, os investidores podem correr o risco de vender a um preço muito baixo, quando há informações positivas relevantes ainda não divulgadas, ou comprar a um preço muito alto, quando há informações negativas relevantes ainda não divulgadas. Esse risco reduziria a “confiança do investidor no mercado”, reduzindo também o valor que os investidores estariam dispostos a pagar pelos valores mobiliários.³¹

No entanto, não obstante a doutrina majoritária brasileira e estrangeira estarem voltadas para o repúdio ao *insider trading*, tendo como base o já esboçado princípio do *full disclosure* e a higidez do mercado de capitais, alguns autores americanos têm encarado de forma crítica essa “verdade absoluta”. Para Henry Manne e seus seguidores, ao contrário do que se afirma, o *insider trading* não causa danos aos investidores individuais, não subverte o princípio do *disclosure* e seria a única forma de possibilitar a determinação do preço “correto” dos valores mobiliários, aquele que seria determinado pelo mercado caso todas as informações relativas às companhias emissoras fossem de domínio público. A determinação precisa do preço dos valores mobiliários, que somente seria obtida caso a negociação pelos *insiders* fosse permitida, promoveria inúmeros benefícios para a sociedade, possibilitando uma melhor alocação de investimentos e redução da volatilidade do mercado.

³¹ Tradução livre de trechos do *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*. Toronto: Queen's Printer, 1965.

Os argumentos inovadores dos Pró-Insiders serão detalhadamente expostos a seguir, assim como as diversas razões e justificativas dos Contra-Insiders. Mas, primeiramente, vamos nos dedicar em definir quem são os *insiders* e o que caracteriza a infração do *insider trading*.

2. A Regulamentação do *Insider Trading*

2.1 Mas afinal, o que configura o *insider trading* e quem são os *insiders*?

Segundo a definição clara e objetiva de EIZIRIK³²,

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 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.

PARENTE define, de forma semelhante, o “*insider*”, como toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a “informações relevantes” relativas aos negócios e situação da companhia.³³

COMPARATO contribuiu para a objetivação do conceito, definindo três elementos que compõem a figura delituosa do *insider trading*: (i) o benefício auferido por pessoas ligadas a uma companhia; (ii) a negociação, por alguma dessas pessoas, com valores mobiliários de emissão da mesma companhia; e (iii) o aproveitamento de informações não divulgadas, dizendo respeito a esta última.³⁴

Por fim, o artigo 27-D da Lei 6.385/76, introduzido pela Lei 10.303/01, define o crime de *insider trading*, ou uso indevido de informação privilegiada, como a utilização de informação relevante ainda

³² EIZIRIK, Nelson. *Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 50. 1983. p. 42-56.

³³ PARENTE, Norma. *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*. Disponível em <www.cvm.gov.br> Acesso em 15 de abril de 2008.

³⁴ COMPARATO, Fabio Konder. *A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas de Aquisição*. Revista de Direito Mercantil, São Paulo: v. 49, p. 60, jan./mar. 1983.

não divulgada ao mercado, por agente que tenha tido acesso à referida informação e sobre a 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.

Desta forma, indispensável definir o que torna uma informação relevante e sigilosa, quem pode ser considerado um *insider*, ou pessoa ligada, e qual seria o bem jurídico tutelado para fins da regulamentação vigente.

2.2 Elementos Legais e Regulamentares para a Configuração Lições da Doutrina e Aplicação no Caso Concreto

2.2.1 Guia dos Dispositivos Legais Aplicáveis

Conforma nos lembra MARTINS PROENÇA, citando EIZIRIK,

Foi apenas com a edição da Lei 6.404, em fins de 1976, que o *insider trading* passou a ser regulado de maneira mais taxativa, tanto em moldes preventivos como repressores. (...) Em suma, os arts. 155 e 157 da Lei 6.404 construíram, a partir de 1976, a estrutura legal que previne e reprime *insider trading* no direito brasileiro. “Na leitura conjunta dos dispositivos, resulta claro que a lei segue também o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do *insider* 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.”

Para facilitar o estudo do tema, elencamos a seguir, de forma resumida, todos os dispositivos legais e regulamentares, além dos mencionados arts. 155 e 157 da Lei 6.404/76, que versam atualmente sobre o assunto na ordem jurídica brasileira.

- Os arts. 155 e 157, combinados com os arts. 116-A, 145, 160 e 165 da Lei 6.404/76 e o art. 22, V, da Lei 6.385/76 instituem o dever de lealdade e de prestar informações, emitindo, implicitamente o conceito de *insider* e de “informações relevantes”;
- O art. 260 da Lei 6.404/76 institui o dever de sigilo especificamente em ofertas públicas projetadas para aquisição de controle;
- A Instrução CVM 358/02, conforme alterada, como um todo, dispõe sobre a divulgação e uso de informações relevantes e estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado;
- O art. 48 da Instrução CVM 400/03 estabelece normas de conduta adicionais às pessoas que estejam envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada; e
- O art. 27-D da Lei 6.385/76, introduzido pela Lei 10.303/01, define o crime de uso indevido de informação privilegiada.

2.2.2 *Informações Relevantes e Sigilosas*

Informações relevantes, nos termos da Lei 6.406/76 e da Instrução CVM 358/2002, compreendem: (i) qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, bem como (ii) qualquer fato que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou

reter esses valores, independentemente de estar relacionado em rol exemplificativo de norma legal ou regulamentar.³⁵

Nos Estados Unidos, a jurisprudência dos tribunais tem tradicionalmente entendido como “informação relevante” aquela que seria levada em consideração por um investidor médio para compra, venda ou manutenção de ações, ou que exerce impacto sobre o mercado, conforme leciona MARTINS PROENÇA.³⁶

Nos termos da Diretiva 592/89 da CCE, é considerada como informação relevante, para fins de caracterização do *insider trading*, toda aquela relativa a uma ou mais entidades emitentes de valores mobiliários e que, caso divulgada, é capaz de influenciar de maneira sensível a cotação de tais valores mobiliários.³⁷

Por fim, informações sigilosas seriam todas aquelas ainda não reveladas ao público, obtidas em decorrência do cargo exercido ou em virtude do exercício de profissão.

Nesse sentido, a CVM vem se mostrando disposta a fiscalizar e punir a falta de divulgação adequada de informações relevantes ao mercado,

³⁵ A Instrução CVM 358/2002, a fim de facilitar a identificação de situações que podem dar ensejo à necessidade de divulgação, apresenta rol exemplificativo, incluindo, fatos como mudança de controle da companhia, fechamento de seu capital, incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia. No entanto, cabe destacar que, conforme entendimento da CVM no Processo Administrativo Sancionador RJ 2002/1822, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, julgado em 06.05.2005, “o fato relevante deve ser reconhecido como tal a partir da avaliação de sua repercussão no valor da companhia, não importando que figure no rol exemplificativo da Instrução CVM 358/2002”. Dessa forma, fatos não relacionados podem ser relevantes, devendo ser objeto de divulgação, por outro lado, fatos relacionados na referida Instrução, podem, diante do caso concreto, não merecerem tal qualificação, não sendo necessária a sua divulgação.

³⁶ MARTINS PROENÇA, op. cit. p. 230. A primeira interpretação neste sentido sobre a definição do conceito de “material information” para os efeitos da Regra 10b-5 teria vindo da sentença prolatada no caso clássico SEC vs. Texas Gulf Sulphur Company, de 1965-1968.

³⁷ EIZIRIK et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 1a ed. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2008. p. 528.

independentemente de qualquer averiguação sobre a eventual utilização de informação privilegiada nas negociações com as ações da companhia que deixou de divulgá-las. Vide trechos do recente relatório do Processo Administrativo Sancionador CVM N° RJ 2007/3809, no qual a Superintendência de Relações com Empresas da CVM propôs a responsabilização do Sr. Richard Freeman Lark Jr., Diretor de Relações com Investidores da GOL, por ter infringido o disposto no parágrafo único do art. 6° da Instrução CVM n° 358/02, caracterizado pela não divulgação de Fato Relevante imediatamente após a informação relativa à aquisição da Nova Varig pela GOL ter escapado ao controle da Companhia:

"15. Segundo informado pelo DRI da GOL, as negociações envolvendo a Operação em referência iniciaram-se, ao menos, no início de dezembro, período em que alguns dos principais executivos da Companhia fizeram contatos esporádicos com os principais acionistas da VRG para verificar se haveria a possibilidade de realizar uma eventual aquisição.

16. Nos termos do artigo 6° da Instrução CVM n° 358/02, 'os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia'.

17. Ocorre que, segundo informações constantes dos autos, **em 25.03.07**, a informação teria escapado ao controle das administrações das companhias envolvidas (publicação de matéria na Revista Veja, **em 25.03.07**, notícia veiculada na coluna de Ancelmo Góis no Jornal O Globo, **em 28.03.07** e notícia veiculada no sistema Broadcast, **em 28.03.07**, às **10h22min**).

18. O parágrafo único do artigo 6° da Instrução CVM n° 358/02 determina que, na hipótese da informação escapar ao controle, as pessoas mencionadas no seu caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar **imediatamente** o ato ou fato relevante. (...)

26. É importante ressaltar que, nos termos do dispositivo mencionado no parágrafo 18, o ato ou Fato Relevante deverá ser divulgado, não só em caso de oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da Companhia, mas também na hipótese de a informação escapar ao controle.

27. Nesse sentido, após identificado o vazamento da informação, é imperativo que o DRI da Companhia a divulgue **imediatamente**, comunicando o mercado da procedência de tal informação e do estágio em que se encontra a operação. Tal divulgação independe, em regra, da efetiva definição das condições finais do negócio.

28. Tendo em vista que (i) foi constatado o vazamento de informações referentes à Operação em 25.03.07, mediante a veiculação de notícia na Revista Veja; (ii) foi enviado Ofício ao DRI da Companhia, em 26.03.07, por meio da qual foi solicitada sua manifestação a respeito da referida matéria; (iii) o DRI da Companhia divulgou Comunicado ao Mercado, em 27.03.07, em resposta ao questionamento da CVM, informando que ‘[...] a Companhia até o presente momento não tomou decisão no sentido de efetuar uma aquisição’, não tendo confirmado a existência de negociações envolvendo a compra da Nova Varig pela GOL; e (iv) o DRI da GOL somente divulgou Fato Relevante comunicando ao mercado da Operação, às 17h19min de 28.03.07, após ter recebido, às 14h58min do mesmo dia, novo Ofício reiterando a solicitação anterior, uma vez que havia sido constatada oscilação atípica naquela data, bem como haviam sido veiculadas novas matérias na imprensa a propósito da Operação; entendemos que, no caso concreto, restou comprovado o descumprimento ao disposto no parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/02.”³⁸

2.2.3 Pessoa Ligada – O Alargamento do Conceito

No que diz respeito ao conceito de pessoa ligada a uma companhia, PARENTE, por meio da análise dos dispositivos legais que versam sobre a matéria, elencou os seguintes indivíduos³⁹:

- a) administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76);
- b) membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76);
- c) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6404/76);
- d) subordinados das pessoas acima referidas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76);
- e) terceiros de confiança dessas pessoas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); e
- f) acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76).

Adicionalmente, a Lei 10.303/01 estendeu o conceito de *insider* ao introduzir o parágrafo 4º no citado art. 155 da Lei nº 6.404/76, 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”.

³⁸ O defendente Richard Lark apresentou proposta de Termo de Compromisso, a qual foi negada por ter se demonstrado desproporcional à reprovabilidade da conduta imputada ao proponente. Até a presente data, o processo encontrava-se pendente de julgamento. Informações disponíveis em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 2 de junho de 2008.

³⁹ PARENTE, Norma. Op. cit.

Neste mesmo sentido, a Instrução CVM 358/02 também contribuiu para o alargamento do conceito, instituindo, inclusive, vedações a negociação para administradores já afastados de seus cargos. Vide redação dos dispositivos pertinentes abaixo.

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do *caput* se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento. (nossos grifos)

Esta orientação está de acordo com o que já havia sido exposto por MUSSNICH em 1979, quando ressaltou que uma interpretação estreita das pessoas que são objeto de responsabilidade pela utilização desleal de informações privilegiadas, estaria em completo desacordo com a filosofia embutida na Lei 6.404/76 na sua tentativa de legal e culturalmente modificar o comportamento empresarial no Brasil.⁴⁰

⁴⁰ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “Insider Trading” – No Brasil e nos Estados Unidos*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. V. 34. abril/junho de 1979. pp.43 e ss.

Há, porém, segundo EIZIRIK et al., um limite para a expressão “qualquer pessoa” utilizada na norma: deve haver um nexo profissional entre o vazamento de informações e os terceiros, para que possam ser enquadrados na norma⁴¹. Assim, de acordo com CARVALHOSA & EIZIRIK, apenas aqueles que, em virtude do exercício de profissão tenham acesso às informações (auditores, advogados, peritos, operadores de mercado etc.) é que poderão ser responsabilizados pelo seu uso.⁴²

Com efeito, por meio do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 04/04, a CVM criou um precedente administrativo, ao utilizar-se dos artigos em referência para enquadrar o advogado contratado pelo BNDES, no âmbito do processo de reestruturação das dívidas do Grupo AES, no conceito de *insider* e condená-lo à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 150.000,00, por infração ao artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, e ao artigo 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/02.⁴³

A *contrario sensu*, não caracteriza *insider trading* a utilização de conhecimento eventual a respeito de informações relevantes e sigilosas da companhia, entendendo-se por “conhecimento eventual” aquele que não provém do exercício de alguma profissão ou função junto à sociedade. Nesse caso, os terceiros informados não poderão ser considerados *insiders*. Não obstante, o administrador responsável pelo vazamento de informações poderá ser responsabilizado administrativa e civilmente.⁴⁴

⁴¹ EIZIRIK et al., op. cit. p. 533

⁴² CARVALHOSA, Modesto & EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S.A.*, São Paulo: Ed. Saraiva, 2003. p. 322

⁴³ Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 04/04, julgado em 28 de junho de 2006. A ata do julgamento encontra-se disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 2 de abril de 2008.

⁴⁴ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense Universitária, 2008. p. 426.

Da mesma forma, nos Estados Unidos, desde a edição do *Securities Act of 1933* e do *Securities Exchange Act of 1934*, os doutrinadores vêm interpretando os dispositivos legais pertinentes, no sentido de “alargar” o conceito de *insider*.

Após o julgamento do caso *Cady, Roberts & Co.*, a SEC emitiu parecer buscando estender a obrigação imposta pela *Rule 10 b-5*⁴⁵ a outras pessoas, considerando que os funcionários, administradores e controladores das companhias não esgotavam a classe dos *insiders*, podendo também enquadrar-se nesta classificação pessoas que, não vinculadas funcionalmente à companhia, tivessem acesso privilegiado a determinadas informações.

Desta forma, segundo EIZIRIK, a obrigação contida na regra 10b-5 seria fundada em dois elementos:

- a) a existência de um relacionamento qualquer, dando acesso direto ou indireto a informações que deveriam estar ou publicamente disponíveis ou mantidas em absoluto sigilo; e
- b) a deslealdade envolvida, pela qual uma das partes leva vantagem na transação unicamente por conhecer a informações, sabendo que ela não estará disponível à outra parte.⁴⁶

Adicionalmente, dando continuidade ao esforço contínuo em alargar o conceito de *insider*, a *U.S. Securities and Exchange Commission* - SEC editou a *Rule 14e-3*⁴⁷, impondo a qualquer pessoa que detenha uma

⁴⁵ “*Rule 10b-5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.*”

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p.43 e ss

informação confidencial relevante sobre uma oferta pública e que saiba que tal informação foi obtida do ofertante, a obrigação de revelar ou abster-se de negociar.⁴⁸ Ademais, a regra também dispõe que é ilegal o *tipping* (dar informações, “dicas”) sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada, independente de resultar ou não o *tipping* em negociações realizadas pelos *tippees* (aqueles que receberam as informações).⁴⁹

Percebe-se então que a partir do alargamento do conceito de *insider*, inaugurou-se uma distinção relevante, amplamente aceita no direito comparado e aplicada reiteradamente pela CVM: a dos “*insiders* primários” dos chamados “*insiders* secundários”, ou *tippees*, que são aqueles que recebem as *tips* dos “*insiders* primários”.

Os “*insiders* primários” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo temporária, que lhes permita o acesso a uma informação privilegiada. São pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.⁵⁰

⁴⁷ “Rule 14e-3 -- Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers. If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer, it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: the offering person, the issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities (...).”

⁴⁸ EIZIRIK lembra que a edição da *Rule 14 e-3* foi uma reação imediata à decisão do caso *Chiarella v. United States*, onde foi decidido que o dever de informar, nos termos da *Rule 10 b-5*, não advém do mero acesso a “informações de mercado” confidenciais. Desta forma, um “*insider de mercado*” não teria os mesmos deveres que o “*insider da empresa*”.

⁴⁹ Nota-se que até então era ilegal apenas o *tipping* acompanhando de negociações por parte do *tippee*.

⁵⁰ EIZIRIK et al. Op cit. p. 533

Por sua vez, os “*insiders* secundários” são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders* primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante. Essa segunda categoria de *insider* só poderá ser punida administrativamente pela CVM se restar demonstrado que o acusado teve acesso e utilizou informações que sabia ser privilegiada.⁵¹

Adicionalmente, com relação aos “*insiders* primários” existe, na esfera administrativa, uma presunção *juris tantum* de que, em face de seus cargos ou posições, eles tiveram acesso a informações relevantes e, por essa razão, a eventual negociação com papéis da companhia seria irregular. Tratando-se de um “*insider* secundário”, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar o seu acesso à informação.⁵²

2.2.4 O Elemento Subjetivo e a Ocorrência de Vantagem Indevida

Ao analisarmos a regra legal do § 4º do art. 155 da Lei 6.404/76, verificamos que esta estipula uma vedação à negociação de valores mobiliários, desde que presentes os seguintes requisitos: (i) *finalidade de auferir vantagem*, elemento *volitivo* também referido no § 1º do mesmo art. 155, que trata dos administradores da sociedade; e a (ii) existência de informação relevante ainda não divulgada.

⁵¹ Neste sentido, vale lembrar a decisão nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM 13/00, no qual decidiu-se que uma relação de parentesco ténue e um pequeno lucro em uma operação compatível com os volumes normalmente operados pela empresa, não são suficientes para sustentar acusação de *insider trading de tippee* ou *insider* de mercado. A ata do julgamento encontra-se disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 5 de maio de 2008.

⁵² Para mais informações sobre o tema da presunção de conhecimento, quando se trata de administrador e da diferença de tratamento do *tippee*, ver nota 17 do voto do então presidente da CVM, Marcelo Trindade, no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 04/04, julgado em 28 de junho de 2006. A ata do julgamento encontra-se disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 5 de maio de 2008.

Já a norma regulamentar do art. 13 da Instrução CVM 358/02, não menciona a *finalidade de auferir vantagem*, estipulando uma pura e simples vedação à negociação quando se tratar de operação ocorrida na pendência de divulgação de *fato relevante*, desde que aquele que detém a informação tenha ciência ("*sabendo*") "*de que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado*".

Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o *insider*, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a *finalidade de obter lucro com a utilização da informação*.

Dessa forma, como nos ensina Marcelo Trindade, a *finalidade de obter vantagem* constitui elemento *subjetivo* do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma, isto é, no caso concreto, a *efetiva obtenção* da vantagem visada, é elemento *objetivo*, não se confunde com a *finalidade* (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02.⁵³ Quanto ao tema da desnecessidade de vantagem para a ocorrência do ilícito, destaca-se a seguinte passagem do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco no julgamento do Inquérito Administrativo CVM 17/02⁵⁴:

Essa proibição [a negociação com valores mobiliários], a seu turno, foi reproduzida na Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002 (que disciplinou, de maneira mais detalhada, a divulgação de informações relevantes e revogou a Instrução CVM n.º 31/84), que, em seu art. 13 veda, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, a negociação com valores mobiliários de sua emissão "pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta,

⁵³ Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 04/04, julgado em 28 de junho de 2006. A ata do julgamento encontra-se disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 5 de maio de 2008.

⁵⁴ Inquérito Administrativo CVM 17/02, julgado em 25/10/2005. A ata do julgamento encontra-se disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 5 de maio de 2008.

sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante"

Dessa forma, comprovada a posse de informação relevante ainda não divulgada, incide o dever de abstenção previsto originalmente no art. 11 da Instrução CVM nº 31 (e hoje reproduzida no art. 13 da Instrução CVM nº 358).

Esse dever de abstenção decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários, que informa o regime de divulgação de informações e que tem como objetivo equalizar o acesso à informação como instrumento de proteção do público investidor, sob a premissa de que a utilização da informação privilegiada é indesejável. Cuida-se, portanto, de uma garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado.

Por essa razão, aquele que está de posse de informação privilegiada, especialmente os administradores e acionistas controladores da companhia, estão proibidos de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia, enquanto tal informação não se tornar pública. Este é o sentido e o alcance do art. 11 da Instrução CVM nº 31, ao vedar, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

Assim, haverá presunção de irregularidade se confirmada a negociação, por "insider", de valores mobiliários da companhia a respeito da qual o mesmo detém informação privilegiada. **Nessa hipótese, não será necessário demonstrar, através de provas circunstanciais, que o ânimo do agente era efetivamente o de obter vantagem indevida, sendo suficiente, para tanto, a prova de que o mesmo tinha conhecimento da informação privilegiada.**

Logo, presume-se o uso de prática não-equitativa por quem negocia valores mobiliários de companhia aberta quando de posse de informação privilegiada.

Admite-se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada. É mister esclarecer, porém, que, nesse caso – seja o do "insider" administrador ou controlador, seja do "insider de mercado" – cabe ao "insider" provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada"

2.2.5. *Exceções à Vedação de Negociação*

Importante ressaltar, neste ponto do estudo, que a regulamentação abriu uma brecha, nos §§ 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM 358/02, para permitir a negociação com informações privilegiadas em determinados casos. São eles (i) exercício de opção de compra, de acordo com plano de outorga aprovado em assembléia geral; e (ii) negociações realizadas de acordo com política de negociação previamente aprovada e tornada pública.

Com efeito, conforme asseverou Marcelo Trindade:

A regra 10b-5 do Securities Act, na qual notoriamente inspiraram-se os §§ 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM 358/02, também estabelece um "safe harbor" quando a negociação das ações deriva de plano pré-existente, contrato ou instrução firmados em boa-fé. Ao fazê-lo, cria-se a possibilidade de uma "affirmative defense" por parte do acusado nesse tipo de ilícito se: "(1) Before becoming aware of the information, the persons entered in a binding contract to purchase or sell the security, provided instructions to another person to execute the trade for its account, or adopted a written plan for trading securities; (2) the contract, instruction or plan either expressly specified the amount, price, and date or provided a written formula or algorithm, and dates, or did not permit the person to exercise any subsequent influence; (3) No alteration or deviation from the prior contract, instruction, or plan occurred after the time that the person became aware of the material non-public information"⁵⁵

E complementa:

A política de negociação serve exatamente para permitir movimentos na mesma direção e permanentes pelos *insiders*, além de permitir o conhecimento e o bloqueio das operações pela própria companhia (através da também comuníssima centralização dos negócios dos *insiders* em corretoras indicadas pela própria companhia). Fora disso, é evidente que os *insiders* correrão, sim, o risco de punição, sendo esse risco a própria justificativa da criação do porto-seguro das políticas de negociação.

Desta forma, referidas exceções se demonstram plenamente justificáveis, e em consonância com o princípio da tutela da ampla informação.

2.2.6. O Bem Jurídico Tutelado

A definição do bem jurídico que a proibição do *insider trading* procura tutelar tem gerado controvérsias na doutrina.

PINTO, inspirando-se na doutrina portuguesa, afirma que a proibição "concretamente, visa proteger a função pública da informação, enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários", ressaltando ainda que "está em causa, na verdade, a igualdade

⁵⁵ Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 04/04, julgado em 28 de junho de 2006. A ata do julgamento encontra-se disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 5 de maio de 2008.

(meramente funcional) perante um bem econômico (a informação) necessário para a tomada de decisões econômicas racionais”.⁵⁶

LEITE FILHO, acompanhando a corrente majoritária espanhola, considera que o bem jurídico objeto de tutela seria o próprio “funcionamento do mercado bursátil.”⁵⁷ Partilha dessa posição, MARTINS PROENÇA, quando comenta que o “*insider* desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência”.⁵⁸

Já EIZIRIK et al. optou por uma combinação das duas correntes expostas acima, ao afirmar que “o bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando o princípio da transparência de informações, essencial ao desenvolvimento regular do mercado”.⁵⁹

No entanto, a tese que defende ser o funcionamento do mercado de valores o bem jurídico que se visa proteger, segunda assevera CASTELLAR inspirando-se nos ensinamentos de Juarez Tavares, confunde bem jurídico com função, vez que só deve ser reconhecido como bem jurídico determinado valor que possa implicar, direta ou indiretamente, num interesse individual, independentemente de esse interesse individual corresponder a uma pessoa determinada ou a um grupo de pessoas indistinguíveis. Dessa forma, para o autor, o bem jurídico objeto de tutela

⁵⁶ PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *Crimes Econômicos e Mercados Financeiros*. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo: RT, ano 10, 39, 2002.

⁵⁷ LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada*. São Paulo: RT, Revista do IBCCRIM, n. 60, ano 14, 2006, p. 99 *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Os Novos Crimes Societários*. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2008. p.103

⁵⁸ MARTINS PROENÇA. José Marcelo. Op. Cit., p. 320.

⁵⁹ EIZIRIK et al., op. cit. p. 527.

seria a confiança e o patrimônio dos investidores que aplicam seus recursos no mercado de capitais.⁶⁰

A corrente defendida por este último autor, nos parece a mais correta e em linha com o posicionamento atual da CVM. Conforme citado no julgado destacado acima, o então presidente da CVM, Marcelo Trindade, afirmou que “*insider trading*, (...) 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.”⁶¹

⁶⁰ CASTELLAR, op. cit. p. 107-108.

⁶¹ Vide nota n.30

3. O Debate sobre a Regulação

A regulação do mercado de capitais, como de qualquer mercado, consiste na atividade do Estado, ou de entidades reguladoras, no sentido de editar normas de conduta para os participantes, bem como no sentido de fiscalizar seu cumprimento. Conforme lembra EIZIRIK:⁶²

Ao regular determinado mercado, o Estado implica duas decisões básicas:

- a) não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua observância de “interesse público”; e
- b) 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.

No que se refere à existência de imperfeições e a necessidade de reduzi-las de forma a incentivar a eficiência do mercado, Fernando Teixeira dos Santos, então Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal, nos recorda o caso clássico de Dilema do Prisioneiro que justificaria a regulamentação do mercado:

Os participantes no mercado de capitais estariam melhor se todos seguissem elevados padrões éticos. No entanto, muitas vezes eles têm fortes incentivos para quebrar esse comportamento, desde que todos os outros o mantenham. Sem regulamentação, poderia acontecer que muitos participantes efectivamente não actuassem de acordo com os referidos padrões e todos acabariam por ficar pior. Haverá uma falha de mercado se os incentivos dos participantes no mercado não estiverem em sintonia (sejam bolsas, brokers, grandes investidores ou empresas), o que dificilmente acontece uma vez que não podem coordenar as suas acções.⁶³

Em regra, a finalidade da regulação do mercado de capitais, como a de qualquer outro, é fazê-lo apresentar eficiência alocacional e eficiência operacional. Isto é, fazer com que os recursos alocados em tal mercado

⁶² EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro : Forense. 1a ed. 1987. p. 123 e ss.

⁶³ TEIXEIRA DOS SANTOS, Fernando. *O Sistema Financeiro e a Globalização - A Regulação do Sistema Financeiro*. Disponível em <www.cmvm.pt>

obtenham o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo.⁶⁴ Nas palavras da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a regulamentação deverá assegurar “*that markets are fair, efficient and transparent*”.⁶⁵

A preocupação da CVM na busca do mercado eficiente está claramente reconhecida no texto *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*⁶⁶, editado pela própria CVM ainda nos idos de sua constituição (1979):

“3. Mercado Eficiente

Considera-se como objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência.

É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis.”

Dessa forma, dentre outros objetivos, a regulação deve levar o mercado a apresentar eficiência na determinação do valor dos títulos negociados. Conforme ressaltamos acima, para EIZIRIK, “o ideal é que a cotação dos títulos reflita apenas as informações publicamente disponíveis.”⁶⁷

⁶⁴ EIZIRIK, Nelson. op. cit. p.123 e ss.

⁶⁵ IOSCO - International Organization of Securities Commissions - *Objectives and Principles of Securities Regulation*. 2003. Disponível em : <<http://www.iosco.org>>. Acesso em 23 de maio de 2008.

⁶⁶ *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*, CVM, Rio de Janeiro, 1979.

⁶⁷ EIZIRIK, Nelson. op. cit. p.123 e ss

No entanto, o ideal de eficiência de EIZIRIK é questionável⁶⁸ e está muito longe de ser alcançado.

Fato incontestável, a utilização de informação privilegiada é uma atividade inerente ao mercado.⁶⁹ Usualmente, as pessoas investem no mercado exatamente porque acreditam que tem alguma vantagem informacional em relação aos demais. Pode ser tão inocente quanto uma simples crença de que a Apple venderá mais iPhones no próximo ano, ou tão controverso quanto ter recebido uma dica de que a Microsoft fará uma oferta de aquisição da Yahoo. Entre esses investidores podem estar incluídos contadores, advogados, analistas de mercado, motoristas de táxi, terapeutas, diretores executivos ou qualquer outra pessoa que tenha adquirido algum tipo de informação e negocie no mercado a fim de obter vantagens.⁷⁰

Conforme matéria publicada pela Revista Capital Aberto em abril de 2007, intitulada “Caça ao Insider Trading - O Cerco aos Espertalhões”⁷¹, o fato do diretor financeiro e de relações com investidores da Sadia e um consultor do banco ABN Amro que coordenou a tentativa da Sadia em adquirir a Perdigão estarem sendo investigados pela SEC⁷² sob suspeita de

⁶⁸ Como veremos a seguir, ao contrário do que sugere EIZIRIK, os Pró-insiders afirmam que a cotação ideal seria aquela atingida caso todas as informações relevantes fossem de fato divulgadas. Esta cotação, sim, baseada em fatos reais, e não apenas nas informações divulgadas oficialmente pelas companhias, possibilitaria uma maior eficiência alocacional no mercado de capitais.

⁶⁹ Estudo exposto na obra de SEYHUN, concluiu que de 1977 a 1998, de 65% a 80% das companhias listadas reportaram ao menos uma negociação em bolsa por *insider* a cada ano. SEYHUN, H. Nejat. *Investment Intelligence from Insider Trading*. Cambridge, MA, USA : MIT Press, 1998. p32.

⁷⁰ Neste sentido, R. FOSTER WINANS, *Let Everyone Use What Wall Street Knows*. Artigo publicado no *New York Times* em 13 de março de 2007, disponível em <www.nytimes.com> Acesso em 23 de maio de 2008.

⁷¹ Revista Capital Aberto. Ano 4, Número 44, Abril 2007. p. 13

⁷² Após a publicação da referida matéria, a SEC condenou o Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho pela utilização de informação privilegiada, tendo sido o então membro do conselho de administração da Sadia (i) proibido permanentemente de violações à determinadas disposições da legislação norte-americana; (ii) obrigado a pagar US\$ 142.848,95, equivalente à quantia supostamente ganha de forma indevida; (iii) obrigado a pagar uma penalidade civil de 1,25 vezes o

terem comprado ações da Perdigão com a perspectiva de que o negócio iria se concretizar, deixou claro que algumas das qualidades mais apreciadas pelos investidores não parecem suficientes para inibir as negociações irregulares com ações. Afinal, a Sadia tinha suas ações listadas na rigorosa Bolsa de Nova York⁷³, contava com uma equipe de Relações com Investidores altamente qualificada e um diretor experiente e de excelente reputação no mercado. Como então poderíamos confiar nos controles atualmente utilizados pelas demais companhias respeitadas no mercado?

WINANS lembra que quando a proibição do consumo de bebidas alcoólicas nos Estados Unidos se tornou inócua, a consequência lógica foi parar de tentar combater a natureza humana e legalizar o álcool.⁷⁴ Da mesma forma, como o *insider trading* seria uma atividade inerente ao mercado, e as leis editadas para combatê-lo são de duvidosa – e improvável – efetividade, referida prática deveria ser legalizada.⁷⁵

valor supostamente ganho de forma indevida, correspondente a US\$ 173.893,13; e (iv) inabilitado a exercer o cargo de administrador de companhia aberta pelo prazo de 5 anos. Adicionalmente, em 26 de fevereiro de 2008, a CVM também condenou referido membro do conselho à penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, por infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76

⁷³ Segundo estudo comparativo publicado por BENY, Laura N. *Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence* (2005), disponível em www.ssrn.com. Consulta em 12 de maio de 2008. Os Estados Unidos e o Canadá foram identificados como os países que editaram as leis mais rígidas de combate ao *insider trading*.

⁷⁴ WINANS, R. Foster. Op. cit. Na mesma linha, para BROWNE, ser contra *insider trading* é como ser contra o pecado. Como a maioria dos pecados, esta prática ofende principalmente quem não se aproveita ou não pode se aproveitar dela. E, como a maioria dos pecados, não deveria ser criminalizada. Texto original: “*Being against insider trading is like being against sin or being for apple pie. No decent, God-fearing, patriotic American wants to see insiders take advantage of honest investors. Unfortunately, apple isn't one of my favorite pies, and I'm not even sure I'm against sin. So I can't seem to get myself worked up about insider trading. Railing against insider trading is consistent with the great American philosophy: 'If you don't get what you want, sue somebody.' Whatever happens, don't take responsibility for your own life. Investors shouldn't have to think for themselves, and they shouldn't have to feel responsible for their investment losses. There are evil people out there who took advantage of them.*” BROWNE, Henry. *Free Martha Stewart!* (2003), disponível em <www.harrybrowne.com/articles/MarthaStewart.htm>.

⁷⁵ WINANS, R. Foster. Op. cit.

Neste mesmo esteio, diversos acadêmicos se debruçaram nos últimos anos sobre o tema da regulação ou não da prática de *insider trading*, inspirados pelo polêmico trabalho de Henry Manne.⁷⁶

Os principais argumentos dos Pró-insiders e Contra-insiders serão esboçados a seguir.

3.1 Os Pró-Insiders – A Escola de Manne

3.1.1 A Análise Econômica do Direito

O livro editado por Henry Manne em 1966, intitulado *Insider Trading and the Stock Market* representa um dos principais trabalhos que deram origem à escola de Análise Econômica do Direito (*Law and Economics Scholarship*), fundada na Escola de Chicago, Estados Unidos.⁷⁷

Conforme definido por PACHECO, a Análise Econômica do Direito ou *Law and Economics* é um movimento contemporâneo que combina as ciências econômica e jurídica numa tentativa de estudo interdisciplinar, tendo como característica comum, sem distinguir tendências e escolas, a aplicação de teoria microeconômica neoclássica do bem-estar para analisar

⁷⁶ MANNE, Henry. Op. cit.

⁷⁷ Tendo início nos trabalhos de Ronald H Coase, *The Problem of Social Cost*, Journal of Law and Economics, n.3 (1960), em que analisa o problema do custo social ou efeitos externos produzidos pelas atividades econômicas com críticas ao papel intervencionista do Estado e ênfase na inconsistência da economia de bem-estar, e de Guido Calabresi, *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, Yale Law Journal, vol.68 (1961), em que sob a ótica da teoria econômica examina a distribuição do risco como critério de imputação da responsabilidade que informa o direito de danos, e tendo recebido novo impulso em 1973 com publicação de Richard Posner, *Economic Analysis of Law*, que consolida o movimento: 1º por ser estudo sistemático da maioria dos setores do sistema jurídico americano, desde a perspectiva da análise econômica; 2º por conter as principais teses da tendência predominante polarizada na Escola de Chicago e consistente na teoria positiva do sistema jurídico desde a perspectiva do paradigma do mercado e da eficiência econômica. ALVAREZ, Alejandro Bugallo. *Análise econômica do direito: contribuições e desmistificações* in Direito, Estado e Sociedade - v.9 - n.29 - p 49 a 68 - jul/dez 2006.

e reformular tanto das instituições particulares como do sistema jurídico em seu conjunto.⁷⁸

Apesar de suas idéias não terem encontrado eco na ordem legislativa, nem na regulatória, o trabalho de Manne desempenhou um importante papel ao estimular o interesse de estudiosos pela análise econômica da lei societária e da regulação do mercado de capitais. Segundo CASS, “Manne foi um dos primeiros doutrinadores a se utilizar da ciência econômica para criar uma nova visão sobre um conceito legal e a fazer isso de forma a impactar drasticamente as discussões sobre o assunto.”⁷⁹

Na sua busca pela conjunção entre eficiência e justiça, os Pró-Insiders desenvolveram dois principais argumentos a fim de comprovar que o *insider trading* traria benefícios sociais e econômicos e que, conseqüentemente, sua proibição seria prejudicial ao mercado e à sociedade como um todo.

Em primeiro lugar, eles sugerem que a negociação com informações privilegiadas faz com que a cotação do título negociado afetado se aproxime do seu valor correspondente real, isto é, aquele que seria atingido caso todas as informações relevantes fossem de fato divulgadas. Desta forma, a sociedade e o mercado seriam beneficiados por meio de preços determinados com uma maior precisão.

Em segundo lugar, os Pró-Insiders argumentam que o *insider trading* seria uma forma eficiente de remuneração dos executivos por terem produzido informações que agregam valor à companhia. Assim, o *insider trading* teoricamente beneficiaria as companhias, por funcionar como um

⁷⁸ PACHECO, Pedro Mercado. *El Análisis Económico del Derecho- una reconstrucción teórica*. Madrid: Cento de Estudios Constitucionales, 1994 p. 25;174.

⁷⁹ CASS, Ronald A. *One Among the Manne: Changing our Course*, 50 Case W. Res. L. Rev. 203, 204 (1999).

grande estímulo a esses executivos se engajarem com maior determinação em oportunidades que aumentem o valor da companhia.

3.1.2 A Eficiência do Mercado de Capitais - Potencialização do Princípio do Full Disclosure

Tanto os Pró-Insiders quanto os Contra-Insiders concordam que a sociedade se beneficia substancialmente de uma maior exatidão na determinação dos preços dos valores mobiliários. O “preço correto” seria aquele determinado pelo mercado caso todas as informações relativas àquele valor mobiliário tivessem sido amplamente divulgadas ao público.⁸⁰

A acuidade na determinação dos preços beneficiaria a sociedade ao aperfeiçoar a alocação de investimentos de capital e a reduzir a volatilidade do preço dos valores mobiliários, tornando o mercado mais atrativo para investidores avessos a riscos. As companhias também seriam beneficiadas através da redução da incerteza dos investidores e da maior facilidade em se monitorar a efetividade das ações tomadas por seu corpo executivo. Finalmente, os investidores como um todo seriam beneficiados por receberem o valor integral de seus investimentos.⁸¹

A atual regulamentação do mercado de capitais encoraja a precisão na determinação dos preços ao obrigar a divulgação de informações relevantes relativas às companhias emitentes e seus valores mobiliários. No entanto, conforme mencionado acima, há diversas ocasiões em que a lei

⁸⁰ Neste sentido, ver GILSON & KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias* (October 2003). Columbia Law and Economics Working Paper No. 240; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 270; Harvard Law and Economics Disc. Paper No. 446. Disponível em <www.ssrn.com>. Para GILSON & KRAAKMAN, um mercado é eficiente quando os preços a qualquer tempo refletem integralmente todas as informações disponíveis.

⁸¹ Neste sentido, v. CARLTON & FISCHER, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857, 866 (1983) e WANG, *Trading on Material Nonpublic Information of Impersonal Stock Markets*, 54 S. CAL. L. REV. 1217, 1226 (1981), apud BAINBRIDGE, Stephen M. *The Insider Trading Prohibition: a Legal and Economic Enigma*, 38 University of Florida Law Review. 35 (1986), disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

permite a retenção de tais informações⁸² ou essas informações não são corretamente divulgadas. Nesses casos, o valor das ações pode não ser corretamente determinado pelo mercado. E, ainda, se a informação não divulgada é particularmente relevante, o erro na precificação dos ativos pode ser substancial.

Tomemos como exemplo o caso clássico da jurisprudência norte-americana, *Texas Gulf Sulphur* (“TGS”) vs. SEC, utilizado pelo Professor Manne para ilustrar sua tese. A TGS descobriu um extenso e valioso depósito mineral no Canadá. Na época da descoberta, suas ações eram cotadas a dezoito dólares por ação. Até referida descoberta ser propriamente divulgada ao mercado, quatro meses depois, o preço havia subido para mais de trinta e um dólares por ação. Um mês depois da divulgação, as ações já estavam sendo vendidas a cinquenta e oito dólares.

Assim, observa-se que quando os *insiders* negociam com suas informações a cotação dos valores mobiliários se aproxima gradualmente do “preço correto”, seja através das próprias negociações conduzidas pelos *insiders*, seja através das conseqüentes negociações conduzidas por investidores atentos aos sinais passados pelos *insiders* ao mercado.

Adicionalmente, exigir de imediato que a TGS divulgasse a sua descoberta, teria reduzido o valor da informação descoberta e conseqüentemente o incentivo para produzi-la.⁸³

⁸² Para DOOLEY, essa permissão legal seria justificável em termos de eficiência. A descoberta de novas informações pode produzir ganhos sociais substanciais. No entanto, a menos que quem produziu a informação possa lucrar com a descoberta, o incentivo para produzir referida informação é reduzido. Assim, a lei deve permitir as companhias reterem novas informações a fim de preservar o incentivo a produção de informação. DOOLEY, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, 66 VA. L. REV. 1, 7 (1980), *apud* BAINBRIDGE, Stephen M. *The Insider Trading Prohibition: a Legal and Economic Enigma*, op. cit.

⁸³ DOOLEY, op. cit.

Dessa forma, MANNE conclui que o *insider trading* é uma conciliação perfeita entre a necessidade de se preservar os incentivos para a produção de informação e a necessidade de se determinar corretamente o valor dos títulos negociados.

Assim, os Pró-Insiders argumentam que uma vez que a eficiência de mercado é atingida através da promoção do *insider trading*, sua legalização seria plenamente justificável.

De fato, seria impossível para uma companhia manter o mercado constantemente informado a respeito de significativas mudanças em seus negócios, assim, o *insider trading* operaria como um “canal adicional de informação para o mercado”, complementando as informações já divulgadas ao público pelas companhias, assegurando a eficiência de mercado.

MANNE, em sua obra mais recente, lembra ainda os ensinamentos de Friedrich Hayek no clássico *The Use of Knowledge in Society*. Hayek afirmava que “*the knowledge of circumstance . . . never exists in concentrated or integrated form, but solely as the dispersed bits of incomplete and frequently contradictory knowledge which all the separate individuals possess.*” [tradução livre: o conhecimento das circunstâncias . . . nunca estará disponível em uma forma concentrada ou integrada, mas somente na forma de fragmentos dispersos de conhecimentos incompletos e frequentemente contraditórios que cada um dos indivíduos isoladamente detém].

Assim, demonstra-se a importância da disponibilidade de variados canais de informação para a determinação verossímil do valor dos títulos negociados, que não poderia ser atingida somente por meio da análise das

informações obrigatórias divulgadas ao público pelas companhias emitentes.

MANNE lembra por fim que,

não é de se estranhar que esses investidores [grandes investidores que não administram diretamente suas companhias] gostariam de ter acesso a todos fragmentos possíveis de informação sobre o preço de mercado de seus ativos, seja proveniente da análise da negociação desses ativos por *insiders*, ou seja pelo diabo. Com todas as dificuldades que os investidores não-administradores podem enfrentar em assegurar a adequada informação para proteger seu investimento, certamente não é de se estranhar que esses investidores raramente se opõem ao *insider trading*. O que é ainda mais surpreendente, estes e outros investidores com interesses em comum nunca se esforçaram em apoiar a campanha da SEC contra esta prática (tradução livre)⁸⁴.

Observando a variação da cotação das ações da companhia em um mercado onde os *insiders* negociam livremente, os administradores podem adquirir muitas informações preciosas para nortear seu processo de tomada de decisões.⁸⁵ Adicionalmente, conforme ressaltado acima, as informações transmitidas indiretamente pelos *insiders*, através do reflexo de suas negociações no mercado, contribuem para que o preço de mercado dos valores mobiliários se aproxime mais da realidade, mesmo diante de informações relevantes ainda não propriamente divulgadas.

⁸⁴ Texto original: *one would guess that these investors [large investors who do not directly manage their companies] would want every bit of market price information they could possibly get, whether it came from stock trading by insiders or by the devil. With all the difficulties non-managing shareholders will have in securing adequate information to protect their investment, it certainly comes as no surprise to learn that large shareholders are rarely heard to complain about insider trading. What is more surprising is that they and others with concurrent interests did not mount a more successful effort to thwart the SEC's campaign against the practice.* MANNE, Henry G., *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law, Vol. 31, No. 1, pp. 167-185, Fall 2005. Disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

⁸⁵ Neste sentido, MANNE, Henry G., *Ibidem*. 'Consider the plight of a top manager of a corporation considering the expansion of a major division of the company. He has probably received rosy reports about the division's performance even though, perhaps contemporaneously, the price of the company's stock is in sharp decline. We will make the simplifying assumption that all other divisions are known to be steady and the general business conditions have not changed. Clearly that manager has some unbiased information that things are not all they appear in his reports to be, and prudence dictates finding out what is really wrong with that division before approving the expansion'

De fato, um estudo em 1992, conduzido no mercado de valores norte-americano através da análise de 320 casos de *insider trading* entre 1980-1989, revelou que esta prática tem um impacto significativo no preço de ações, colaborando para a determinação mais precisa de seu valor. De acordo com o estudo, a oscilação nos preços antes da divulgação ao público de fatos relevantes pelas companhias emitentes, é, em grande parte, comprovadamente causada pelas negociações conduzidas por *insiders* e pela conseqüente transmissão de informações privadas para o mercado através de suas negociações⁸⁶. Este estudo comprovaria, portanto, o argumento dos Pró-Insiders de que a legalização do *insider trading* promoveria uma determinação mais eficiente do valor dos títulos negociados.⁸⁷

Um estudo similar, também em 1992, se dedicou a analisar os efeitos do *insider trading* que antecederam o anúncio da oferta pública de aquisição da Campbell Taggart pela Anheuser-Busch. Referido estudo concluiu que além do *insider trading* impactar sensivelmente o preço das ações, a presença de *insiders* pareceu ter atraído outros investidores, aumentando a liquidez no mercado.⁸⁸

Por fim, um estudo publicado em 2004, concluiu que o *insider trading* acelera a incorporação de informações relativas à companhia emitente ao preço dos títulos emitidos. Assim, o *insider trading* asseguraria uma maior eficiência na determinação dos preços no mercado ao assegurar

⁸⁶ Este efeito seria obtido uma vez que '*non-insider investors may observe the price change and increase in the volume of trading due to insider trades and conclude that there is some as-yet-undisclosed favourable information about the issuer. This may cause these non-insider investors to buy thereby further moving the price of the shares towards their underlying value.*' GILLEN, Mark. op. cit.

⁸⁷ MEULBROCK, Lisa K. *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading* (1992) 47 Journal of Finance 1661, *apud* GILLEN, Mark. op. cit.

⁸⁸ CORNELL, Bradford & SIRRI Erik R., *The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading* (1992) 47 Journal of Finance 1031, *apud* GILLEN, Mark. op. cit.

que referidos preços reflitam as informações sobre os títulos mais rapidamente do que ocorreria na sua ausência.⁸⁹

Dessa forma, podemos concluir que diante da real impossibilidade de implantação e efetivação do ideal da *maison de verre*, ou seja de um sistema efetivo de *full disclosure* que nos permitisse observar as companhias de fora como se fossem casas de vidro, ou ainda, casas de portas e janelas abertas, a legalização do *insider trading* poderia representar um verdadeiro canal de informação suplementar, contribuindo assim para um resultado mais próximo do que o legislador pretendia quando da introdução do princípio da informação completa em nosso ordenamento, qual seja, a disponibilização máxima de informações ao mercado.

Relembramos, no entanto, que estas conclusões não encontraram eco na regulamentação do mercado de capitais no Brasil e no mundo, representando apenas uma corrente de pensamento minoritária nos Estados Unidos da América. Não obstante, o fato dos acadêmicos brasileiros até então não terem enfrentado diretamente as idéias de Henry Manne, reproduzindo apenas o conhecimento e teorias dominantes lá fora, não anula a importância da discussão.

Antes de passarmos à análise dos argumentos dos Contra-Insiders, que refutam arduamente o exposto até aqui, analisemos brevemente outro argumento de Henry Manne a favor da legalização do *insider trading*.

3.1.3 Adequada Remuneração dos Administradores

O segundo principal argumento de Henry Manne contra o combate ao *insider trading* se funda na afirmação de que permitir a negociação com

⁸⁹ PIOTROSKI Joseph D. & ROULSTONE Darren T., *The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices* (March 2004). Disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

informações privilegiadas seria um meio efetivo de se remunerar empreendedores em grandes companhias⁹⁰.

Segundo o autor, a remuneração dos administradores empreendedores - aqueles que agregam valor às companhias ao produzir novas e valiosas informações - deve guardar uma relação razoável com o valor de sua contribuição, como forma de incentivo à contínua produção de novas informações.

Uma vez que se demonstra raramente possível a pré-determinação do valor de uma informação para a companhia, formas de remuneração pré-determinadas, como o salário, seriam inapropriadas para os empreendedores. Por outro lado, argumenta Manne, o *insider trading* seria a forma efetiva de remunerá-los por suas inovações.

O aumento no preço dos títulos negociados após a divulgação ao público forneceria uma medida imperfeita, porém aproximada do valor da inovação para a companhia. Os empreendedores poderiam ser recompensados pelo valor de suas descobertas através da compra de valores mobiliários da companhia antes da divulgação e venda depois da elevação do preço.

CARLTON e FISCHER contribuíram ainda com um novo ponto de vista para reforçar o argumento exposto. Ao negociar com as informações criadas, o empreendedor ajustaria sua remuneração tendo em vista sua performance, aumentando o incentivo em desenvolver inovações que agregam valor à companhia.

⁹⁰ Manne distingue, nesse ponto, simples administradores que conduzem a companhia segundo linhas de conduta e padrões pré-determinados dos reais empreendedores, aqueles que agregam valor às companhias, produzindo novas e valiosas informações. O *insider trading* seria uma forma ideal de remuneração dos últimos.

No entanto, referido argumento suscitou diversas críticas, e mostra-se, de fato, pouco convincente.

Primeiramente, mesmo que assumamos que a variação na cotação de uma ação pode determinar de forma precisa o valor de uma contribuição, a remuneração do *insider* sempre estará limitada à quantidade de ações que ele pode adquirir, que encontra-se, por sua vez, vinculada ao seu poder aquisitivo. Desta forma, a remuneração do *insider* não estaria baseada somente no valor de suas inovações, mas também na sua riqueza.

Outra crítica é a impossibilidade de se restringir a negociação àqueles que de fato produziram as informações. Desta forma, os demais empregados de uma empresa podem negociar com as informações sem ter, de fato, contribuído para sua produção.

Por fim, outros críticos argumentaram ainda que um plano de opção de compra de ações funcionaria de forma muito semelhante, com a vantagem de não suscitar as diversas questões éticas e econômicas dos efeitos do *insider trading*. Manne rebate esse último argumento, lembrando (i) o escândalo da *Enron* e o perverso incentivo gerado pela outorga de opções de compra de ações na divulgação de informações contábeis maquiadas; e (ii) o grande lapso temporal que pode haver entre a criação da inovação e a percepção da remuneração através do exercício das opções. Por outro lado, o *insider trading* permitiria que os administradores fossem remunerados por suas contribuições tão logo elas ocorressem e sem gerar danos ao mercado.⁹¹

⁹¹ MANNE, Henry G., *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law, Vol. 31, No. 1, pp. 167-185, Fall 2005. Disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 21 de maio de 2008.

3.2 Os Contra-Insiders – A Corrente Majoritária

De uma maneira geral, pode-se dizer que é recente a prevenção e a repressão ao *insider trading*, uma vez que, salvo raras exceções, o grande impulso para edição das normas sobre a matéria aconteceu na década de 1990, mesmo nos países desenvolvidos.⁹²

Entre os mercados mais representativos e avançados, verificamos que nos Estados Unidos, conforme já citado acima, a legislação pertinente data do início da década de 1930. Na Inglaterra, a legislação sobre o assunto só surgiu em 1980, até então, o combate era realizado através da aplicação dos usos e costumes, além de referências ao *City Code on Take-Overs and Mergers*.⁹³ Na Europa continental, por sua vez, a primeira legislação veio apenas em 1967, na França, uma vez que até então preponderava a teoria de que “o segredo quanto à titularidade das ações é com certeza o principal traço do direito societário do Velho Continente. Deve-se a sua persistência não apenas a questões de ordem fiscal, como também a fortes raízes culturais e históricas, que conduziram à adoção do anonimato com relação aos valores mobiliários”⁹⁴.

Estudo conduzido por BHATTACHARYA et al., concluiu que ao final de 1998, 103 países tinham bolsas de valores, sendo que em apenas 87 deles havia legislação sobre *insider trading*, e apenas 38 executavam a referida legislação.⁹⁵

A necessidade de repressão ao uso privilegiado de informações, que deu origem à elaboração da referida legislação, foi justificada pelos Contra-

⁹² BENNY, Laura. Op. cit.

⁹³ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. op. cit. p.205

⁹⁴ CARVALHOSA, Modesto & LATORRACA, Nilton. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 3, p.251.

⁹⁵ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. Op. cit. p.209

Insiders principalmente por meio de argumentos de ordem ética e econômica.

As razões econômicas estão relacionadas ao conceito de eficiência de mercado e confiança dos investidores, já as razões de ordem ética derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, o denominado *market egalitarianism*. Estudaremos a seguir cada um desses argumentos.

3.2.1 *Proteção ao Princípio do Full Disclosure*

Conforme estudado acima, a ampla divulgação e transparência de informações é um dos objetivos principais a serem alcançados com a regulamentação do mercado de capitais.

No entanto, quando uma revelação coloca em risco interesse legítimo da companhia, os administradores ou acionistas controladores poderão deixar de divulgá-la imediatamente.

Nesse sentido, os Contra-Insiders argumentam que a proibição do *insider trading* é necessária para garantir que referida exceção ao dever de informar não seja utilizada indiscriminadamente, de forma a beneficiar individualmente os interesses de administradores e pessoas relacionadas.⁹⁶

A liberalização do *insider trading* poderia ameaçar o regime da ampla divulgação e transparência de informações na medida em que gera incentivos aos administradores para manipular o *timing* das divulgações, a fim de obter ganhos por meio da negociação com as ações da companhia antes da divulgação do fato relevante. Essa possibilidade justificaria então a repressão ao *insider trading*.

⁹⁶ Roberta S. Karmel, *The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibitions Against Insider Trading: Why a Property Rights Theory of Insider Information Is Untenable*, 59 Brook. L. Rev. 149, 169-70 (1993). Disponível em http://works.bepress.com/roberta_karmel/41. Acesso em 12 de maio de 2008.

No entanto, conforme será demonstrado abaixo, essa afirmação é duvidosa e não basta para justificar a larga proibição atualmente adotada. Como já ressaltamos, o conceito de pessoa ligada engloba uma série de outros indivíduos que não os administradores e que, portanto, não teriam a possibilidade de manipular o *timing* das divulgações a seu bel-prazer. Adicionalmente, este problema poderia ser contornado com a simples imposição de sanções aos administradores que deixassem de divulgar informações relevantes sem apresentar uma motivação legítima.

3.2.2 A Questão Ética

Parece haver entre os Contra-Insiders uma visão comum de que o *insider trading* é algo inerentemente imoral e anti-ético e por isso deve ser combatido.

Nesse sentido, EIZIRIK et al. afirma que “com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público”⁹⁷.

SCHOTLAND, quando confrontado com as idéias de MANNE, afirmou ainda que, mesmo se restasse comprovado que a negociação com informações privilegiadas de fato aumenta a eficiência do mercado, as questões éticas suscitadas pela exploração de investidores desinformados seriam suficientes para racionalizar a proibição, uma vez que os ganhos derivariam de comportamento “injusto”.⁹⁸

⁹⁷ EIZIRIK et al., op. cit., p. 533

⁹⁸ SCHOTLAND, ROY A. *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne*. Virginia Law Review 53 (November): 1425-78

A CVM também já esboçou esse entendimento ao afirmar, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador 22/83 que “a vedação para que os administradores com elas [ações] negociem é recomendável, por evidentes questões éticas”⁹⁹. Adicionalmente, no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Sancionador 17/02, a Comissão de Inquérito concluiu pela responsabilização dos administradores de determinada companhia e afirmou que “a compra de ações TCS ON foi um ato praticado pelos administradores da Techold, *de todo questionável e desprovido de ética*, porquanto envolveu no processo decisório Arthur Joaquim de Carvalho, administrador comum às companhias”.

No entanto, tendo em vista as duras punições associadas à prática de *insider trading*, nos parece que noções vagas de justiça e equidade sejam insuficientes para justificar a proibição.¹⁰⁰

⁹⁹ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. op. cit. p.302.

¹⁰⁰ Para BAINBRIDGE, “*fairness can be defined in various ways. Most of these definitions, however, collapse into the various efficiency-based rationales for prohibiting insider trading. We might define fairness as fidelity, for example, by which we mean the notion that an agent should not cheat her principal. But this argument only has traction if insider trading is in fact a form of cheating, which in turn depends on how we assign the property right to confidential corporate information. Alternatively, we might define fairness as equality of access to information, as many courts and scholars have done, but this definition must be rejected in light of Chiarella’s rejection of the Texas Gulf Sulphur equal access standard. Finally, we might define fairness as a prohibition of injuring another. But such a definition justifies an insider trading prohibition only if investors are injured by insider trading, which seems unlikely.*” BAINBRIDGE, Stephen M., *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer* (February 2001). Disponível em <www.ssrn.com>. O liberal Harry Browne, em seu incisivo e sarcástico manifesto *Free Martha Stewart!* também questiona a utilização do argumento ético para justificar o combate ao *insider trading*: “*the essence of the insider-trading argument is the idea that no one should have access to help that everyone doesn’t have. But everyone’s situation is different. Some people have better computers, subscribe to more newsletters, get phone calls in the middle of the night warning them of market crashes, have a better feel for the market, get better executions from their brokers, receive free advice from their mailmen, and in many other ways enjoy unfair advantages. Where do we draw the line?*” BROWNE, Henry. *Free Martha Stewart!* (2003), disponível em <www.harrybrowne.com/articles/MarthaStewart.htm>.

3.2.3 Prejuízos aos Investidores

O *insider trading* é tido como prejudicial aos investidores sob dois principais argumentos. Primeiramente, o *insider trading* induziria os investidores a negociarem suas ações por um “preço errado”, ou seja, aquele que não corresponde à realidade. Em segundo lugar, esse risco reduziria a “confiança do investidor no mercado”, dando origem ao fenômeno denominado “seleção adversa”. No entanto, nenhum desses argumentos se mostra convincente após uma reflexão crítica.

Os Contra-Insiders afirmam, em suma, que se a ação de uma determinada companhia é vendida por R\$ 10,00, mas, após a divulgação de certa informação relevante será vendida a R\$ 15,00, o acionista que vendeu sua ação antes da referida divulgação terá registrado uma perda de R\$ 5,00.

No entanto, esta alegação é completamente falha. O fato de um *insider* estar na outra ponta da negociação é puramente fortuito, além de improvável. Com efeito, estudo exposto na obra de SEYHUN, demonstrou que no caso de companhias de pequeno porte, as negociações com informações privilegiadas representam 2% do volume total de negociações, enquanto nas companhias de grande porte, 0,5%.¹⁰¹

Adicionalmente, o ganho auferido nesses tipos de transação será auferido não só pelos *insiders*, mas por todos aqueles que compraram a ação contemporaneamente, tendo obtido acesso à informação privilegiada ou não.

Em um mercado onde as negociações se processam de forma impessoal, nenhuma das partes tem acesso à identidade da outra com a qual está negociando. Dessa forma, os vendedores tomam suas decisões de

¹⁰¹ SEYHUN, H. Nejat. op. cit. p. 32-33

venda independentemente da identidade do comprador. Caso um *insider* figurasse ou não como contraparte da negociação, o vendedor ainda assim teria vendido suas ações.¹⁰²

A assimetria de informações entre os *insiders* e os investidores em geral deriva da possibilidade legal das companhias deixarem de divulgar imediatamente informações confidenciais mesmo quando forem materiais para a tomada de decisão de investimento. Assim, mesmo se considerássemos que os investidores saem prejudicados nesse tipo de negociação, o prejuízo deveria ser atribuído não ao *insider trading*, mas sim às regras de divulgação que abrem exceções ao princípio do *full disclosure*.

Adicionalmente, caso se comprove verdadeiro o argumento de MANNE de que o *insider trading* funciona como um canal eficiente de transmissão de informações ao mercado, referida prática minimizaria as conseqüências da falta de divulgação, uma vez que os investidores, mesmo diante da ausência de comunicados oficiais da companhia, conseguiriam vender suas ações a um preço mais próximo do correto, i.e. aquele que seria determinado pelo mercado caso todas as informações fossem divulgadas.

Analisemos agora o segundo argumento. A presença de *insiders* no mercado negociando com informação privilegiada abalaria a “confiança do investidor no mercado”, dando origem ao fenômeno denominado “seleção adversa”.

Como já mencionado acima, Marcelo Fernandez Trindade, então Presidente da CVM, em sua declaração de voto no Processo Administrativo Sancionador CVM N° 18/01, afirmou que “o mercado de capitais brasileiro

¹⁰² Nas palavras de BAINBRIDGE, “*on an impersonal exchange, moreover, the precise identity of the seller is purely fortuitous and it is difficult to argue that the seller who happened to be matched with the insider has been hurt more than any other contemporaneous seller whose sale was not so matched.*” BAINBRIDGE, Stephen M., *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer* op cit p.72

só representará uma alternativa viável de financiamento para as empresas brasileiras (...) quando os investidores que aqui aportarem seus recursos confiarem no funcionamento adequado do mercado”. Para ele, o *insider trading* incluir-se-ia “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.”

MACEY afirma que um ambiente de informações ocultas ou mal divulgadas aumenta os custos de capital da companhia e força o investidor a reduzir seus riscos, o que se dá naturalmente através da redução de suas aplicações.¹⁰³ Ampliando-se este cenário, face à integração quase completa dos mercados financeiros internacionais, o baixo retorno do investimento acabaria por estimular a fuga de capital para economias mais abertas. Isto significaria um movimento negativo da comunidade financeira e uma retração geral do nível de investimentos privados em um determinado país, prejudicando enfim o desenvolvimento do seu respectivo mercado de capitais.¹⁰⁴

De fato, não há como negar que muitos investidores repudiam o *insider trading*. Um estudo conduzido pela revista *Business Week*¹⁰⁵, por exemplo, indicou que 52% dos entrevistados gostariam que o *insider trading* continuasse ilegal. No entanto, uma outra pesquisa conduzida pela *Harris*, concluiu que 53% dos entrevistados negociariam com informação privilegiada se a eles fosse oferecida esta oportunidade. Dos entrevistados que negariam a oportunidade, 34% apontaram como razão para tal

¹⁰³ MACEY, Jonathan. *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, Cornell Law Review, v. 89, 2004, pp. 394-422.

¹⁰⁴ Yi Shin Tang. *Avaliação das Políticas de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*. V Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários, disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 12 de maio de 2008.

¹⁰⁵ Edição de 23 de agosto 1986, *apud* William A. Kelly, Jr., Clark Nardinelli, and Myles S. Wallace. *Regulation Of Insider Trading: Rethinking Sec Policy Rules*, Cato Journal Vol.7, No.2 (Fall 1987)

posicionamento a incerteza quanto à confiabilidade da “dica” e somente 37% afirmaram que se negariam a negociar com informações privilegiadas porque é “errado”.¹⁰⁶

Neste ponto reside o paradoxo do *insider trading*, conforme nos lembra BAINBRIDGE. A maioria das pessoas quer que o *insider trading* continue ilegal, mas, ao mesmo tempo, a maioria delas negociaria com informações privilegiadas caso essas se revelassem suficientemente confiáveis. Este paradoxo é primordial para avaliarmos o argumento da “confiança no mercado e seleção adversa”.

Os investidores que praticariam o *insider trading* se a eles fosse dada a oportunidade, obviamente não tem nenhuma confiança no mercado já de primeiro plano. Dessa forma, qualquer sentimento de repúdio ao *insider trading* não guarda nenhuma relação com a perda de confiança no mercado, mas sim, pela inveja em relação aos *insiders* e sua posição privilegiada em relação à informação, assevera BRAINBRIDGE. Partilha dessa opinião WINANS, inspirado em BROWNE, ao afirmar que a prática do *insider trading* ofende principalmente quem não se aproveita ou não pode se aproveitar dela.¹⁰⁷

O argumento da “perda de confiança” também pode ser contestado tendo em vista a performance do mercado de capitais desde os escândalos de *insider trading* noticiados na década de 80. A enorme publicidade ao redor desses escândalos foi suficiente para alarmar todos os investidores a respeito da frequência em que ocorre o *insider trading* no mercado. Não obstante, os anos subseqüentes registraram um volume cada vez maior de

¹⁰⁶ BAINBRIDGE, Stephen. op. cit.

¹⁰⁷ *Being against insider trading is like being against sin, the libertarian Harry Browne once observed. Like most sins, it principally offends those who don't or can't indulge. And like most sins, it shouldn't be a crime.* FOSTER WINANS, *Let Everyone Use What Wall Street Knows*. Artigo publicado no *New York Times* em 13 de março de 2007, disponível em <www.nytimes.com>. Nesta mesma linha de pensamento, vale lembrar célebre frase do articulista Aparicio Fernando de Brinkerhoff Torelly, mais conhecido como Barão de Itacaré, “negociata é todo bom negócio para o qual não fomos convidados.”

transações. Assim, poderia se deduzir que a ocorrência do *insider trading* não ameaça de forma determinante a confiança dos investidores no mercado.

Desta forma, concluímos que nem a proteção ao investidor individual, nem a tutela da confiança no mercado tem o condão de justificar a proibição do *insider trading*.

3.2.4 Prejuízos à Companhia Emitente

Atraso na Divulgação

Como observado acima, há situações que a regulamentação permite o atraso na divulgação de informações relevantes. Essa permissão, apesar de reduzir a eficiência do mercado é justificável, uma vez que, por vezes, a imediata divulgação pode expor a companhia à concorrência e/ou reduzir o valor da informação descoberta, reduzindo, conseqüentemente o incentivo em produzi-la.

De fato, pesquisa sobre governança corporativa elaborada no Brasil pela Mckinsey & Company e Korn/Ferry International apontou que a maioria dos conselheiros (76%) acredita que a comunicação com o mercado é satisfatória, já que um nível excessivo de comunicação resultaria na disseminação de informação valiosa para os concorrentes em um mercado ainda muito informal. Muitas empresas de capital aberto não querem divulgar informações enquanto seus concorrentes, muitos deles de capital fechado, não façam o mesmo.¹⁰⁸

¹⁰⁸ MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNACIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. Disponível em <www.kornferry.com.br>. Acesso em 11 de maio de 2008. Cabe ressaltar, no entanto, que a mesma pesquisa também concluiu que por sua vez, os acionistas minoritários não estão satisfeitos com o atual nível de transparência. As entrevistas mostraram diversas situações nas quais a pouca transparência seria um impedimento para a realização de novos investimentos por parte de acionistas minoritários como, por exemplo, os fundos de pensão.

O atraso na divulgação, no entanto, há de ser plenamente circunstanciado e qualquer abuso pode gerar danos sociais não justificáveis. Atrasos desnecessários também prejudicariam as companhias ao exigir gastos para prevenir e remediar “vazamentos” de informação.

Os Contra-insiders argumentam que o *insider trading* poderia produzir incentivos para atrasos desnecessários na divulgação. Por outro lado, os Pró-insiders argumentam que, da mesma forma, o *insider trading* também criaria incentivos para a pronta divulgação, permitindo que outros se utilizem das informações antes que ela perca seu valor. Adicionalmente, um atraso proposital, tanto em transmitir informações ou tomar certas decisões, seria facilmente detectado pela companhia.

Os estudos empíricos ao redor desse argumento são escassos e incertos. DOOLEY, em 1980, concluiu que dos 37 casos reportados de *insider trading* entre 1966 e 1980, em apenas um caso a divulgação foi de fato propositalmente atrasada. Mesmo que não freqüente, não podemos descartar o argumento de que o *insider trading* pode ensejar potencial atraso na divulgação de informações relevantes, podendo causar sérios danos às companhias, seus acionistas e à sociedade.

Interferência nas Decisões de Investimento

Negociações durante o planejamento de uma oferta pública de aquisição é o clássico exemplo de como o *insider trading* pode interferir de forma adversa nos negócios de uma companhia. Com efeito, negociações pelos *insiders* podem gerar o aumento da demanda no mercado pelas ações da companhia-alvo, tornando o *takeover* mais caro e alertando os administradores da companhia-alvo a tomarem medidas defensivas.

Vale citar, neste sentido, o rumoroso caso da tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia. Como destacou a Revista Istoé Dinheiro à época,

sempre que há suspeita de uso de informação privilegiada nas bolsas, os primeiros indícios são a oscilação súbita de preços e o volume de negócios muito acima da média diária. O episódio com as ações ordinárias da Perdigão não fugiu a essa regra. Nos três pregões que antecederam o anúncio oficial da oferta pública de compra das ações da Perdigão pela Sadia, nos dias 12, 13 e 14 de julho, a cotação dos títulos da empresa cobiçada pelo maior frigorífico do País subiram mais de 20%, de R\$ 21 para R\$ 26. E o volume de negócios diários com esses papéis na Bovespa saltou de R\$ 15 milhões para R\$ 77 milhões. Também na Bolsa de Nova York, as transações com os ADRs da Perdigão alcançaram nível fora do habitual. Olhando em retrospecto, é razoável supor que o movimento atípico com essas ações é que levou a direção da Sadia a antecipar o comunicado ao mercado sobre a oferta, que seria feito na terça-feira 18, para o domingo 16 de julho. A empresa, porém, sustenta que apressou o anúncio porque a valorização dos papéis estava anulando o prêmio que se dispunha a pagar aos acionistas da Perdigão.¹⁰⁹

EASTERBROOK identifica ainda outro efeito potencialmente danoso para as companhias derivado do *insider trading*. Seus administradores podem adotar maliciosamente políticas de investimento mais agressivas que aumentem a volatilidade do preço dos valores mobiliários emitidos, a fim de potencializar seus ganhos com a negociação. Por outro lado, CARLTON e FISCHER¹¹⁰ argumentam que os administradores têm incentivos maiores em maximizar o valor de seus serviços para as companhias, restando improvável a hipótese de que eles se arriscariam em vista de benefícios em curto prazo.

3.3 A Ausência de Justificativas Satisfatórias

Conforme afirmado pelo juiz norte-americano Brennan J., qualquer análise de custo/benefício sem a apresentação de dados empíricos correlatos cria uma falsa ilusão de precisão técnica.¹¹¹

¹⁰⁹ Reportagem de Octavio Costa publicada na Istoé Dinheiro em 25/10/2006 - *Sadia sem segredos*. Disponível em <http://www.terra.com.br/istoedinheiro/475/financas/sadia_sem_segredos.htm> Acesso em 11 de maio de 2008.

¹¹⁰ CARLTON, Dennis W, and FISCHER, Daniel R. *The Regulation of Insider Trading*, 35 Stan. L. Rev. 857, 869-72 (1983)

¹¹¹ BAINBRIDGE, Stephen. op. cit.

O debate sobre o *insider trading* encaixa-se perfeitamente nessa hipótese. Apesar da maioria dos argumentos nos dois lados dependerem de comprovações empíricas a respeito do custo/benefício do *insider trading*, os poucos estudos existentes se demonstraram insuficientes para comprovar ou refutar os argumentos levantados.

Para ilustrar, HU e NOE chegaram a um modelo onde tanto investidores, quanto *insiders*, se beneficiariam da permissão ao *insider trading*¹¹². Já AUSUBEL teria comprovado justamente o oposto, isto é, todos os agentes seriam prejudicados caso o *insider trading* fosse permitido.¹¹³

Desta forma, o debate continua sem resposta. No entanto, demonstra-se de suma relevância na medida em que suscita a importância de uma análise crítica acerca da proibição e a necessidade de justificativas plausíveis, em um ambiente onde os mecanismos de combate e as punições se agravam cada vez mais.

¹¹² Nas palavras referidos economistas, *the information revealed through insider trading may be so valuable to investors that their losses to insiders may be more than compensated for. Investors can use the information to adjust their investment portfolios optimally and modify insiders' compensation packages to their own advantage, probably ending up with a net welfare gain.* HU, JIE e TOM NOE. *Insider Trading, Costly Monitoring, and Managerial Incentives*. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper No. 97-2 (1997). Disponível em <www.ssrn.com>. Acesso em 12 de maio de 2008.

¹¹³ AUSUBEL, LAWRENCE. *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*. American Economic Review 80 (1990). p. 1022-41. *apud* HU, JIE e TOM NOE. *The Insider Trading Debate*. Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review. Fourth Quarter (1997). Disponível em <www.frbatlanta.org>. Acesso em 12 de maio de 2008.

Conclusão

A regulamentação do mercado de capitais extrema-se hoje em exigir cada vez maior transparência na gestão das companhias e na divulgação de informações relevantes, alinhando-se às melhores práticas de governança corporativa¹¹⁴.

A garantia de acesso a informações necessárias para que o investidor tenha conhecimento de todos os riscos existentes ao fazer seu investimento de fato tem se demonstrado como um incentivo ao investimento e ao conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais e do país.

Com o objetivo de assegurar a primazia do princípio do *full disclosure* e a chamada “confiança de mercado”, criaram-se normas de repressão ao *insider trading*, vedando a possibilidade dos *insiders* negociarem com informações privilegiadas.

O *insider* seria toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações relevantes relativas ao negócio e situação da companhia.¹¹⁵ Já informações privilegiadas seriam todas aquelas capazes de influenciar de maneira sensível a cotação dos valores mobiliários e que não tenham sido ainda publicamente divulgadas.

No entanto, a partir de 1966, inspirados pela obra de Henry Manne, alguns doutrinadores filiados à escola da Análise Econômica do Direito, passaram a questionar a repressão ao *insider trading*. Para essa corrente,

¹¹⁴ A CVM define ‘Governança Corporativa’ como “um conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. 11 p. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 27 de maio de 2008.

¹¹⁵ PARENTE, Norma. op. cit.

diante da real impossibilidade de implantação de um sistema efetivo de *full disclosure*, a legalização do *insider trading* poderia representar um verdadeiro canal de informação adicional ao mercado, trazendo benefícios ímpares para a sociedade e contribuindo assim para um resultado mais próximo do que o legislador pretendia quando da introdução do princípio da informação completa em nosso ordenamento.

Em que pese a falta de repercussão das idéias de Henry Manne e seus seguidores na regulamentação do mercado de capitais mundo afora, não podemos deixar de observar que suas contribuições levaram a um acirrado, porém extremamente saudável, debate entre juristas e economistas sobre o tema.

Acadêmicos que defendem o combate levantam basicamente questões de ordem ética e a importância da “confiança dos investidores” em um mercado em que seja assegurada a igualdade de acesso às informações. Já os que defendem a polêmica legalização afirmam que esta contribuiria para uma melhor determinação dos preços no mercado, promovendo sua eficiência alocacional e incentivos aos administradores a criação de inovações que agreguem valor às companhias.

O presente trabalho não tem como finalidade esgotar todos os argumentos contra e a favor do assunto ou defender uma determinada posição. De fato, existem argumentos plausíveis dos dois lados e só maiores estudos empíricos poderiam ajudar a resolver o impasse. Como ressaltou EASTERBROOK a respeito do debate, “*tenho me confrontado como uma série de argumentos, na maioria econômicos, a favor e contra o insider trading. Esses argumentos são bem equilibrados. Apesar de tender a acreditar que provavelmente a repressão seja benéfica, essa é uma questão*

essencialmente empírica. Amanhã, eu já posso ter mudado de idéia” (tradução livre)¹¹⁶.

Dessa forma, em que pese o fato de que o princípio da informação completa e da transparência de informações seja primordial para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais, alertamos que ainda não foi comprovado que o combate ao *insider trading* está de fato relacionado com a efetivação deste princípio. Com efeito, conforme lembra BAINBRIDGE, a questão ao redor da proibição ou não do *insider trading* continua representando um enigma legal e econômico.

Não obstante, a regulamentação no Brasil tem se dedicado avidamente a promover sofisticados métodos para a repressão e punição da negociação com informações privilegiadas. Nesse sentido, afirmamos a importância de que o atual debate seja reproduzido e estudado também na realidade brasileira, a fim de se buscar uma justificativa que de fato legitime a repressão.

¹¹⁶ Texto original : *I have paraded a series of arguments, mostly economic, for and against insider trading... The arguments are closely balanced. Although I think it likely that legal restrictions on such trading are beneficial, the questions ultimately are empirical. I may be singing a different tune tomorrow.* EASTERBROOK, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, 1981 SUP. CT. REV. 309, p. 338. *apud* BAINBRIDGE, Stephen. *The Insider Trading Prohibition: a Legal and Economic Enigma*, *op. cit*

Bibliografia

AKERLOFF, G. *The market for lemons : quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, v. 84 (1970), pp. 488 e ss.

ALVAREZ, Alejandro Bugallo. *Análise econômica do direito: contribuições e desmistificações* in *Direito, Estado e Sociedade* - v.9 - n.29 - p 49 a 68 - jul/dez 2006.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 1999. 754 p.

BAINBRIDGE, Stephen M. *The Insider Trading Prohibition: a Legal and Economic Enigma*, 38 *University of Florida Law Review*. 35 (1986), disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

_____, *Manne on Insider Trading*. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-04. Disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

_____, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer* (February 2001). Disponível em <www.ssrn.com>. Acesso em 11 de maio de 2008.

BENY, Laura N. *Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence* (2005), disponível em <www.ssrn.com>. Acesso em 12 de maio de 2008

BERLE, Adolph. “*Publicity of Accounts and Director`s Purchase of Stock*” (1927) 15 Mich. L. Ver.827

BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. In: QUIROGA

MOSQUERA, Roberto (Org.). *Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Ed. Dialética, 1999

BRASIL. INTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Uma Década de Governança Corporativa – história do IBGC, marcos e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006.

BROWNE, Henry. *Free Martha Stewart!* (2003), disponível em <www.harrybrowne.com/articles/MarthaStewart.htm>. Acesso em 12 de maio de 2008

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002. 314 p.

CARLTON, Dennis W, and FISCHER, Daniel R. *The Regulation of Insider Trading*, 35 Stan. L. Rev. 857, 869-72 (1983)

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 3. 725 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo:Saraiva, 2002. 552 p.

CASS, Ronald A. *One Among the Manne: Changing our Course*, 50 Case W. Res. L. Rev. 203, 204 (1999).

CASTELLAR, João Carlos. *Os Novos Crimes Societários*. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2008. 141p

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. 11 p. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 27 de julho de 2007.

COMPARATO, Fabio Konder. *A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas de Aquisição*. Revista de Direito Mercantil, São Paulo: v. 49, jan./mar. 1983.

EASTERBROOK, Frank & FISCHER, Daniel R. *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*. Virginia Law Review. Charlottesville, Virginia Law Review Association, v. 70, n. 4, mai. 1984, pp. 669-715.

EIZIRIK et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 1a ed. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2008. 624p.

EIZIRIK, Nelson. *Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 50. 1983. p. 42-56.

_____. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro : Forense. 1a ed. 1987. 270p

LAMY, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1. 508 p.

GILLEN, Mark. *The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital Market* (May 25, 2006), disponível em <<http://www.tfmsl.ca>> Acesso em 11 de maio de 2008.

GILSON & KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias* (October 2003). Columbia Law and Economics Working Paper No. 240; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 270; Harvard Law and Economics Disc. Paper No. 446. Disponível em <www.ssrn.com>. Acesso em 11 de maio de 2008.

HÁFEZ, Andréa. Transparência e o tema mais freqüente nos julgamentos da CVM. *Espaço Jurídico Bovespa*, São Paulo, 6 ago. 2007. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 10 de maio de 2008.

HU, Jie e NOE, Tom. *Insider Trading, Costly Monitoring, and Managerial Incentives*. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper No. 97-2 (1997). Disponível em <www.ssrn.com>. Acesso em 12 de maio de 2008.

_____. *The Insider Trading Debate*. Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review. Fourth Quarter (1997). Disponível em <www.frbatlanta.org>. Acesso em 12 de maio de 2008.

IOSCO - International Organization of Securities Commissions - *Objectives and Principles*

KARMEL, Roberta S. *The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibitions Against Insider Trading: Why a Property Rights Theory of Insider Information Is Untenable*, 59 Brook. L. Rev. 149, 169-70 (1993). Disponível em <http://works.bepress.com/roberta_karmel/41>. Acesso em 12 de maio de 2008.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense Universitária, 2008.

LEÃES, L.G. Paes de Barros. *Mercado de Capitais & "Insider Trading"*. 1a ed. Sao Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. 198 p.

LOSS, Louis. *Securities Regulation*, Boston, 2a ed., 1961. vol. I.

MACEY, Jonathan. *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, Cornell Law Review, v. 89, 2004, pp. 394-422.

MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Press, 1966

_____, *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law, Vol. 31, No. 1, pp. 167-185, Fall 2005. Disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

MARTINEZ, Ana Paula. *Política de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*. V Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários, disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 20 de maio de 2008.

MARTINS PROENÇA, José Marcelo. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2005. 352 p.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNACIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. Disponível em <www.kornferry.com.br>. Acesso em 11 de maio de 2008.

MCKINSEY / KIOD, *Survey on Corporate Governance*, 2002. Disponível em <<http://www.mckinsey.com>>. Acesso em 21 de maio de 2008.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “Insider Trading” – No Brasil e nos Estados Unidos*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. V. 34. abril/junho de 1979. pp.43 e ss.

OECD. *Os Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades*. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 10 de maio de 2008.

of Securities Regulation. 2003. Disponível em : <<http://www.iosco.org> >. Acesso em 23 de maio de 2008.

PACHECO, Pedro Mercado. *El Análisis Económico del Derecho- una reconstrucción teórica*. Madrid: Cento de Estudios Constitucionales, 1994 p. 25;174.

PARENTE, Norma. *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*. Disponível em <www.cvm.gov.br> Acesso em 15 de abril de 2008.

_____. *Governança Corporativa – A Cartilha da CVM*, palestra proferida em 14 de agosto de 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ.asp>>. Acesso em 20 de maio de 2008.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *Crimes Econômicos e Mercados Financeiros*. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo: RT, ano 10, 39, 2002.

PIOTROSKI Joseph D. & ROULSTONE Darren T., *The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices* (March 2004). Disponível em <www.ssrn.com> Acesso em 12 de maio de 2008.

SOARES, Maurício Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários – Instrumentos de Regulação e Auto-Regulação*. Belo Horizonte : Juarez de Oliveira, 2003. 217p.

QUIROGA MOSQUERA, Roberto. Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). *Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Ed. Dialética, 1999.

WINANS, Foster R. *Let Everyone Use What Wall Street Knows*. Artigo publicado no *New York Times* em 13 de março de 2007, disponível em <www.nytimes.com> Acesso em 23 de maio de 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, CVM, Rio de Janeiro, 1979.

Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario. Toronto: Queen's Printer, 1965.

REVISTA CAPITAL ABERTO. Ano 4, Número 44, Abril 2007. p. 13

REVISTA ISTOÉ DINHEIRO - Reportagem de Octavio Costa publicada em 25/10/2006 - *Sadia sem segredos*. Disponível em <http://www.terra.com.br/istoedinheiro/475/financas/sadia_sem_segredos.htm>. Acesso em 11 de maio de 2008

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros. 3ª ed. 2006. 277p

SANTOS, João R. R. *Mercado de Ações: uma Análise sobre o Sistema de Informações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1978.

SCHOTLAND, ROY A. *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne*. Virginia Law Review 53 (November): 1425-78

SEYHUN, H. Nejat. *Investment Intelligence from Insider Trading*. Cambridge, MA, USA : MIT Press, 1998.

TANG, Yi Shin. *Avaliação das Políticas de Divulgação de Informações no Âmbito do Mercado de Capitais*. V Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários, disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 12 de maio de 2008.

TEIXEIRA DOS SANTOS, Fernando. *O Sistema Financeiro e a Globalização - A Regulação do Sistema Financeiro*. Disponível em <www.cmvm.pt> Acesso em 21 de maio de 2008.

TRINDADE, Marcelo. *O Papel da CVM e o Mercado de Capitais no Brasil*. SADDI, Jairo, org. São Paulo: IOB, 2002. p. 297-329.

UTPAL, Bhattacharya, HAZEM, Daouk e MICHAEL, Welker, *The World Price of Earnings Opacity*, disponível em <<http://www.ssrn.com>>, acesso em 10 de maio de 2008

WEI, Shang-Jin e HALL, Thomas W., *Investigating the Cost of Opacity: Deterred Foreign Direct Investment*, Disponível em <<http://www.pwcglobal.com>>, 2001. Acesso em 21 de maio de 2008.

WILLIAM A. Kelly, Jr., NARDINELLI, Clark, and WALLACE, Myles S.
Regulation Of Insider Trading: Rethinking Sec Policy Rules, Cato Journal
Vol.7, No.2 (Fall 1987)