



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**INSIDER TRADING - EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ESTUDO
COMPARATIVO ENTRE OS SISTEMAS AMERICANO E
BRASILEIRO**

por

LUIA FALCÃO DOS SANTOS WERNECK

ORIENTADOR: LUIZ CLÁUDIO SALLES CRISTÓFARO

2012.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

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

RIO DE JANEIRO - BRASIL

***INSIDER TRADING* - EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ESTUDO
COMPARATIVO ENTRE OS SISTEMAS AMERICANO E
BRASILEIRO**

por

LUISA FALCÃO DOS SANTOS WERNECK

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 Salles
Cristófar

2012.2

DEDICATÓRIA

*Aos meus pais e irmão, por todo amor e
apoio incondicional.*

RESUMO

Trata-se de estudo sobre a prática de *insider trading*, que consiste na negociação envolvendo valores mobiliários de emissão de uma determinada companhia aberta com base em uma informação relevante que ainda não foi divulgada ao mercado de capitais e não é de conhecimento dos demais investidores. Esta informação é utilizada de maneira ilícita pelo seu detentor, o *insider*, que busca obter vantagem para si ou para terceiros.

Serão analisados os dispositivos presentes nas leis societárias brasileiras e americanas, as quais buscam garantir a ampla divulgação das informações referentes às companhias abertas, estabelecer condições equitativas de negociação para todos os investidores e combater a prática do *insider trading*.

PALAVRAS-CHAVE

Insider trading, *insider*, informação privilegiada, companhias abertas, valores mobiliários, mercado de capitais, divulgação de informações, deveres dos administradores, CVM.

SUMÁRIO

Dedicatória	02
Resumo e Palavras-chave	03
Lista de Abreviações	05
Introdução	06
Capítulo I. NOÇÕES IMPORTANTES	10
Capítulo II. EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA BRASILEIRA	18
II.1 Lei das Sociedades Anônimas – LSA (Lei nº 19 6.404/1976), alterada pela Lei nº 10.303/2001	19
II.2 Lei da Comissão de Valores Mobiliários – LCVM (Lei nº 6.385/1976), alterada pela Lei nº 10.303/2001	27
II.3 Instrução CVM nº 358/2002 (alterada pela Instrução CVM nº 449/2007)	35
Capítulo III. EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA NORTE-AMERICANA	39
Conclusão	51
Bibliografia	57

LISTA DE ABREVIações

- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- LCVM – Lei da Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976)
- LSA – Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976)
- OPA – Oferta pública de aquisição de ações
- SEC – *Securities and Exchange Commission*

INTRODUÇÃO

O presente projeto enfocará a questão da utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão por dentro dos negócios da companhia emissora e têm a possibilidade de fazer operações antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.

A lei determina condutas a quem dispõe de informação privilegiada. Além do detentor da informação, também se enquadram como possíveis agentes do *insider trading* terceiros aos quais a informação foi repassada e que vão negociar ações com tal conhecimento, sejam eles familiares, amigos ou qualquer outro indivíduo, como veremos ao longo do presente projeto.

As ações dos *insiders* ferem princípios de ordem econômica e ética que justificam a preocupação com o uso privilegiado de informações. A infração relativa aos princípios de ordem econômica se refere ao conceito de eficiência na determinação da cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. O ideal é que a cotação dos títulos reflita apenas as informações publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de divulgação de todas as informações relevantes. Com isso, se busca conquistar a confiança dos investidores, resultando na maior eficiência e liquidez do mercado. A este respeito, afirma Nelson Eizirik:

“As razões econômicas estão ligadas à eficiência na determinação do valor dos títulos negociados no mercado de capitais. Com efeito, a teoria econômica indica que o mercado é eficiente quando o preço das ações reflete, de forma virtual e instantânea, todas as informações disponíveis sobre as empresas cujos títulos são

negociados. Assim, o conceito de eficiência está diretamente relacionado à capacidade dos preços (cotações) de refletirem as novas informações sobre as empresas. Quanto mais rápida for a reação da cotação dos títulos às informações, mais eficiente será o mercado. É mediante normas que estabeleçam uma ampla política de prestação de informações por parte das companhias abertas (o disclosure) que se busca alcançar a tal eficiência.”¹

A ampla divulgação de informações se baseia em um princípio norte-americano chamado *full disclosure*, o qual procura assegurar oportunidades iguais aos investidores, mediante a transparência no acesso às informações sobre as companhias abertas. Este princípio é fundamental para proteger os participantes do mercado, uma vez que, com a divulgação, todos terão acesso às informações relevantes.

Ainda nesse sentido, há um segundo princípio norte-americano chamado de *market egalitarianism*, de acordo o qual todas as informações devem estar disponíveis ao mercado ao mesmo tempo, sem que os *insiders* possam utilizá-las antes de sua divulgação. Trata-se de um princípio de ordem ética que deriva do princípio de igualdade de acesso a informações, isto é, todos aqueles interessados pelos valores mobiliários de uma determinada empresa devem obter as mesmas informações, ao mesmo tempo. Porém, sabemos que isso não ocorre na prática.

Uma informação vai ser determinada como privilegiada quando sua divulgação trazer consequências na variação e cotação dos valores mobiliários a que se refere. Como exemplo, podemos citar um caso em que o diretor financeiro de uma empresa, que está se preparando para fazer uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) e proíbe a venda antecipada de

¹EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 50. São Paulo: 1983. Apud PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005. p. 273

seus títulos, compra, por conta própria, ações na sociedade que será objeto da OPA.

Neste caso, este diretor terá negociado com vantagem sobre os demais investidores, utilizando-se da informação privilegiada e trazendo falhas ao mercado. Ele adota esta conduta para obter ganhos em nome próprio, buscando evitar uma perda que poderia ocorrer com a concretização da OPA. A grande questão é a falta de equidade, pois a operação terá sido feita sem que o investidor incorresse em nenhum risco, ao contrário dos demais participantes do mercado, que desconheciam tais informações.

Os administradores de sociedades abertas possuem dever de lealdade e dever de informar, ou seja, caso disponham de informações privilegiadas, devem comunicar ao mercado, salvo se tal informação se tratar de uma operação em curso e houver um interesse legítimo em mantê-la reservada. Nesse caso, se aplica o princípio norte-americano de divulgar ou de se abster de operar com a informação privilegiada (*disclosure or refrain from trading*), ou seja, enquanto a informação não for publicamente divulgada, o *insider* está proibido de utilizá-la em proveito próprio ou de terceiros.

É importante ressaltar que todos os deveres e responsabilidades dos administradores se estendem aos conselheiros, diretores e membros de quaisquer órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto da companhia (como, por exemplo, conselho fiscal).

Neste estudo, se pretende analisar de que forma em o Brasil trata a conduta de *insider trading*. Atualmente, com a era da globalização, todos os

mercados são interligados e, dessa forma, a regulamentação acerca deste tema é de suma importância, devido à sua interferência no mercado mundial.

Primeiramente, será feita uma introdução aos conceitos importantes que nos acompanharão ao longo dos capítulos. Em seguida, serão contemplados os dispositivos da legislação brasileira que tratam da conduta de *insider trading*. Posteriormente, para fins de um estudo comparativo, será analisada a legislação societária norte-americana, objeto de inspiração para os legisladores brasileiros. Por fim, serão apresentadas as conclusões a que se chegou ao longo da exposição e as medidas adotadas na repressão ao *insider trading*, passando pela corrente majoritária, que defende o aumento das penas, e pela corrente minoritária pró-*insiders*, que defende a legalização do uso de informações privilegiadas.

CAPÍTULO I - NOÇÕES IMPORTANTES

Primeiramente, cabe definirmos as sociedades anônimas, em torno das quais gira todo o tema deste ensaio. Segundo Fabio Ulhoa Coelho, o conceito de **sociedade anônima** pode ser resumido da seguinte forma:

“Sociedade anônima, também referida pela expressão ‘companhia’, é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem. (...) Anônima é a sociedade empresária com capital dividido em valores mobiliários representativos de um investimento (as ações), cujos sócios têm, pelas obrigações sociais, responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações que titularizam.”²

As sociedades anônimas se dividem entre sociedades abertas e fechadas, conforme o artigo 4º da LSA:

“Artigo 4º: Para os efeitos desta lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.”

A mesma definição se encontra no artigo 22 da LCVM:

“Artigo 22: Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.”

Os **mercados de valores mobiliários**, compostos pela bolsa de valores e pelos mercados de balcão, constituem um sistema regulado pelo governo, onde ocorrem a compra e a venda de valores mobiliários emitidos por companhias abertas, mediante: (i) a colocação destes valores através de uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central; (ii) a intermediação de

²COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. Vol. 2, 15ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011. pp. 86-88.

sociedades corretoras também regulares; e (iii) a prévia autorização da CVM, como veremos a seguir.

As bolsas de valores são compostas por sociedades corretoras de valores mobiliários de uma mesma base territorial. Seu objetivo é manter um sistema apropriado para a negociação de valores mobiliários, mediante prévia autorização da CVM. Atualmente, os negócios com valores mobiliários em bolsa de valores no Brasil estão concentrados na BOVESPA, que também mantém o “novo mercado”, regime especial para empresas que adotam políticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela lei (como, por exemplo, ausência de ações preferenciais e medidas de proteção aos acionistas minoritários).

Já nos mercados de balcão, ocorrem todas as distribuições, compra e venda de ações realizadas fora das bolsas de valores. Originalmente, o mercado de balcão é um mercado sem lugar físico, onde ocorrem negociações de valores mobiliários por telefone. É considerado organizado quando é administrado por instituições autorreguladoras, que propiciam um sistema eletrônico de negociação, interligando as instituições credenciadas e fechando os negócios eletronicamente, também mediante prévia autorização da CVM.

Fábio Ulhoa Coelho se aprofunda neste conceito ao apontar o registro na CVM como requisito fundamental para uma companhia aberta:

“A sociedade anônima somente pode captar os recursos junto aos investidores em geral – isto é, ser aberta – mediante prévia autorização do governo, que se materializa no registro dela mesma, bem como no dos lançamentos de seus valores mobiliários, no órgão governamental próprio, que é a CVM, autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda. Apenas com a autorização desta agência é lícito à companhia oferecer-se à generalidade dos investidores como uma alternativa de investimento. É, a propósito, crime, punido com reclusão de 2 a 8 anos, e multa, proceder à captação de recursos

junto à generalidade dos investidores sem a observância da autorização do governo (Lei nº 7.492/86, art. 7º).”³

O controle exercido pela CVM sobre as companhias abertas, através, por exemplo, da obrigatoriedade de publicação de demonstrações financeiras e fatos relevantes, é justamente para conferir segurança aos investimentos no mercado de capitais. Visando o fortalecimento do mercado acionário, através da maior confiança dos investidores, o governo fiscaliza as operações, através das regulamentações expedidas pela CVM.

A liquidez se refere à possibilidade de o investidor negociar e fazer diversos investimentos com maior rapidez. Quando as ações estão admitidas à negociação em mercado de valores mobiliários (bolsa de valores ou mercado de balcão), podem ser vendidas rapidamente ao aparecerem interessados, permitindo aos seus titulares originais reaver os valores investidos de forma eficiente e disponibilizando recursos para uma nova operação.

Os valores mobiliários estão elencados no artigo 2º da LCVM. Dentre eles, estão as ações, as partes beneficiárias, as debêntures e os bônus de subscrição.

A emissão pública de valores mobiliários pelas companhias permite a captação de recursos do público para o financiamento de seus projetos. Os investidores que adquirem ações de uma determinada companhia não possuem qualquer forma de garantia de retorno de seus investimentos (daí o mercado de capitais ser considerado um investimento “de risco”), mas têm direito à distribuição de dividendos, caso a companhia apresente lucros em suas demonstrações financeiras.

³COELHO, Fabio Ulhoa. Op. cit., pp. 88-89.

Informações relevantes são aquelas que podem influenciar de forma relevante na cotação dos valores mobiliários de emissão das companhias, afetando a decisão dos investidores de vendê-los, comprá-los ou guardá-los. Trata-se de uma norma flexível, que deve ser analisada caso a caso.

Devem ser divulgadas ao mercado através de **atos relevantes**, definidos abaixo nas palavras de Fabio Ulhoa Coelho:

“Pode ser fato relevante todo e qualquer evento econômico ou de repercussão econômica a envolver a companhia, incluindo nesse amplo conjunto as deliberações de seus órgãos societários, a realização ou a não realização de determinados negócios, projeções de desempenho etc. Será relevante o fato se puder influir, de modo ponderável, na decisão de investidores do mercado de capitais, no sentido de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima (LSA, art. 157, parágrafo 4º). Quer dizer, se o administrador de companhia aberta, a partir de sua experiência profissional, constatar que os investidores, ao tomarem conhecimento de determinada notícia relacionada à sociedade que administra, optariam por realizar ou deixar de realizar certos negócios no mercado de capitais, então ele estará diante de um fato relevante, cuja divulgação é seu dever legal.

A divulgação de fato relevante pela imprensa é feita através de inserções, no mesmo jornal (papel) em que a companhia costuma realizar as publicações a que está obrigada pela lei, ou por regulamento da CVM, de modo a torná-lo acessível aos acionistas e investidores, habituados a encontrar naquele específico veículo as notícias importantes sobre a sociedade anônima em questão. Na Alemanha, facultase a divulgação do fato relevante (kursbeeinflussender Tatsachen) por sistemas eletrônicos de disseminação de informações, se amplamente acessíveis a instituições financeiras, agentes do mercado de capitais e empresas em geral. No Brasil, os fatos relevantes estão disponibilizados no website da CVM, mas isso não dispensa os administradores de providenciarem as publicações na imprensa papelizada.”⁴

Existem alguns pontos decisivos para que uma informação se encaixe no conceito de informação privilegiada. Por exemplo, deve se tratar de uma informação reservada, que ainda não se tornou pública. Também é necessário que essa informação tenha relevância a ponto de ser capaz de influir sobre a cotação do instrumento ao qual se refere. A informação sobre a OPA em curso, mencionada na introdução deste projeto, reúne os três elementos, por ser

⁴Ibid. p. 276.

reservada, concreta e pelo fato de que sua publicação é capaz de fazer com que a cotação varie. Neste sentido, entendem Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

“Deve ser considerada privilegiada a informação que: (a) tem um caráter razoavelmente preciso, isto é, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando um mínimo de materialidade ou objetividade, ou seja, uma consistência mínima capaz de permitir sua utilização por um investidor médio; (b) não está disponível para o público, encontrando-se reservada a um círculo restrito de pessoas; (c) é price-sensitive, isto é, poderia, caso fosse divulgada, influenciar o preço dos valores mobiliários no mercado; (d) é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores.”⁵

O ***insider***, em relação à determinada companhia, é o indivíduo que, em razão de sua posição, tem acesso a informações relevantes, conforme definido acima, relativas aos negócios da companhia.

Este conceito ainda não está definido expressamente na legislação brasileira, mas está implícito nos artigos 145, 155, 157 e 165 da LSA e 22 da LCVM, onde são listados deveres daqueles que podem ser considerados *insiders*: (i) administradores; (ii) diretores; (iii) conselheiros; (iv) membros de quaisquer órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto da companhia (como, por exemplo, conselho fiscal); (v) subordinados e terceiros de confiança das pessoas listadas acima; e (v) acionistas controladores. Posteriormente, com a evolução da legislação societária, os possíveis agentes de *insider trading* foram flexibilizados, conforme veremos mais adiante.

Para que um determinado mercado de capitais funcione adequadamente, é necessário que existam regras e preceitos que regulem a divulgação de forma correta das informações privilegiadas, de forma que estas não sejam utilizadas

⁵EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008. p. 530.

pelos *insiders* antes de estarem acessíveis aos demais investidores, conforme afirma Luiz Leonardo Cantidiano:

“Um dos pilares da regulamentação de qualquer mercado de valores mobiliários é fazer com que seja respeitada, pelos agentes econômicos, uma política adequada de divulgação de informações sobre os negócios das companhias emissoras de títulos ofertados aos investidores, evitando-se, a todo custo, que sejam realizadas operações de compra ou de venda de valores mobiliários com a utilização de informação relevante, que ainda não tiver sido divulgada a todo mercado”.⁶

As regras para a divulgação de informações relevantes por parte de companhias abertas visam sempre à proteção aos investidores, buscando sempre a eficiência das negociações nos mercados de capitais.

Entre os momentos em que a divulgação de informações é imperativa, de acordo com as regras da CVM, estão: (i) a oferta de valores mobiliários ao público; (ii) o registro para negociação de valores mobiliários de uma empresa em mercado público; (iii) a divulgação contínua (anual, semestral ou em caso de fatos relevantes -- em razão de eventos específicos pré-determinados pelos regulamentos de divulgação ou devido à relevância em geral); e (iv) quando os investidores vão exercer direito de voto de seus valores mobiliários (para que o façam providos de todas as informações pertinentes para tomar uma decisão embasada).

Quanto ao momento em que a informação deve ser divulgada, esclarece Fábio Ulhoa Coelho:

“A comunicação deve dar-se imediatamente após a prática do ato, conclusão do negócio ou ocorrência do fato, momento que nem sempre é fácil de precisar. Note-se que, muitas vezes, o fato relevante está ligado à concretização de negócios de vulto, cuja concepção e desenvolvimento demandam meses, até começarem a

⁶CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2002. p. 194.

ganhar forma. A divulgação precipitada de transações ainda em andamento não raro é altamente desinteressante para as partes e pode, mesmo, chegar a comprometê-las. Uma vez concluídas as negociações, no entanto, nasce o dever de informar os seus aspectos relevantes ao mercado.”⁷

Finalmente, ***insider trading*** é a operação realizada com valores mobiliários de emissão da companhia por um *insider*, que faz uso de uma informação privilegiada em proveito próprio ou em favor de outrem.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa, *insider trading* é:

“Insider trading é toda negociação de compra e venda de valores mobiliários feita pelos administradores ou por quem deles obteve de qualquer forma informações relevantes, no período em que tais informações não foram divulgadas junto ao mercado, de forma ordinária ou extraordinária, conforme as circunstâncias.

Insider trading é, portanto, qualquer operação realizada por um insider, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais.

Assim, o insider trading caracteriza-se pelo uso de informação relevante não divulgada na compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia, gerando um desequilíbrio de posições, lesivo tanto a uma das partes da operação – o comprador ou o vendedor outsider – como ao próprio mercado de capitais, em termos de confiabilidade.

O que caracteriza o insider trading, portanto, é o momento da negociação ou, em outros termos, o período no qual a negociação foi realizada.”⁸

A prática de *insider trading* é combatida na legislação brasileira através de normas preventivas e repressivas, como ocorre na legislação americana, conforme explica Modesto Carvalhosa:

“Podemos distinguir, tanto no direito comparado, como no direito brasileiro, duas modalidades de normas jurídicas voltadas para a disciplina de tal prática: 1. normas preventivas; e 2. normas repressivas. Entre as primeiras, destacam-se as regras referentes à ampla divulgação e disseminação de informações, capazes de assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado acionário, assim como aquelas que impõem aos potenciais insiders a prestação de informações contínuas sobre as ações

⁷COELHO, Fabio Ulhoa. Op. cit., p. 277.

⁸CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Vol. 3, 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 305.

por eles negociadas. As normas repressivas basicamente proíbem a realização do insider trading, cominando aos infratores determinadas sanções: cíveis (reparação dos prejuízos causados); administrativas e criminais.”⁹

⁹EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 50. São Paulo: 1983. Apud PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., p. 273.

CAPÍTULO II - EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA BRASILEIRA

Antes da edição da LSA em 1976, as companhias abertas brasileiras eram regidas pelo Decreto-lei nº 2.627/1940, que só fazia menção à prestação de informações em seu artigo 70, ao exigir que empresas estrangeiras instaladas no país publicassem seus balanços, lucros, perdas e atos administrativos.

Em seguida, entrou em vigor a Lei nº 4.728/1965 (Lei de Mercado de Capitais – LMC), com o objetivo de disciplinar o mercado de capitais, seu desenvolvimento e a intervenção estatal que ele poderia sofrer. Esta lei incumbiu ao Banco Central - BACEN a fiscalização da utilização de informações não divulgadas ao público por acionistas ou pessoas que a elas tenham acesso, em benefício próprio ou de terceiros. Sobre este dispositivo, criticou Fábio Konder Comparato:

“As insuficiências deste dispositivo são manifestas. Em primeiro lugar, a fiscalização supõe a existência de normas particulares de disciplina da matéria, cujo cumprimento possa ser fiscalizado. Ora, tais normas não foram definidas, e é duvidoso que a sua formulação compita ao Conselho Monetário, ou ao Banco Central, no estado atual de nossa legislação. A Lei de Mercado de Capitais está longe de ser clara a esse respeito. Além disso, a norma do artigo 3º, nº X, da Lei de Mercado de Capitais, falando em fiscalização do insider trading pelo Banco Central, supõe também um sistema adequado de sanções para essas manifestações. Ora, nesse ponto só encontramos a disposição do artigo 4º, parágrafo 6º, que manda aplicar aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei nº 4.595/1964, quando é manifesta a inadequação do sistema punitivo da Lei Bancária ao problema em questão. De notar que o fenômeno que examinamos não se confunde com a manifestação de preços, pois o comportamento do insider não influi em nada sobre o valor dos títulos negociados. O comportamento do insider é tipicamente de dolo por omissão, silenciando intencionalmente a esse respeito de fato ou qualidade que a outra parte ignorava, de arte que esta não teria, por certo, celebrado o contrato, se não houvesse a omissão dolosa.”¹⁰

¹⁰COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nº 2, 1971.

A regulamentação acerca do *insider trading* nos países desenvolvidos foi introduzida, em geral, por volta da década de 90. Com isto, pode-se considerar que o Brasil se destacou ao implantar a Lei nº 4.728/1965, antes mesmo da LSA, por mais deficitária que fosse.

Posteriormente, vieram os dispositivos que serão objetos de estudo neste capítulo, os quais passaram a formar a estrutura legal que previne e reprime o *insider trading*.

II.1) Lei das Sociedades Anônimas – LSA (Lei nº 6.404/1976), alterada pela Lei nº 10.303/2001

Foi com a chegada da LSA que o *insider trading* passou a ser efetivamente regulado, através de dispositivos preventivos e repressivos. Esta Lei elenca como dois dos principais deveres dos administradores o dever de lealdade e o dever de informar.

Primeiramente, cabe ressaltar que, conforme mencionado na introdução do presente projeto, pela força dos artigos 145 e 165, todos os deveres e responsabilidades dos administradores se estendem aos conselheiros, diretores e membros de quaisquer órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto da companhia (como, por exemplo, conselho fiscal).

O artigo 155 da LSA estabelece o **dever de lealdade**, que exige que os administradores coloquem os interesses das companhias sempre à frente dos

seus interesses particulares. Foi inspirado no *standard of loyalty* do direito societário norte-americano, conforme afirma Flávia Parente:

“No artigo 155, a Lei das Sociedades Anônimas estabelece o dever de lealdade, consagrando, no sistema legal brasileiro, o standard of loyalty do direito norte-americano, segundo o qual o administrador, na condução dos negócios sociais, deverá exercer seus poderes de boa-fé, tendo em vista os interesses da sociedade e não os seus próprios interesses ou os interesses de outras pessoas, isto é, o administrador não pode se utilizar da posição que ocupa na companhia para obter qualquer tipo de benefício para si ou para terceiros.”¹¹

No inciso I, é vedada ao administrador a utilização, em benefício próprio ou de terceiros, de oportunidades comerciais das quais tome conhecimento em razão de seu cargo, independentemente de acarretar ou não em prejuízos para a companhia. Este dispositivo, através do qual é garantida a prioridade à companhia em oportunidades de negócio que, na verdade, pertencem a ela, configura a chamada *corporate opportunity doctrine*, presente no direito norte-americano:

“A utilização por parte dos administradores em benefício próprio ou de terceiros das oportunidades de negócios de que tenham conhecimento em razão do exercício de seu cargo representa ato de deslealdade, em detrimento dos interesses da companhia, que deveriam sempre observar. Com efeito, os administradores, enquanto órgãos da companhia, devem sempre exercer as suas atribuições visando a alcançar os interesses sociais e não os seus próprios ou de terceiros.”¹²

Ou seja, para que os administradores realizem uma boa gestão, devem atuar sempre favorecendo os interesses da sociedade, e não os seus ou de terceiros, não podendo se aproveitar de oportunidades que poderão ser úteis para a companhia e das quais tomaram conhecimento em razão do cargo que ocupam, conforme afirma Modesto Carvalhosa:

¹¹PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005. p.150.

¹²Ibid p.153.

“O standard of loyalty do direito norte-americano transcrito na regra ora comentada, baseia-se, como já se referiu, no caráter fiduciário das funções do administrador (fiduciary position). A relação entre a companhia e o administrador é chamada, com efeito, de fiduciary relationship, a refletir as relações jurídicas de confiança que norteiam a conduta deste último. A quebra do dever de lealdade (breach of the duty of loyalty) é considerada lesiva não somente à companhia como também a seus acionistas.”¹³

Para identificar o que seriam efetivamente oportunidades de negócios diante de casos concretos, a doutrina norte-americana formulou algumas diretrizes, conforme esclarece Flávia Parente:

“A doutrina norte-americana, a partir de julgamentos de casos, formulou alguns testes básicos para identificar a existência de uma oportunidade de negócios, a saber:

- a) teste do interesse ou expectativa (“interest or expectancy test”), segundo o qual a oportunidade comercial pertence à sociedade, se a companhia tem interesse ou expectativas em relação ao negócio oferecido ou se a oportunidade comercial é necessária para a continuação das atividades da companhia;*
- b) teste da linha de negócios (“line of business test”), que compara a oportunidade que foi oferecida ao ramo de negócios a que a sociedade se dedica – quanto mais próxima é a oportunidade a esse ramo de negócios, mais provavelmente será a mesma considerada uma oportunidade comercial. Assim, uma oportunidade de negócios é potencialmente uma oportunidade comercial da companhia se (1) a sociedade detém o conhecimento, experiência prática e possibilidade financeira de utilizar ou exercer a oportunidade; e (2) a oportunidade está intimamente relacionada com os negócios já desenvolvidos pela companhia e em vias de desenvolver no futuro, segundo as suas necessidades e planos de expansão; e*
- c) teste da honestidades, justiça ou imparcialidade (“fairness test”), segundo o qual é necessário realizar uma dupla aferição para se determinar se a oportunidade pode ser considerada uma oportunidade comercial: primeiro, aplica-se o teste de linha de negócios para se verificar se a oportunidade é intimamente relacionada às atividades desenvolvidas pela companhia ou em vias de se desenvolver; se o autor da ação demonstra que a oportunidade está relacionada aos negócios praticados pela companhia, caberá ao administrador provar que não violou o dever de lealdade, boa-fé e “fair dealing” ao se aproveitar da oportunidade comercial.”¹⁴*

No inciso II, é estabelecido que o administrador também não pode deixar de aproveitar oportunidades de negócios potencialmente boas para sua companhia visando obter vantagens para si ou terceiros.

¹³CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 3. Ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3, p.157. Abud PARENTE, Flávia. Op. cit., p.153.

¹⁴PARENTE, Flávia. Op. cit., p. 154.

No parágrafo 1º, é imposta ao administrador a obrigação de manter sigilo sobre informações obtidas em função do cargo que exerce e que ainda não tenham sido divulgadas ao mercado, bem como fica proibida sua utilização em seu favor ou de terceiros, caso tais informações sejam capazes de influenciar de forma relevante na cotação dos valores mobiliários. Ou seja, fica qualificado o ilícito *insider trading*, que ocorre quando um *insider*, se valendo de uma informação relevante ainda não divulgada a qual tenha tido acesso, faz uma operação envolvendo a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia, buscando obter vantagem para si ou para terceiros.

O artigo também determina que o administrador deve zelar para que seus subordinados ou terceiros de sua confiança não descumpram o dever de lealdade.

Após definir em linhas gerais o que seria a informação relevante, em seu parágrafo 4º, o artigo generaliza e proíbe a utilização de informação relevante ainda não divulgada não apenas pelo administrador, mas por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, como um subordinado ao administrador ou um terceiro de sua confiança, com o objetivo de alcançar vantagens no mercado de valores mobiliários, seja para si ou para outrem.

Este último parágrafo foi introduzido pela reforma da legislação com a edição da Lei nº 10.303/2001 e trouxe uma vasta enumeração dos possíveis *insiders*, incluindo os *tippees* do direito norte-americano (aqueles que recebem dicas a respeito dos valores mobiliários), conforme veremos no próximo capítulo.

Contudo, conforme o entendimento de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik¹⁵, a expressão “qualquer pessoa” do parágrafo 4º não deve ser interpretada literalmente. É preciso que haja algum tipo de nexó profissional para que terceiros, que não os típicos *insiders*, assim considerados em razão do cargo que ocupam, possam ser responsabilizados por operações com valores mobiliários dispondo de informações privilegiadas. Ou seja, é necessário que se trate de advogados, operadores de mercado, auditores, peritos etc. que se relacionem com os administradores.

Alternativamente, segundo estes dois Autores, deve estar configurado nexó pessoal entre estes terceiros que possuem vínculo com administradores em virtude do exercício da profissão. É muito difícil configurar a conduta de *insider trading* quando o terceiro é uma pessoa desprovida de qualquer vínculo profissional ou pessoal com aqueles que são considerados *insiders* devido à suas posições em uma companhia aberta.

Com a generalização da proibição da utilização das informações privilegiadas por qualquer pessoa que tenha tido acesso a elas (a qual, segundo os dois Autores supramencionados, deve ser entendida dentro dos termos delimitados acima), foi ampliada a capitulação já existente na legislação anterior, conforme enaltece Luiz Leonardo Cantidiano:

*“O novo dispositivo amplia a regra antes existente, fazendo constar da própria lei uma vedação que já estava prevista em atos regulamentares editados pela CVM. Na verdade, o novo parágrafo do art. 155 se limita a deixar explícito ser vedado, a qualquer pessoa que possa ter tido acesso a informação privilegiada, utilizar-se da mesma informação, tendo como finalidade auferir vantagem para si ou para outrem.”*¹⁶

¹⁵CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002. Apud PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., pp. 306-307.

¹⁶CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Op. cit., p. 195.

O artigo 157 da LSA estabelece o **dever de informar**, restrito às companhias abertas e inspirado no *duty of disclosure* do direito societário norte-americano.

Isso significa que, ao firmar o termo de posse, o administrador de companhia aberta terá obrigações tais como declarar o número de ações, opções de compra de ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição de emissão da companhia e de suas controladas, dos quais é titular. Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho:

“O cumprimento desse dever apresenta dois aspectos distintos: de um lado, o pertinente às informações para esclarecimento de acionistas; de outro, as comunicações de modificações na posição acionária ou de fatos relevantes, cujo destinatário é o mercado (ou seja, os seus operadores e investidores em geral). Em relação ao primeiro aspecto, determina a lei, inicialmente, que o administrador, no ato da posse, deve declarar se em seu patrimônio há ações ou outros valores mobiliários (bônus de subscrição, opção de compra de ações, debêntures conversíveis em ações) de emissão da companhia, de sociedades por ela controladas ou integrantes do mesmo grupo, especificando o número. Ainda em relação aos esclarecimentos aos acionistas, concernentes a determinados negócios societários e empregatícios do administrador, prevê a lei a obrigatoriedade de prestá-los em assembleia geral, quando solicitado por quem detém pelo menos 5% do capital social (LSA, art. 157, § 1º).”¹⁷

Em seu parágrafo 1º, o artigo apresenta especificações que podem ser exigidas do administrador de companhia aberta em assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que detenham pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social. Entre elas, a divulgação (i) do número de valores mobiliários, de emissão da companhia, de suas controladas ou de companhias do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado no exercício anterior; (ii) das opções de compra de ações contratadas ou exercidas no exercício anterior; (iii) dos benefícios ou vantagens recebidas da companhia, de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo, no exercício anterior ou no presente; (iv) das

¹⁷COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., p. 275.

condições dos contratos de trabalho firmados com diretores e empregados de alto nível pela companhia; e (e) de quaisquer atos ou fatos relevantes da companhia.

Em seu parágrafo 4º, é previsto expressamente o dever de comunicação e de divulgação de fatos relevantes. Fica estabelecida a obrigação de divulgar de imediato, à bolsa de valores e em veículo da imprensa, deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, bem como fatos relevantes, que possam influenciar nos valores mobiliários e na consequente decisão dos investidores de vendê-los ou comprá-los. É a consagração do princípio norte-americano do *full disclosure*, que visa assegurar a transparência das companhias abertas.

De acordo com o parágrafo 5º, os administradores somente poderão deixar de divulgar tais informações caso entendam que há risco de prejudicar algum interesse legítimo da companhia (por exemplo, no caso de se estar em fase de preparação a formulação da OPA). Neste caso, se aplica o princípio norte-americano de divulgar ou de se abster de operar com a informação privilegiada (*disclosure or abstain*) e a CVM decidirá sobre a prestação das informações, podendo responsabilizar os administradores.

Após a reforma da legislação em 1976, foi acrescentado a este artigo o parágrafo 6º, segundo o qual os administradores das companhias abertas devem informar de imediato quaisquer alterações em suas posições acionárias na companhia à CVM, às bolsas de valores ou às entidades de mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia sejam negociáveis, conforme a forma e os termos estipulados pela CVM.

A intenção ao introduzir ao artigo 157 este novo parágrafo foi buscar a garantia de uma maior transparência nas negociações de ações emitidas pelas companhias abertas por parte de indivíduos que, em razão do cargo que ocupam, podem possuir acesso a informações relevantes referentes a estas ações.

Trata-se de uma disposição semelhante à imposta aos acionistas controladores por força do artigo 116-A da mesma Lei, o qual determina que é um dever dos acionistas controladores das companhias abertas e dos acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal informar de imediato quaisquer alterações em suas posições acionárias na companhia à CVM, às bolsas de valores ou às entidades de mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia sejam negociáveis, conforme a forma e termos estipulados pela CVM.

No artigo 165-A, é estabelecido que os membros do conselho fiscal estão sujeitos à responsabilização por danos decorrentes da omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo ou que violem a legislação vigente ou o estatuto da companhia.

Ainda a esse respeito, afirmou José Marcelo Martins Proença:

“O dever de informar tornou-se mais contundente, mediante a introdução, na LSA, pela invocada Lei de 2001, do parágrafo 6º do artigo 157, do artigo 116-A e do artigo 165-A. O primeiro comando obriga os administradores da companhia a comunicar, imediatamente à CVM, às bolsas de valores ou entidades de mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as alterações em suas posições acionárias na companhia. Atribuiu-se o mesmo dever aos membros do conselho fiscal, nos termos

do artigo 165-A, e aos acionistas minoritários que tenham elegido membros do conselho fiscal ou do conselho de administração."¹⁸

A LSA deixou algumas lacunas que vieram a ser preenchidas mais tarde, como o fato de estarem previstas apenas sanções administrativas e civis, e nenhuma sanção penal. As obrigações ligadas ao dever de divulgar e ao uso correto das informações referentes a atos ou fatos relevantes, dispostas no artigo 157 e no parágrafo 1º do artigo 155, foram reguladas na Instrução CVM nº 31/1984, posteriormente revogada pela Instrução Normativa CVM nº 358/2002.

II.2) Lei da Comissão de Valores Mobiliários – LCVM (Lei nº 6.385/1976), alterada pela Lei nº 10.303/2001

Seguindo a mesma linha da regulação adotada no mercado norte-americano, esta Lei firmou a presença do Estado no nosso mercado de valores mobiliários, ao instituir a CVM e incumbi-la de regulamentar e fiscalizar as atividades do aludido mercado, apurando infrações e instituindo sanções de natureza administrativa. Nas palavras de Valdir de Jesus Lameira:

"A Lei supramencionada, publicada na mesma época da Lei nº 6.404/1976, teve o propósito de criar uma instituição que pudesse regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários Nacional. Além disso, objetivou transformar esse mercado em um instrumento da aplicação da poupança dos investidores e proporcionar uma alternativa importante para a capitalização das empresas.

Durante a crise das bolsas, em 1971, houve uma perda acentuada de valores financeiros por parte dos investidores, devido à atuação fraudulenta e irresponsável de alguns intermediários. Percebeu-se, então, que faltava a criação de uma instituição que pudesse regulamentar e desenvolver as atividades desempenhadas nesse mercado."¹⁹

¹⁸PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005. p. 97.

¹⁹LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2003. p. 207.

A CVM, autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda e dotada de autonomia orçamentária e administrativa, é encarregada de regular as operações envolvendo a negociação de valores mobiliários (sendo a responsável pela admissão à negociação de ações nos mercados e pela legitimação dos agentes ligados direta ou indiretamente a eles, como corretores, auditores independentes e sociedades distribuidoras), fiscalizar as sociedades anônimas abertas e garantir o adequado funcionamento do mercado de capitais, assegurando proteção aos investidores de fraudes, irregularidades ou abusos.

Dentre suas atribuições específicas referentes às companhias abertas, cabe à CVM regulamentar: (i) a forma de divulgação obrigatória de informações, como, por exemplo, das demonstrações financeiras; (ii) a divulgação de deliberações de órgãos da companhia e de fatos relevantes; (iii) determinação do valor nominal das ações; e (iv) informações envolvendo a negociação de ações por administradores e controladores das companhias.

No artigo 4º, inciso VI da LCV, encontramos, mais uma vez, um dispositivo que adota o princípio norte-americano do *full disclosure*. Vemos o mesmo em seus artigos 8º, inciso III, 19, 20 e 22, parágrafo 1º. Neste sentido, afirma Flávia Parente:

“Tais normas delegam à Comissão de Valores Mobiliários – CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando a sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas; os relatórios da administração das companhias; os padrões de contabilidade e pareceres dos auditores independentes; a divulgação de deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração etc.”²⁰

²⁰PARENTE, Flávia. Op. cit., pp 55-56.

De acordo com o artigo 4º, inciso VII, compete ao Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários assegurar, no mercado de valores mobiliários, o cumprimento de práticas comerciais equitativas. Ao atribuir essa competência, a legislação permitiu que o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários reprimam o *insider trading*, já que este ilícito representa, claramente, uma prática comercial não equitativa, se baseando na utilização de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado para obtenção de vantagens, o que estabelece uma vantagem para o *insider* e prejudica todos os outros investidores que não tiveram acesso às mesmas informações.

No artigo 9º, inciso V, foi atribuído à CVM o poder de “*apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado*”. Neste caso, a CVM poderá se valer do artigo 11, onde estão listadas as penalidades que poderão ser impostas aos infratores das normas da LCVM, da LSA, das suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar. Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho:

“*Por evidente, para garantir a eficácia de seus atos, a CVM encontra-se investida de poderes para aplicar sanções. As medidas punitivas, previstas no art. 11 da LCVM, são impostas após o regular procedimento administrativo, em que é assegurada a ampla defesa ao implicado. Para as infrações de menor gravidade, se não há reincidência, são imputáveis as penas de advertência ou multa. Para as graves, assim consideradas pela própria CVM, cabe desde a suspensão ou inabilitação, esta por no máximo 20 anos, para o exercício de cargo em companhias abertas ou entidades participantes do mercado de capitais, até a suspensão ou cassação de autorização ou registro. Se for caso de reincidência de infração leve, a pena poderá ser ou o triplo da multa ou as sanções reservadas às graves, sendo o juízo discricionário da CVM. Cabe, ainda, a pena de proibição de prática de determinados atos ou operações, limitadas a 20 anos para as entidades que dependam de autorização ou registro na CVM e a 10 para as demais.*”²¹

²¹COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., p. 96.

Contudo, antes que a CVM possa aplicar quaisquer penalidades, deverá respeitar as prerrogativas de ampla defesa e devido processo legal, conforme enaltece Nelson Eizirik:

*"Tais penalidades, evidentemente, somente podem ser aplicadas após a realização de um processo administrativo sancionador no qual sejam asseguradas ao acusado todas as garantias materiais e processuais caracterizadoras do 'devido processo legal' (Lei nº 6.385/76, art. 9º, parágrafo 2º e art. 11, parágrafo 4º)."*²²

Conforme o artigo 22, parágrafo 1º, a Comissão de Valores Mobiliários é competente para expedir normas que se apliquem a companhias abertas sobre: (i) a natureza das informações que precisam ser divulgadas e a frequência em que essa divulgação deverá ocorrer; (ii) relatório da administração e demonstrações financeiras das companhias; (iii) a compra de ações emitidas pela própria companhia, bem como a alienação das ações em tesouraria; (iv) padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; (v) informações referentes à operações com valores mobiliários emitidos pela companhia e por suas controladas ou controladoras que devem ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários; (vi) a divulgação de fatos relevantes referentes aos negócios da companhia e de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia que possam influenciar nas negociações dos investidores do mercado envolvendo os valores mobiliários emitidos pela companhia; (vii) a realização de reuniões anuais dos acionistas das companhias abertas e agentes do mercado de valores mobiliários, no lugar em que tiver ocorrido a maior negociação dos títulos da companhia no exercício anterior, para a divulgação de informações referentes ao quadro econômico e financeiro da companhia, projeções de seus resultados e resposta

²²EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998. p. 243.

aos esclarecimentos que forem requeridos; e (viii) as demais matérias previstas pela legislação.

A preocupação em regular a forma como as informações relevantes devem ser reveladas foi expressa principalmente no inciso VI, que atribui à CVM competência para expedir normas referentes à divulgação de fatos relevantes. Como o próprio nome indica, fatos relevantes versam sobre dados que podem influenciar nas decisões dos investidores e, portanto, seu conteúdo deve ser divulgado de maneira apropriada, conforme as determinações da CVM, tais como as disposições da Instrução CVM nº 258/2002.

A obrigação de apresentar informações fiéis à realidade já se encontrava prevista no artigo 177 do Código Penal:

“Artigo 177: Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembleia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:

Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.

§ 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular:

I - o diretor, o gerente ou o fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembleia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo;

II - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade;

III - o diretor ou o gerente que toma empréstimo à sociedade ou usa, em proveito próprio ou de terceiro, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembleia geral;

IV - o diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite;

V - o diretor ou o gerente que, como garantia de crédito social, aceita em penhor ou em caução ações da própria sociedade;

VI - o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios;

VII - o diretor, o gerente ou o fiscal que, por interposta pessoa, ou conluído com acionista, consegue a aprovação de conta ou parecer;

VIII - o liquidante, nos casos dos ns. I, II, III, IV, V e VII;

IX - o representante da sociedade anônima estrangeira, autorizada a funcionar no País, que pratica os atos mencionados nos ns. I e II, ou dá falsa informação ao Governo.

§ 2º - Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral."

Porém, foi após a edição da Lei nº 10.303/2001, que a LCVN passou a prever, em seu artigo 27-D, a tipificação penal específica do *insider trading*, anteriormente punido somente nos âmbitos civil e administrativo. Segue a redação do artigo:

"Uso Indevido de Informação Privilegiada:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime."

Sobre a introdução deste artigo e a criminalização do *insider trading*, disse Fabio Ulhoa Coelho:

"Até a reforma da LCVN de 2001, esse administrador respondia apenas no âmbito civil, indenizando eventuais prejudicados na operação, e no administrativo, perante a CVM. A partir de então, a lei passou a tipificar o uso de informações privilegiadas como crime (LCVN, art. 27-D), atribuindo aos administradores de companhia aberta que descumprem o dever de informar também a responsabilidade penal. Dessa forma, o direito brasileiro adota, na repressão ao insider, a mesma sanção encontrada em diversos outros, países. Na Alemanha, por exemplo, a utilização em negociações ou fornecimento a terceiros (mesmo sob a forma de conselho) de informações

privilegiadas (insidergeschäften) é tipificada como conduta criminosa, punida com a privação de liberdade de até 5 anos ou multa."²³

Conforme estipulado neste artigo, é vedada a utilização de qualquer informação relevante que ainda não tenha sido divulgada ao mercado. Neste ponto, a proibição difere da presente no artigo 13, parágrafos 1º e 2º da Instrução CVM nº 358/2002, que fala somente em informações referentes a companhias abertas, conforme veremos no tópico a II.3 seguir.

Outra diferença que pode ser apontada entre estes dois dispositivos é a disposição *"da qual deva manter sigilo"*, o que significa que o crime tipificado neste artigo 27-D da LCVI só pode ser cometido por aqueles que possuem esta obrigação. Já o ilícito previsto no artigo 13, parágrafos 1º e 2º da Instrução CVM nº 358/2002, aponta como possíveis autores *"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"*, bem como *"administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão"*.

A conduta prevista pelo artigo 27-D é material, se consumando com o alcance do resultado, conforme afirmam Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

"O delito é material, de forma que o momento consumativo é o da realização do resultado, a vantagem indevida obtida com a utilização da informação privilegiada. A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação com valores

²³COELHO, Fabio Ulhoa. Op. cit., p. 277.

mobiliários, não há como se caracterizar a 'vantagem indevida' sem a realização do resultado."²⁴

De acordo com o artigo 27-F e seu parágrafo único, as multas previstas no artigo 27-D *"deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente"*. Em casos de reincidência, *"a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo"*.

Apesar de representar uma grande evolução, com a criminalização do *insider trading*, a Lei nº 6.385/1976 ainda deixou a desejar, omitindo-se quanto à penalização do *tippee*, figura notadamente reprimida pelo direito-norte-americano, conforme veremos no próximo capítulo. Em resumo, podemos descrever os *tippers*, ou *"insiders primários"*, como aqueles possuem acesso a informações privilegiadas em razão do cargo exercido em uma determinada companhia, enquanto os *tippees* ou, *"insiders secundários"*, são aqueles que recebem dicas ou recomendações dos *tippers*. Sobre este tema, disseram Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

"A norma penal somente pode ser aplicada aos 'insiders primários', que são obrigados a guardar sigilo; já os 'insiders secundários', que não estão obrigados a guardar sigilo, podem ser punidos administrativamente pela CVM, se ficar demonstrado que tiveram acesso e utilizaram informação que sabiam ser privilegiada.

Com relação aos 'insiders primários', existe, na esfera do direito administrativo sancionador, uma presunção jûris tantum de que, tendo em vista a posição que ocupam na companhia, eles detêm a informação relevante e que, por essa razão, a eventual negociação com papéis de emissão da companhia é irregular. Contudo, com relação ao 'insider secundário', não existe tal presunção, cabendo à CVM a produção de prova efetiva de que ele tinha conhecimento dos fatos não revelados ao mercado

A norma penal somente incrimina a conduta do insider que utiliza a informação relevante, ou seja, negocia com valores mobiliários; não é punível criminalmente, portanto, o insider que passa a informação a terceiros, diversamente do que ocorre em outros países, como Estados Unidos, Itália e Portugal, em que se pune também o

²⁴EIZIRIK, Nelson et al.. Op. cit., p. 534.

*ato de transmitir a informação, aconselhar ou dar recomendações de negociar com base na informação privilegiada”.*²⁵

II.3) Instrução CVM nº 358/2002 (alterada pela Instrução CVM nº 449/2007)

A Instrução CVM nº 358/2002 revogou a Instrução CVM nº 31/1984, com o objetivo de aperfeiçoar regras que garantam a adequada divulgação de informações relevantes, reprimindo o uso de informação privilegiada.

Em seu artigo 2º, traz a definição de ato ou fato relevante: “*Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro (...)*”.

O artigo 2º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/2002 apresenta em seus incisos um rol exemplificativo de atos e fatos que são considerados relevantes, ampliando os itens já elencados pela Instrução CVM nº 31/1984. Entre eles, podemos citar: mudanças no controle acionário da companhia, decisão de promover o cancelamento do registro de companhia aberta, incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas a ela, alterações nos direitos e vantagens dos valores mobiliários de emissão da companhia, entre outros. Contudo, conforme afirmam Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henrique:

“O critério fundamental para configurar um fato relevante, contudo, não consiste na mera verificação se ele está incluído na relação exemplificativa da Instrução CVM nº 358/2002, mas em saber se ele é capaz de influenciar a cotação dos valores

²⁵Ibid. pp. 533-534.

mobiliários de emissão da companhia, a intenção dos investidores de comprá-los ou vendê-los ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de seus titulares. Ou seja, fatos não relacionados podem ser relevantes, devendo ser objeto de divulgação; por outro lado, exemplos de fatos relevantes mencionados na referida Instrução podem, diante do caso concreto, não mereceram tal qualificação, não sendo necessária a sua divulgação.

Além de relevante, a informação deve ser sigilosa, ainda não divulgada ao mercado. Nada impede o agente, porém, de negociar legitimamente os valores mobiliários após a divulgação das informações, uma vez que, a partir de então, não terá qualquer vantagem sobre os demais investidores.”²⁶

Após a controvérsia quanto ao alcance do crime de *insider trading* tipificado no artigo 155, parágrafo 1º da LSA, o qual só faz menção ao “*administrador de companhias abertas*”, o que significaria que somente estes poderiam ser *insiders*, a Instrução CVM nº 31/1984 estabeleceu que *insiders* poderiam ser administradores, acionistas controladores (artigo 10), “*quem quer que, em virtude do cargo, função ou posição, tivesse conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado*” (artigo 11) e “*quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado*” (artigo 11, parágrafo único).

Com isso, passaram a ser considerados *insiders* os seguintes indivíduos: administradores de companhias abertas, seus acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, membros do conselho fiscal ou de quaisquer outros órgãos com funções técnicas e os subordinados aos administradores e terceiros de sua confiança.

Posteriormente, conforme mencionado acima, com a introdução do parágrafo 4º ao artigo 155 da LSA pela Lei nº 10.303/2001, qualquer pessoa

²⁶Ibid. p. 529.

com acesso a informações privilegiadas que ainda não sejam de conhecimento público pode ser considerada *insider*, respeitando-se, de acordo com o entendimento de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, os requisitos da presença de nexo profissional ou nexos pessoais.

O artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 e seus parágrafos reiteraram a vedação de negociação com valores mobiliários que sejam objeto de fato relevante antes de sua divulgação ao mercado e apresentou uma ampla definição daqueles que podem ser considerados *insiders*, entre outras disposições:

“Artigo 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.

§ 3º A vedação do caput também prevalecerá sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária.

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia.

§ 5º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria. (...)”

Nota-se que, ao contrário da disposição contida no parágrafo 4º do artigo 155 da LSA que fala em “*finalidade de auferir vantagem*”, este artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 não possui elemento subjetivo, exigindo apenas que aquele que detém a informação tenha ciência de que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado. Há, portanto, a presunção de que o *insider* atuou com a finalidade de obter lucro para si ou para outrem.

CAPÍTULO III – EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA NORTE-AMERICANA

A legislação federal norte-americana que versa sobre valores mobiliários (*securities*) e busca a repressão ao *insider trading* serviu de fonte inspiradora para a maioria dos países, dentre os quais se inclui o Brasil, que adotou seus princípios de *full and fair disclosure* e *loyalty*.

Visando garantir proteção eficaz aos proprietários de valores mobiliários, colocando-os em posição de igualdade com os dirigentes das companhias emissoras, a legislação americana repressora ao *insider trading* é, seguramente, pioneira. Os Estados Unidos são também os responsáveis pelo maior número de casos julgados envolvendo a responsabilidade dos *insiders*.

É importante ressaltar que, nos Estados Unidos, o conceito de “*administradores de companhias*” envolve os *directors* (o equivalente aos membros do conselho de administração da companhia no sistema legal brasileiro) e os *officers* (o equivalente aos diretores da companhia no sistema legal brasileiro). Aqueles que possuem acesso a informações privilegiadas em razão do cargo exercido são chamados de *tippers*, ou “*insiders primários*” enquanto aqueles que recebem dicas ou recomendações dos *tippers* são chamados de *tippees*, ou “*insiders secundários*”. Sobre este tema, disseram Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

“A propósito, cabe mencionar uma distinção relevante, largamente aceita no direito comparado e também entre nós: a dos ‘insiders primários’ dos chamados ‘insiders secundários’, ou tippees, que são aqueles que recebem as ‘dicas’ (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 pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

Já os 'insiders secundários' (tippees), 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."²⁷

Os administradores americanos devem respeitar dois deveres básicos: dever de diligência (*duty of care*), referente à qualidade que suas decisões devem ter e cujos contornos são definidos no dia a dia pelos tribunais americanos, e dever de lealdade (*duty of loyalty*), referente à propriedade dos negócios por eles realizados, devendo-se respeitar a prioridade da companhia em oportunidades de negócios que surgem para ela.

Após a crise de 1929, o Congresso Americano aprovou uma série de leis, como tentativa de reconstruir a economia do país após o período de depressão. Uma delas foi o *Securities Act* de 1933, referente à regulamentação do mercado de capitais e à positivação do princípio do *full disclosure*.

Logo após, foi a vez do *Securities Exchange Act* de 1934, que criou a *Securities and Exchange Commission* (SEC). Esta agência federal, encarregada de fiscalizar o mercado de capitais norte-americano, é apontada, em anos mais recentes, como responsável pelos maiores esforços na repressão ao *insider trading*.

A CVM foi inspirada na SEC, contudo, há muitas diferenças entre as duas entidades. Nos Estados Unidos, país adepto da *common law*, as

²⁷Ibid. p.533.

independent regulatory commissions são órgãos independentes, sem vínculo hierárquico com o Poder Executivo. Esta é uma figura que não teria lugar no atual ordenamento jurídico brasileiro

Já no Brasil, a CVM é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda e, portanto, com vínculo hierárquico com o Poder Executivo. Após alterações na LCVN introduzidas pela Lei nº 10.303/2001, houve o fortalecimento da CVM, que passou a ter uma maior independência do governo federal e maior poder regulamentar, buscando uma maior fiscalização do mercado de capitais.

Melhor explicita Fabio Ulhoa Coelho as diferenças entre a entidade brasileira e a norte-americana:

“O paralelo entre as duas entidades (a brasileira e a norte-americana) deve ser feito com extrema cautela, em razão das diferenças entre os sistemas constitucionais que presidem a ordem jurídica em que cada uma se insere. De fato, nos Estados Unidos, as independent regulatory commissions são órgãos investidos de competência legislativa delegada e não se encontram vinculadas, hierarquicamente, ao Poder Executivo. Trata-se de uma figura sem lugar na ordem constitucional brasileira. A CVM possui autonomia administrativa e orçamentária, em razão de sua natureza autárquica, mas se encontra subordinada ao Poder Executivo, e, enquanto não houver mudança constitucional da disciplina da estrutura de poder do estado federal brasileiro, não poderá ser de outra forma.”²⁸

A *Section 16 (a)* do *Securities Exchange Act*, de 1934, segundo a qual os administradores de companhias abertas têm a obrigação de informar à SEC todo mês quaisquer alterações nos valores mobiliários de emissão da companhia, inspirou a redação do artigo 157 da LSA, que estabelece o dever de informar.

²⁸COELHO, Fabio Ulhoa. Op. cit., p. 94.

Já a *Section 16 (b)* da *Securities Exchange Act* de 1934, fixou uma presunção de utilização desleal de informações privilegiadas se preenchidos determinados requisitos, independentemente das intenções ou expectativas das pessoas envolvidas. Segundo João Carlos Castellar, “o legislador americano sabia muito bem que seria difícil comprovar que a operação não tinha sido efetuada de boa-fé e, portanto, decidiu estabelecer essa presunção *jure et jure*”²⁹.

Posteriormente, no *Release* da SEC nº 34-3.230, de 21 de maio de 1942, foi baixada a instrução *Rule 10 b-5*, a qual regulamenta a *Section 16 (b)* e responsabiliza o *insider* (conceito que passou a incluir vendedores de títulos no mercado) por qualquer lesão causada a um particular em decorrência da utilização de informações sigilosas.

Estes dois dispositivos, *Securities Exchange Act* de 1934 e *Rule 10 b-5*, são os dois de maior importância na legislação de mercado de capitais norte-americana. Nas palavras de José Marcelo Martins Proença, os aspectos mais importantes da *Section 16 (b)* são:

“Tal dispositivo deve ser interpretado em combinação com a Seção 16 (a) que o precede e que, abraçando o princípio do ‘dever de informar’, obriga todos os detentores de qualquer categoria de ações que representem mais de 10% do capital da companhia, ou a quem for administrador ou alto empregado da mesma, a informar a SEC a respeito do número de ações que possui e, por meio de relatórios mensais, a noticiar, ainda, eventuais alterações ocorridas. A seção 16 (b), a seu turno, prevê que, a fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e alto empregado, em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompra ou revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé, em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter em provento da sociedade emissora, independentemente da intenção que

²⁹ CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos: uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008. p. 88.

porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A regra, portanto, presume a culpa ou o dolo, porém a penalidade consiste na simples devolução, à companhia, do lucro auferido.”³⁰

Ou seja, independentemente da intenção das pessoas envolvidas, considera-se que houve a utilização indevida de informações privilegiadas se determinados requisitos estiverem presentes, sendo a culpa ou o dolo elementos presumidos automaticamente, devido à dificuldade que haveria em se provar que a operação não teria sido realizada de boa-fé.

Este dispositivo foi muito criticado por só enquadrar o período de seis meses, por não incluir informações de segunda mão e por não ter outorgado poderes à SEC para aplicar penalidades aos infratores, que ficariam sujeitos, apenas, a ações de responsabilidade civil a serem propostas pela companhia ou por seus acionistas.

Devido a estas limitações, em 1942, a SEC baixou a *Rule 10 b-5*, construída com base na jurisprudência já existente. Seu teor foi traduzido por Luís Gastão Paes de Barros:

“A toda pessoa, que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores, é vedado:

- 1) empregar qualquer manobra, esquema ou artifício fraudulentos;*
- 2) fazer declarações inexatas sobre fatos importantes, ou deixar de revelá-los quando esses fatos forem reputados necessários para evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras; ou*
- 3) comprometer-se em ato, prática ou negociação que representa ou representaria uma fraude ou burla em relação a qualquer pessoa.”³¹*

Como pode se extrair do trecho acima, a *Rule 10 b-5* fixou uma proibição intencionalmente genérica de práticas fraudulentas, consideradas

³⁰PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., p. 217.

³¹LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 147. Abud. PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., p. 221.

muito frequentes pelas comissões especiais que foram instauradas no Congresso norte-americano nos anos de 1933 e 1934. Com um alcance muito maior do que a *Section 16 (b)*, a *Rule 10 b-5* coibiu as mais diversas formas de *insider trading* e é com base nela que uma rica jurisprudência vem sendo construída.

A interpretação da *Rule 10 b-5* tem sido no sentido de exigir o cumprimento do princípio de *disclose or refrain from trading*, ou seja, o *insider* que toma conhecimento de uma informação relevante deve revelá-la ao público ou, caso não possa fazê-lo, deve se abster de negociar valores mobiliários com base nela, até que seja divulgada.

Apesar de a *Rule 10 b-5* não ter a previsão expressa de sanções civis, mas sim de sanções administrativas a serem aplicadas pela SEC, já há várias fontes jurisprudenciais em que o praticante de *insider trading* foi obrigado a indenizar os investidores que não detinham conhecimento da informação privilegiada e realizaram operações na mesma época que o *insider*.

Em 1982, a SEC baixou a *Rule 14 e-3*, cujo objetivo é reprimir o *insider trading* em função de alterações no controle acionário de uma companhia, tornando ilícito o *tipping* (dar dicas) a respeito de uma OPA ainda não divulgada, mesmo que o *tippee* (aquele que recebe a dica, conforme explicado acima) não assuma nenhuma conduta após receber tal informação privilegiada. A norma também determinou que qualquer pessoa que tome conhecimento de uma informação confidencial relevante sobre uma OPA e que saiba que tal informação foi obtida do ofertante, possui a obrigação de revelar ou abster-se de negociar.

Em 1984, o Congresso norte-americano sancionou o *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA), o qual impôs uma multa civil de até três vezes o lucro auferido, ou a perda evitada, com o uso indevido de informações privilegiadas, aumentou a sanção penal para os casos de violação às regras do mercado de capitais e ampliou a autoridade da SEC.

Em 1988, criou-se o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, que exige que consultores financeiros, corretores e distribuidores de valores mobiliários evitem o mau uso de informações privilegiadas, através de políticas e procedimentos de ética que devem ser estabelecidos por escrito. Este estatuto prevê multas de até US\$ 1 milhão, se o autor for pessoa física, e de até US\$ 2,5 milhões, se o autor for pessoa jurídica, ou três vezes o lucro obtido com uma transação ilegal. Com isso, o dispositivo buscou impedir que informações sigilosas vazem de um departamento das instituições financeiras para outro, formando a chamada “*chinese wall*”.

O *standard of care*, referente ao padrão a ser seguido no dever de diligência, foi definido pelo *Model Business Corporation Act* (datado de 1984 e adotado, com algumas variações, em mais de trinta estados norte-americanos), em seu parágrafo 8.30 (a), cuja redação pode apresentar pequenas variações de acordo com o estado:

“§ 8.30 (a) *A director shall discharge his duties as a director:*

- 1) *in good faith;*
- 2) *with the care as an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances; and*
- 3) *in a manner he reasonably believes to be in the best interests of the corporation.”*

Esta disposição foi traduzida e explicada por Flávia Parente nos seguintes termos:

“Convém analisar a linguagem constante do Model Business Corporation Act, de 1984, para melhor delinear o dever de diligência nele consignado:

- a) “in good faith” indica que os administradores deverão agir de maneira honesta e justa, ficando caracterizada a ausência de boa-fé, por exemplo, nas situações em que eles atuam em seu benefício pessoal ou de outrem, que não seja a companhia;*
- b) “care” expressa a necessidade de is administradores prestarem atenção, questionarem e agirem diligente e razoavelmente, de modo a se tornarem e se manterem informados a respeito das atividades desenvolvidas pela companhia;*
- c) “ordinarily prudent person in a like position” evidencia a expectativa de que o administrador utilize a diligência que uma pessoa razoavelmente prudente teria usado caso exercesse o cargo que ele ocupa;*
- d) “under similar conditions” reconhece que a natureza e a extensão das funções e as obrigações dos administradores variam, de acordo com a situação concreta apresentada, devendo ser consideradas as circunstâncias particulares por eles enfrentada. Na ocasião, tais como, a complexidade, a importância, a urgência e a gravidade da decisão que será tomada;*
- e) “reasonably believes” determina que os administradores, na conclusão dos negócios sociais, devem realizar uma apreciação razoável da situação, isto é, devem agir do modo que seria razoavelmente compreensível para outras pessoas; e*
- f) “best interests of the corporation” enfatiza a obrigação dos administradores de atuarem com fidelidade à companhia, tendo em vista os interesses sociais.”³²*

Na reforma ocorrida em 1999, o item 2, *“with the care as an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances”*, foi eliminado, por não refletir o nível de cuidado que um administrador deve ter (não é apenas o nível de uma pessoa comum, ele exerce um cargo que exige muita responsabilidade e possui a obrigação de buscar a aferição de lucros e a mitigação de riscos). Esta disposição foi transferida para o parágrafo 8.30 (b), que passou a prever que, ao exercerem suas funções, os administradores deveriam fazê-lo *“with the care as an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances”*.

O *Model Business Corporation Act* também deixou claro que o ônus de provar a responsabilidade do administrador pelos prejuízos causados à companhia pertence àquele que deseja imputar a ele tal responsabilidade.

³²PARENTE, Flávia. Op. cit., pp. 65-66.

Também na reforma de 1999, foi acrescentado o parágrafo 8.31, estipulando padrões de responsabilidade para os administradores e codificando a *business judgement rule*. A *business judgement rule* consiste em uma regra para verificar a responsabilidade dos administradores, a qual foi desenvolvida através de jurisprudência dos tribunais americanos, mas nunca foi positivada.

Esta regra estabelece a presunção de que os administradores, ao tomarem decisões em nome da companhia, agiram com boa-fé, com base em informações adequadas, buscando os melhores interesses sociais e fazendo um julgamento diligente. Por isso, as decisões por eles tomadas não podem ser revistas pelos tribunais e eles não podem ser responsabilizados por elas. Nesta linha, explica Flávia Parente:

“(...) espera-se que os administradores não cometam erros graves de julgamento; porém, na medida em que tenham empregado o devido cuidado, tenham agido com boa-fé e desempenhado as suas funções voltados para a consecução do objeto da companhia não podem ser responsabilizados pelo insucesso da decisão que tomaram, estando protegidos pela business judgement rule. (...) Assim, se o administrador de uma companhia toma uma decisão em relação ao negócio de boa-fé, não está interessado no objeto da decisão em questão, reuniu informações que acredita serem suficientes em tais circunstâncias e, por fim, racionalmente crê que a decisão representa os melhores interesses da companhia, tal administrador não poderá ser responsabilizado por violação do dever de diligência.”³³

Esta presunção faz com que os administradores se sintam confiantes para assumir cargos de gestão e para assumir riscos inerentes ao negócio, limitando, dessa forma, processos judiciais e a interferência dos juízes, que não são administradores e não possuem essa *expertise*, sobre a tomada de decisões no âmbito privado da companhia.

³³Ibid. p. 76 e p. 98.

De acordo com Flávia Parente, a adoção da *business judgement rule* pode ser embasada nos seguintes argumentos:

“Justifica-se a adoção da *business judgement rule* pelos seguintes motivos:

- (a) Mesmo os administradores mais diligente são capazes de tomar decisões que, julgadas posteriormente, podem parecer negligentes por terem causado danos à sociedade;
- (b) A assunção de riscos é inerente às decisões empresariais;
- (c) Seria prejudicial à própria sociedade que as decisões tomadas pelos administradores pudessem ser constantemente questionadas pelos sócios; e
- (d) Os juízes, por não possuírem experiência empresarial, não estão aptos a substituir os administradores em sua função de gestão dos negócios sociais.”³⁴

A *business judgement rule* só pode ser aplicada em casos em que: (i) o dever de diligência dos administradores está sendo questionado, não sendo cabível em casos em que o dever de lealdade está sendo questionado; (ii) no julgamento de ações comissivas (o que inclui momentos em que o administrador decide não tomar uma determinada medida, já que houve uma decisão), e não omissivas; (iii) quando há qualquer interesse financeiro ou pessoal do administrador no assunto tema da decisão; e (iv) quando o administrador cumpriu seu dever de informar antes de tomar a decisão. Caso todos esses requisitos sejam cumpridos, o administrador estará protegido pela *business judgement rule* e não poderá ser responsabilizado pelos atos praticados.

Apenas em hipóteses excepcionais é permitida a análise de decisões tomadas por administradores por tribunais (como, por exemplo, casos de conflito de interesses ou fraude).

Contudo, caso fique demonstrado que o dever de diligência foi violado (o qual inclui o dever de informar), a *business judgement rule* poderá ser

³⁴Ibid. p. 72.

afastada. Porém, o administrador somente poderá ser responsabilizado se a sua conduta em violação ao dever de diligência tiver causado danos efetivos à companhia. Neste sentido, diz Flávia Parente:

“Por outro lado, se ficar provado que o administrador não agiu de boa-fé, tinha interesses conflitantes ou não se informou devidamente a respeito do negócio a ser realizado, tal administrador não gozará do benefício do ‘porto seguro’, corporificado na business judgement rule, e será julgado por desrespeito ao ‘duty of care’ ou ao ‘duty of fair dealing’ (...)”³⁵

Os estados americanos aplicam diferentes padrões de dever de diligência, mas todos adotam o padrão de *reasonable care* para avaliar se cabe a aplicação da *business judgement rule*, ou seja, é preciso que os administradores tenham se informado adequadamente antes de tomarem suas decisões e não pode ter havido negligência.

No ano de 2000, a SEC adotou a *Rule 10 b5-1*, a *Rule 10 b5-2* e o Regulamento *Fair Disclosure*, buscando esclarecer ainda mais os aspectos do *insider trading*.

Já em 2002, o Congresso norte-americano sancionou uma nova legislação, o *Sarbanes-Oxley Act*, buscando regulamentar, principalmente, a veracidade das informações divulgadas ao mercado. Sobre este tema, disse José Marcelo Martins Proença:

“As novas regras, consideradas a mais importante reforma legislativa pertinente ao mercado de capitais americano, desde a introdução do Securities Act de 1933 e do Securities Exchange Act de 1934, vêm compor o sistema normativo de prevenção ao insider trading, erigindo-se, concomitantemente, em mais um aval para a apregoada necessidade de regulação da informação no mercado de capitais.

A nova lei abriga, a título de seu principal mandamento, declarações falsas ou que deixem de representar, de forma precisa, os resultados da empresa. Outra sua prescrição relevante dirige-se às empresas de auditoria, as quais não mais se

³⁵Ibid. p. 98-99.

permite prestar, ao mesmo tempo, serviços de consultoria e auditoria. Estes dois fatores foram os mais acentuados nos recentes escândalos que abalaram o mercado.

O Sarbanes-Oxley Act criou, ainda, um Conselho Regulador Independente de Contabilidade, controlado pela SEC, com poderes para supervisionar auditorias contábeis, fixar padrões a serem adotados para a contabilidade das empresas e, finalmente, para investigar qualquer suposta irregularidade contábil de que se tenha notícia.”³⁶

Podemos concluir que é nítida a preocupação dos legisladores americanos em reprimir toda e qualquer prática de *insider trading*, visando garantir o fornecimento de informações verdadeiras ao mercado e a posição de igualdade entre todos aqueles que negociam valores mobiliários.

³⁶PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., pp. 236-237.

CONCLUSÃO

Este projeto procurou apontar a relevância de informações sobre as quais os investidores podem se basear para tomar uma decisão quanto a comprar, vender ou guardar os valores mobiliários de emissão de uma companhia aberta. A divulgação ao público em geral de informações atualizadas é de suma importância para a segurança e liquidez do mercado de capitais. Com a liquidez, aumenta o número de investidores e a eficiência na cotação dos preços das ações abertas à negociação.

Um sistema eficiente de divulgação de informações deve garantir que os investidores tenham acesso às informações obrigatórias periodicamente, bem como às extraordinárias (como fatos relevantes), e que essas informações estejam à disposição do público em geral em tempo hábil e razoável. Assim, conquista-se a segurança dos investidores e, conseqüentemente, a eficiência da negociação de valores mobiliários no mercado de capitais.

Os casos de *insider trading* representam inegavelmente práticas não equitativas no mercado, tendo em vista que o uso da informação relevante não divulgada, em conexão com a negociação de valores mobiliários emitidos por companhias abertas, gera um desequilíbrio de posições favorável para o detentor da informação e prejudicial aos demais investidores e, principalmente, à eficiência e credibilidade do mercado.

Apesar de a legislação brasileira ser muito recente, temos casos ao redor do mundo que, para aqueles que defendem a criminalização do *insider trading*, demonstram como são brandas as nossas penas e como ainda estamos defasados em relação aos outros países.

Nos Estados Unidos, por exemplo, um caso de imensa repercussão foi o da apresentadora Martha Stewart, que teve sua prisão decretada devido à negociação de ações da empresa de biotecnologia *ImClone*, em 2001, por meio de informações recebidas diretamente da CEO da empresa, Samuel Waksal, além de ter sido imposto o pagamento de uma vultuosa multa³⁷.

Podemos citar também, no Brasil, o caso dos ex- diretores da Sadia que se basearam em informações que obtiveram através de seus cargos para comprar e vender ações da empresa. Este foi o primeiro caso no Brasil classificado como crime de *insider trading*. Segundo a denúncia do Ministério Público de São Paulo, devido às suas funções, ambos os réus tiveram, em abril de 2006, acesso a informações privilegiadas sobre a oferta pública da Sadia pelo controle acionário da, então, concorrente Perdigão, que ocorreria três meses depois. Com isso, obtiveram lucro e evitaram perdas negociando ações da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova York.

A condenação, feita pelo juiz federal Marcelo Costerano Cavali, da 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros e lavagem de dinheiro, enquadrou o ex-diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia, Luiz Gonzaga Murat Filho, por incorrer duas vezes no crime de *insider*, e o ex-membro do Conselho de Administração da companhia, Romano Alcelmo Fontana Filho, por quatro práticas do mesmo crime, previsto no artigo 27-D da LCVM, introduzido pela Lei nº 10.303/2001³⁸.

³⁷Disponível em <<http://www.sec.gov/news/press/2003-69.htm>>. Acesso em 20 de setembro de 2012.

³⁸Disponível em <<http://veja.abril.com.br/noticia/economia/ex-executivos-da-sadia-sao-condenados-a-prisao>>. Acesso em 20 de setembro de 2012.

Contudo, para aqueles que defendem a ampliação das penas como solução para o melhor funcionamento do mercado de capitais, esta sentença, apesar de pioneira, foi muito branda se comparada às sanções aplicadas em outros países.

Apesar de a doutrina majoritária brasileira e estrangeira estar voltada para coibir o *insider trading*, vale mencionar a existência de uma corrente pró-*insiders*, defendida por uma parcela minoritária nos Estados Unidos.

Esta corrente surgiu em 1966, com o questionamento levantado por Henry Manne, autor do livro *Insider Trading and the Stock Market*, uma das principais publicações que deram origem à escola de Análise Econômica do Direito (*Law and Economics Scholarship*), fundada na Escola de Chicago, Estados Unidos.

Para Henry Manne³⁹ e seus seguidores, ao contrário do que se afirma, a permissão à prática de *insider trading* seria a única forma de possibilitar a cotação precisa dos valores mobiliários, através das próprias negociações conduzidas pelos *insiders* providos de informações privilegiadas, ou das consequentes negociações por investidores atentos às informações transmitidas indiretamente pelos *insiders*. Assim, seria possível chegar à determinação de um preço “correto”, que somente poderia ser obtido de outra forma caso todas as informações relevantes referentes às companhias emissoras fossem efetivamente divulgadas ao público.

³⁹MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law, Vol. 31, N. 1, Fall 2005. Disponível em <www.ssm.com>. Acesso em 05 de novembro de 2012.

Segundo os *pró-insiders*, caso existisse uma legislação que conseguisse coibir por completo o *insider trading*, as cotações de valores mobiliários seriam feitas somente por indivíduos que recebem as informações após os *insiders* e que, geralmente, não conseguem avaliar com precisão as novas informações.

Esta corrente defende ainda que a negociação com informações privilegiadas seria um benefício dos *insiders* que funcionaria como uma forma de remuneração aos executivos que produziram informações relevantes que agregam valor à companhia.

Então, a legalização da negociação dos *insiders* não causaria danos aos investidores individuais, mas sim traria benefícios que não poderiam ser alcançados por qualquer tipo de regulamentação, tornando o mercado mais eficiente e competitivo, através de uma determinação mais próxima da realidade dos preços dos valores mobiliários.

No entanto, a visão *pró-insiders* é defendida apenas por uma corrente de pensamento minoritária nos Estados Unidos e não foi acolhida pela legislação societária brasileira, a qual está caminhando no sentido de endurecer as sanções à utilização indevida de informações privilegiadas, como se pode notar pela criminalização dessa conduta após a reforma da LCVM pela Lei nº 10.303/2001.

A legislação sobre mercado de capitais tem sido cada vez mais necessária para o Brasil, considerando-se que, com o fenômeno da globalização, há cada dia mais empresas estrangeiras vindo se instalar em nosso país. Dessa forma, o Direito deve se enquadrar nas novas situações, para

que se torne eficiente e atual, de acordo com a evolução do mercado. A maioria da doutrina entende que são necessárias normas mais rígidas, visando à proteção dos investidores e acionistas de companhias abertas, que se encontram cada dia mais em uma zona de risco. De acordo com José Marcelo Martins Proença:

*"A repressão ao insider trading, ou à vantagem obtida indevidamente por meio da utilização de informações sigilosas na negociação de títulos no mercado de capitais, vem evoluindo consideravelmente, na esfera da regulação do mercado de capitais brasileiro, durante as últimas décadas. Em tendo sido consagrados, pela legislação societária brasileira, os princípios inerentes aos deveres de diligência, de lealdade e de informar, o combate ao insider trading, sob um certo aspecto, pode ser visto como um produto natural destes princípios, dado que se harmonizam com os fundamentos éticos do agir com probidade e justiça. Assim, ao se impor similares deveres dos insiders, de um lado, diligencia-se à prevenção de insider trading, e, de outro, praticamente se exige que também seja coibido."*⁴⁰

Contudo, mesmo que a legislação voltada a coibir a prática de *insider trading* e a garantir o direito de informação dos investidores se torne cada vez mais rígida, sempre haverá aqueles que terão acesso a informações relevantes que ainda não foram divulgadas ao mercado e que, portanto, estarão em uma posição privilegiada. Soma-se a este fato a deficiência que ainda ocorre no Brasil na ampla divulgação das informações referentes às companhias abertas, e conclui-se que a eficiência absoluta do mercado de capitais e da cotação de seus valores mobiliários ainda está longe de ser alcançada.

Para encerrar este projeto, segue a opinião de Nelson Eizirik sobre a tendência de evolução da legislação societária brasileira:

"Pode-se, no entanto, estimar que a evolução legislativa brasileira seguirá, com as necessárias adaptações à nossa realidade, a filosofia americana, isto é, aceitará uma repressão parcial da prática, procurando, ao mesmo tempo, expandir o alcance da lei, a fim de responsabilizar todas as pessoas físicas ou jurídicas que transacionem

⁴⁰PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., p. 97.

com os valores mobiliários da companhia, utilizando deslealmente de informações relevantes que possuem, independentemente destas terem sido obtidas de fontes situadas dentro ou fora da empresa.”⁴¹

⁴¹EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 50. São Paulo: 1983. Apud PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., p. 273.

BIBLIOGRAFIA

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

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 3, 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos: uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. Vol. 2, 15ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998.

EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2003.

MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law, Vol. 31, N. 1, Fall 2005. Disponível em <www.ssrn.com>. Acesso em 05 de novembro de 2012.

PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005.

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



NORMAS PARA ELABORAÇÃO E APRESENTAÇÃO DA MONOGRAFIA
JUR 1919 ou JUR 1916

ANEXO II

A Monografia deve ser entregue até o dia 30 de outubro de 2012.

A presente Monografia, apresentada pelo (a) aluno (a) Leusa Falcão
des. Santos Ulexner, poderá
ser submetida à exposição e defesa perante a Banca Examinadora designada pelo
Departamento de Direito da PUC-Rio.

Rio de Janeiro, 29 de outubro de 2012.

LUIS CLAUDIO SALLES CRISTOFARO

Nome do (a) professor (a) orientador (a)

(- - - - -)

Assinatura do (a) professor (a) orientador (a)

O (A) autor (a) declara para todos os fins de Direito ser este um trabalho inédito de sua autoria e autoriza o Departamento de Direito da PUC-Rio a divulgá-lo, no todo ou em parte, resguardados os direitos autorais conforme legislação vigente.

Rio de Janeiro, 29 de outubro 2012.

[Assinatura]
Assinatura do (a) aluno (a)