

**DAVI SIMÕES DE MELLO**

**USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO  
MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**Monografia submetida à Faculdade de  
Direito da Universidade Federal do  
Ceará, como requisito parcial para  
obtenção do grau de Bacharel em  
Direito.**

**Orientador: Prof. Danilo Santos Ferraz.**

**Fortaleza, 2007**

## **AGRADECIMENTOS**

Graças a D'us. Ao meu pai e minha mãe, pelo exemplo e carinho. Aos meus irmãos, por existirem. Aos gênios Bach e Vivaldi, por fornecerem a trilha sonora necessária às madrugadas insones. A todos os amigos que fiz durante o curso. Especificamente na feitura desse trabalho, gostaria de agradecer à Mari, Samile, Álisson e Leandro. Além de um especial agradecimento ao professor Danillo, meu orientador *ad hoc*, pela presteza e solidariedade, ao professor William, por ter aceitado meu convite para a banca e pelas valiosas sugestões, além, claro, de agradecer ao Seu Tarcísio, em quem sempre podemos confiar.

Os costumes, cuja excelência torna o governo quase inútil e cuja corrupção o torna quase impossível.

Alexis de Tocqueville

Perdoando demais a quem falhou, faz-se injustiça a quem não falha.

Baldassare Castiglione

Não é da benevolência do açougueiro, do cervejeiro e do padeiro que esperamos o nosso jantar, mas da consideração que eles têm pelos próprios interesses. Apelamos não à humanidade, mas ao amor-próprio, e nunca falamos de nossas necessidades, mas das vantagens que eles podem obter.

Adam Smith

## RESUMO

Procura delinear, sucintamente, o mercado financeiro brasileiro, demonstrando seu assento constitucional. Define o mercado de capitais e delinea sua função econômico-social. Caracteriza o mercado de valores mobiliários como segmento do mercado de capitais, apresentando a atual concepção doutrinária acerca dos valores mobiliários. Apresenta a evolução da noção de empresa e o surgimento da figura do administrador, em uma posição fiduciária em relação à empresa. Estabelece os deveres legais do administrador e a proibição ao uso de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários. Finalmente, examina as formas de repressão estatal ao uso de informações privilegiadas, inicia com a repressão administrativa por parte da Comissão de Valores Mobiliários, após, descreve a possibilidade de reparação cível e analisa a repressão criminal, interpretando a nova legislação incriminadora. Conclui que apesar de ter notável sentido econômico, a proibição ao uso de informações relevantes deve ser sustentada pelo seu aspecto ético, sem o qual as normas perdem o seu valor.

Palavras-Chave: Mercado de capitais. Valores Mobiliários. Uso de informações privilegiadas. Transparência. Dever de lealdade.

## **ABSTRACT**

It tries to determine, briefly, Brazil's financial market, delineating its constitutional place. Defines the capital market and determines its social-economic role. Characterize the securities market as a segment of the capital market, portraying the current doctrinaire definition of securities. Then, it tries to delineate the evolution of the enterprise notion and the appearance of the professional manager, in a fiduciary position towards the company. It establishes the legal duties of the manager and the prohibition of the insider trading in the securities market. Finally, examines the forms of state repression over the insider trading, beginning with the administrative restraint by the Brazilian Securities Commission, later on, describes the possibility of civil compensation and analyzes the criminal repression, elucidating the new legislation. It concludes that despite the prohibition of the insider trading has a remarkable economic ground, it's the ethical side that shall place its foundations, without this, all rules go astray.

Keywords: Capital Market. Securities. Insider Trading. Disclosure. Duty of loyalty.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>2 MERCADO FINANCEIRO</b> .....	10
<b>2.1 Mercado de crédito</b> .....	10
<b>2.2 Mercado monetário</b> .....	10
<b>2.3 Mercado de capitais</b> .....	11
2.3.1 Evolução histórico-legislativa do mercado de capitais brasileiro .....	11
2.3.2 Fundamentos e pressupostos do mercado de capitais .....	13
2.3.3 O papel do mercado de capitais .....	15
2.3.4 Estrutura organizativa do mercado .....	17
2.3.4.1 Mercado de Bolsa e Mercado de Balcão .....	18
<b>2.4 Mercado de valores mobiliários</b> .....	20
2.4.1 Valores Mobiliários .....	22
<b>3 FUNDAMENTOS LEGAIS DA VEDAÇÃO AO INSIDER TRADING</b> .....	24
<b>3.1 Separação entre controle e propriedade da empresa</b> .....	24
<b>3.2 Dever de lealdade e o <i>insider trading</i></b> .....	26
<b>3.3 Informação e mercado</b> .....	29
3.3.1 Dever de informar .....	31
3.3.2 Eficiência do mercado e a disponibilidade de informação .....	35
<b>4 REPRESSÃO AO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS</b> .....	36
<b>4.1 Repressão administrativa</b> .....	37
4.1.1 Competência da Comissão de Valores Mobiliários .....	37
4.1.2 Caracterização do ilícito administrativo .....	39
<b>4.2 Responsabilidade civil</b> .....	41
4.2.1 Ação ordinária de indenização e a caracterização do dever de indenizar .....	42
4.2.2 Ação civil pública .....	43
<b>4.3 Repressão penal</b> .....	44
4.3.1 Bem jurídico protegido .....	46
4.3.2 Sujeito ativo e passivo .....	47
4.3.3 Núcleo do tipo .....	48
4.3.4 Pena e ação penal .....	49
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	51
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	54

## 1 INTRODUÇÃO

*Insider trading* é a transação de ações de uma empresa por diretores e empregados da mesma. Estas transações podem ser perfeitamente legais, e até aconselháveis, porém, o termo é preferivelmente aplicado nos casos em que há uso de informação privilegiada por empregado, ou terceiros, que por alguma razão tenham contato com informações relevantes da companhia. Por conseguinte, valem-se desta posição singular para comprar e vender ações em detrimento do mercado, uma vez que as informações relevantes ainda não são de conhecimento geral. Esta prática é vedada em grande parte das legislações, tanto de tradição romana, quanto na *common law*.

A situação complica-se, sobretudo, porque o País vive uma fase de fusões e aquisições sem precedentes na história, o que cria mais situações favoráveis a esse tipo de irregularidade.

O *insider trading* vai de encontro aos princípios basilares do mercado de ações e da economia de mercado como um todo, que pressupõem que todos os seus agentes tenham acesso à totalidade das informações necessárias a uma tomada de decisão. É o chamado princípio da transparência ou *full disclosure*, do qual decorrem previsões legais como o dever do administrador de companhia aberta de informar ao mercado qualquer fato que influa na cotação das ações da empresa.

O uso de informações privilegiadas avilta a confiança dos investidores, a segurança e a boa-fé dos mercados de valores mobiliários, fazendo-se necessária uma intervenção governamental sancionadora e fiscalizadora, em nosso país, através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Tentou-se analisar os aspectos jurídicos do *insider trading*, a legislação nacional preventiva e sancionadora e a ação da CVM, através da revisão bibliográfica, a partir da análise de livros, periódicos e dispositivos legais atinentes ao tema.

Inicialmente, procurou-se descrever o mercado financeiro nacional, subdividido em mercado de crédito, de moeda e de capitais. Então, passou-se

a uma explanação da função destes mercados, especialmente do mercado de capitais e seu segmento mais importante, o mercado de valores mobiliários. Definiu-se a extensão da expressão “valores mobiliários” sob a luz legislação pertinente.

Em um segundo momento, passou-se a comentar a evolução da organização empresarial, a ruptura entre titularidade e decisão dentro das modernas companhias. Ressaltou-se a problemática do excesso de poder dos administradores e as conseqüentes normas com intuito de estabelecer parâmetros para o seu exercício. Foram analisados os deveres do administrador, de lealdade e de informar, e sua importância no combate ao *insider trading*, mantendo o equilíbrio informacional do mercado e sua eficiência valorativa.

Analisa-se a repressão estatal ao *insider trading* que se dá em três planos, sem qualquer diferenciação ontológica na ação; o primeiro é o administrativo, a cargo da CVM, o segundo é a reparação civil por meio de ação de reparação de danos, e o último, só recentemente estabelecido no ordenamento jurídico pátrio, é a repressão criminal.

Conclui-se pela necessidade da proibição ao *insider trading*, devido ao caráter fundamentalmente ético que se procura pôr em prática no mercado, além de estabelecer uma melhoria no desempenho de sua função econômica.

## 2 MERCADO FINANCEIRO

Há dificuldade na conceituação do mercado financeiro, devido, principalmente, à vasta gama de operações e à complexidade das relações envolvidas. Comumente se aceita que o mercado financeiro corresponde ao local onde acontece a prestação de serviços financeiros, sob tutela e regulação do Estado.

O mercado de capitais está inserido no contexto dos mercados do dinheiro, que se diferenciam, basicamente, pelo prazo e destinação dos ativos investidos e não por uma classificação específica da dogmática jurídica.<sup>1</sup> Assim, apesar de existirem divergências doutrinárias<sup>2</sup>, considera-se o mercado financeiro subdividido em mercado de capitais, de crédito e monetário<sup>3</sup>.

### 2.1 Mercado de crédito

O *mercado de crédito* é aquele no qual os consumidores buscam o financiamento necessário à aquisição de bens de consumo duráveis e semiduráveis, além de financiar o capital de giro de empresas. São contratos de curto ou médio prazo efetuados por instituições financeiras e não financeiras, sob normatização, controle e fiscalização do Banco Central do Brasil (BACEN).

### 2.2 Mercado monetário

*Mercado monetário* consiste no local no qual se dão as operações de curto e curtíssimo prazo, bem como, é onde acontece o financiamento do descaixe de agentes econômicos, as operações de mercado aberto (*open market*) e as operações de *over-night* (de um dia). Mercado aberto é o

---

<sup>1</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**: sociedade anônima e mercado de valores mobiliários. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, v.2, p. 38-39.

<sup>2</sup> Ibid., p. 37.

<sup>3</sup> Miguel Delmar de Oliveira, em sentido contrário, afirma: “De acordo com certas características os mercados financeiros podem ser subdivididos em quatro mercados específicos. *Mercado de Crédito [...], de Capitais [...], Monetário e Cambial. [...]*”. **Introdução ao mercado de ações**. São Paulo: CNBV, 1988, p. 51 apud FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Op. cit., loc. cit.

chamado mercado secundário, privativo de instituições financeiras, no qual estas fazem trocas de reservas bancárias, lastreadas nos títulos públicos federais. É o local onde se dá a política monetária do governo, através do Banco Central, controlando a liquidez, emitindo títulos do tesouro e aumentando ou diminuindo a disponibilidade de moeda em circulação.

## **2.3 Mercado de capitais**

É no mercado de capitais onde se realizam a maior parte das transações não bancárias. É onde as empresas buscam o financiamento do capital de giro ou do capital fixo, em operações de médio, longo e prazo indeterminado, sobretudo através de transações que envolvem valores mobiliários.

Portanto, pode-se defini-lo como o complexo de transações de recursos financeiros em prazo médio, longo ou indefinido, realizadas entre agentes poupadores e investidores, através de intermediários financeiros. Todas as negociações realizadas no mercado de capitais, bem como seus participantes, são regulados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

### **2.3.1 Evolução histórico-legislativa do mercado de capitais brasileiro**

Até meados da década de 1960, o principal investimento dos brasileiros era em imóveis. Isso ocorria porque desde o final da década de 1950 havia se iniciado um período de inflação crescente, além disso, a taxa máxima de juros era limitada em 12% ao ano pelo Decreto 22.626, conhecido como Lei da Usura, que fora editado por Getúlio Vargas em 1933.

Quando assumiu o poder, em 1964, o General Castelo Branco iniciou um programa de reestruturação da economia nacional, sem olvidar de uma reforma na estrutura do mercado financeiro. Editou, então, diversas leis visando ao fomento do mercado de capitais brasileiro, como a Lei 4.537/64, que instituiu a correção monetária, a lei da reforma bancária - Lei 4.595/64, que remodelou o sistema de intermediação financeira, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil (BACEN). Ademais, em 14 de julho de 1965 publicou a Lei 4.728 que disciplinava o mercado de capitais e estabelecia medidas para o seu desenvolvimento.

A par das inovações legislativas, foram implementados incentivos para aplicação no mercado bursátil<sup>4</sup>, como os fundos criados pelo Decreto-Lei 157/67 dando a opção ao declarante do Imposto de Renda de usar parte do imposto devido para adquirir quotas de fundos de ações. Assim, o mercado obteve fortes ganhos até que em julho de 1971 iniciou-se uma onda de vendas de papéis para realização de lucros, por parte dos investidores mais habituados, que acarretou em baixas nos preços das ações. Em seguida, os investidores neófitos passaram a tentar, também, sair do mercado e liquidar seus títulos, provocando uma queda abrupta nas Bolsas de Valores. Após esse período, a credibilidade do mercado acionário restou abalada. Na tentativa de reverter tal situação, foram introduzidas duas leis, a Lei 6.404/76, que ambicionava estabelecer parâmetros mais atuais para o regramento das sociedades anônimas, e a Lei 6.385/76, instituindo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que passaria a regular o mercado de capitais e fiscalizar as sociedades abertas.

Todavia, durante a década seguinte, o mercado de capitais continuou em um período de baixa procura, debalde alguns outros esforços no sentido de canalizar recursos para este mercado, através de incentivos fiscais e financiamentos a juros subsidiados para a subscrição de ações. Até que, em meados da década de 1990, com a abertura da economia do Brasil aos investidores estrangeiros, algumas empresas brasileiras passaram a listar seus papéis nos mercados internacionais, mormente na Bolsa de Valores de Nova Iorque através dos ADR's (*American Depositary Receipts*<sup>5</sup>) com o fulcro de obter capitalização a partir de economias mais dinâmicas. Tal experiência nas Bolsas norte-americanas, com a conseqüente adequação aos regulamentos da *Securities and Exchange Commission*<sup>6</sup>, trouxe às empresas brasileiras experiência em um novo nível de exigência em termos de transparência, política de divulgação de informações e relacionamento com minoritários, enfim, a chamada "governança corporativa".

---

<sup>4</sup> Relativo às operações das bolsas de valores.

<sup>5</sup> Papéis negociados no mercado norte-americano representativos de ações de companhias brasileiras.

<sup>6</sup> Órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, equivalente à Comissão de Valores Mobiliários em nosso país.

Dessa forma, nos últimos anos, assistiu-se a uma modificação na auto-regulação exercida pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) com a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa. Além da edição da Lei 10.303/01 que alterou as Leis 6.404/76 e 6.385/76, tornando-as mais compatíveis com a legislação internacional, estabelecendo o crime de *insider trading* e dando outras providências.

### 2.3.2 Fundamentos e pressupostos do mercado de capitais

O mercado de capitais faz parte do sistema financeiro nacional, sob a égide da Ordem Econômica e Financeira, capítulo da Carta Política brasileira; por conseguinte, é orientado pelo princípio constitucional da dignidade da pessoa humana. Neste sentido, é instrumento hábil à efetiva concretização do preceito constitucional de propiciar a todos uma *vida digna*, corolário da dignidade da pessoa humana, garantindo-se a propriedade e a livre concorrência:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] II - propriedade privada; [...] IV - livre concorrência.

Poupar para uma eventualidade é senso comum que acompanha a humanidade há muito tempo. Existem até fábulas com esse tema, como a da formiga e a cigarra<sup>7</sup>, na qual a moral da estória é de que devemos poupar parte dos frutos de nosso labor, sempre visando às adversidades da vida. Essa poupança, ou sobras, que podemos estocar em cofres, instituições financeiras e que tais, são as denominadas reservas. Tais reservas podem ser imobilizadas por meio de investimentos.

---

<sup>7</sup> A cigarra, sem pensar em guardar, a cantar passou o verão. Eis que chega o inverno, e então, sem provisão na despensa, como saída, ela pensa em recorrer a uma amiga: sua vizinha, a formiga, pedindo a ela, emprestado, algum grão, qualquer bocado, até o bom tempo voltar. “Antes de agosto chegar, pode estar certa a senhora: pago com juros, sem mora.” Obsequiosa, certamente, a formiga não seria. “Que fizeste até outro dia?” perguntou à imprevidente. “Eu cantava, sim, Senhora, noite e dia, sem tristeza.” “Tu cantavas? Que beleza! Muito bem: pois dança agora...”. LA FONTAINE, Jean de. **Fábulas de La Fontaine**. Belo Horizonte: Itatiaia, 1992, p. 45.

O agente econômico que possui reservas – superavitário - e tem intenção de imobilizá-las pode ser levado a financiar os agentes econômicos deficitários, que necessitam de capital, seja para construção de novas plantas fabris, inovações tecnológicas, ou, simplesmente, para saldar dívidas. Para que o superavitário se incline a fornecer seu excedente ao deficitário, este deve remunerar o capital daquele através do pagamento de juros ou repartir com ele seus lucros. Quando a poupança é aplicada na produção, tem-se o investimento.

Entretanto, para que a transferência das reservas ocorra de forma eficiente se faz necessária a existência de um local específico, dotado de características especiais, que torne possível a confluência dos interesses de poupadores e tomadores, tais locais são os *mercados*. E, quando se trata de financiamento da atividade produtiva, o mercado de maior importância é o de capitais, principalmente por meio de operações envolvendo valores mobiliários.

Qualquer sociedade anônima que queira captar os recursos da poupança popular, colocando-se como potencial destino para as reservas acumuladas pelos agentes econômicos superavitários, só estará autorizada a fazê-lo se previamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários<sup>8</sup>:

A companhia que, por exemplo, tomasse a iniciativa de fazer publicidade na televisão dos valores mobiliários por ela emitidos, convidando o ouvinte a comparecer em sua sede para aderir ao investimento ofertado, isto é, que tentasse acessar a poupança popular por canais diferentes dos institucionalizados pelo mercado de capitais, estaria incorrendo em ilícito de conseqüências administrativas (Lei n. 6.385/76 - LCVM, art. 20) e penais (Lei n. 7.492/86, art. 7º-, 11).<sup>9</sup>

A existência de um mercado de capitais possui algumas precondições, dentre as quais se destacam: (i) a organização social em economia de mercado, de feitio liberal ou dotado de *certa* liberdade, pois não há mercado de

---

<sup>8</sup> Cf. Lei 6.835, de 7 de dezembro de 1976, art. 19: “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. [...] § 3º Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.”

<sup>9</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2006, v. 2, p. 70.

capitais em economias socialistas planificadas; (ii) estabilidade política e monetária, porque são necessárias para a tomada das decisões a longo prazo, sem as quais o mercado de capitais fica bastante limitado, e para o estímulo a decisão de poupar, que se torna dificultosa em meio ao processo inflacionário ou ao caos político-institucional; (iii) infra-estrutura básica de intermediários financeiros, como as corretoras e bancos, além da presença de profissionais especializados; (iv) arcabouço jurídico mínimo, leis que protejam a propriedade privada, reforcem a obrigatoriedade de contratos e possibilitem o surgimento de instituições financeiras; (v) tradição de boa conduta e de ética comercial, pois:

Quando os membros de uma sociedade, por conta da sublimação do relativismo, passam a não mais distinguir entre o bom e o mau, o certo e o errado, o justo e o injusto, o correto e o incorreto, os parâmetros de conduta moral subjetiva - valores éticos -, responsáveis, em grande medida, pelo "regramento" das relações sociais, vão definindo até o ponto em que o barbarismo (cada um por si) se instala. Por isso, a ética talvez seja, dentre todas as instituições normativas existentes num determinado Estado, aquela que exerça maior influência na formação dos ambientes social, político e (o que nos interessa aqui) econômico de uma nação.<sup>10</sup>

Ademais, um relativo grau de confiabilidade, segurança e estabilidade nas instituições é essencial ao desenvolvimento e manutenção de um mercado de capitais, porque atuam como garantidores daquilo que os economistas chamam de *regras do jogo*, determinando os custos de transação e produção, que se forem demasiadamente altos inviabilizam a existência do mercado de capitais.

### 2.3.3 O papel do mercado de capitais

As funções básicas do mercado de capitais, em termos gerais, são a alocação da poupança imobilizada na atividade produtiva, a formação de capital e a promoção do aumento da eficácia da utilização do capital já existente pela concorrência entre os investimentos possíveis.

A formação de capital produtivo ocorre através dos incentivos positivos que um mercado de capitais bem organizado, transparente, com liquidez, e,

---

<sup>10</sup> MAUAD, João Luiz. **Falta de ética, "justiça social" e subdesenvolvimento.** *Mídia Sem Máscara*, São Paulo, nov. 2006. Disponível em: <<http://www.midiasemmascara.com.br/artigo.php?sid=5344>>. Acesso em: 01 nov. 2007.

principalmente, rentável dá aos agentes no sentido de que não consomem a totalidade de suas receitas e transportem-nas para os investimentos, através de ofertas padronizadas e um sistema dinâmico de contratações<sup>11</sup>. A formação de capital disponível para investimentos possibilita o desenvolvimento econômico, tornado-se capaz de realizar um dos objetivos básicos da República Federativa do Brasil, conforme o artigo 3º inciso II da Carta Magna: “Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: [...] II – (*omissis*) garantir o desenvolvimento nacional”.

O aumento da eficiência do uso do excedente monetário ocorre com a seleção automática dos melhores investimentos, ou seja, empreendimentos que possuam potencial de gerar bens e serviços valorizados pela sociedade de forma mais eficiente, o que implica maiores lucros. Mormente na atual *sociedade de informação*, na qual uma idéia, se encontrar quem a financie, pode revolucionar a maneira como as pessoas vivem, aumentando a produtividade e o bem-estar das nações. São exemplos dessa capacidade as empresas de tecnologia que, diuturnamente, transformam aspectos diversos da vida cotidiana, desde a maneira como são armazenadas fotos e imagens (Picasa<sup>12</sup>) até como comprar sapatos (Zappos<sup>13</sup>).

Ademais, a eficiência passa a ser ainda mais relevante quando a estrutura de transparência e distribuição das informações possibilita o investimento em projetos geograficamente distantes do poupador, em detrimento de projetos regionais, todavia, menos promissores<sup>14</sup>. Por conseguinte, realiza-se a prescrição constitucional de redução das desigualdades regionais<sup>15</sup>, por meio da disponibilidade uniforme das reservas de capital nacional aos projetos localizados fora do eixo de maior dinamismo econômico, não havendo uma concentração territorial do investimento.

---

<sup>11</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, passim.

<sup>12</sup> Software eletrônico de armazenamento digital de fotos: <http://picasa.google.com/>.

<sup>13</sup> Empresa que fornece um serviço eletrônico de venda de sapatos e acessórios: <http://www.zappos.com>.

<sup>14</sup> Cf. PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**, p.79.

<sup>15</sup> Cf. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, art. 3º: “Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: III – [...] reduzir as desigualdades [...] regionais”.

Poupadores, normalmente, são indivíduos que possuem modestas economias e esperam um retorno alto com baixo risco e liquidez imediata para seus investimentos. Enquanto os tomadores, em geral, são empresas, com necessidades de grande vulto de capital para pagamento em longo prazo e com baixo custo. O maior trunfo do mercado de capitais é desfazer esse aparente conflito.

Objetivos opostos podem ser entrelaçados, assim, o mercado de capitais, sobretudo no seguimento de valores mobiliários, transforma “pequenas quantias em grandes quantias, ativos líquidos em investimentos fixos, preferências de curto prazo em exigências de longo prazo e riscos diferentes em uma intermesclagem de riscos em escalas diferentes”<sup>16</sup>.

Exemplo elucidativo do referido entrelace de interesses é o que ocorre no caso das debêntures, as quais, quando cotadas em Bolsa, permitem, ao mesmo tempo, um empréstimo de baixo custo em longo prazo e um investimento líquido, pois há mercado onde podem ser negociadas sempre que o investidor precisar se desfazer delas.

#### 2.3.4 Estrutura organizativa do mercado

A estrutura do mercado varia em função da necessidade de atender aos diversos interesses dos agentes econômicos, buscando-se, sempre, a maior eficiência das transações e o menor custo.

Classifica-se como *mercado de procura direta* aquele no qual os próprios candidatos a investidores procuram os potenciais vendedores dos títulos. Agem de maneira autônoma, suportando todos os custos de transação e informação indispensáveis à realização das transações. A ausência de intermediário seria uma forma de conseguir preços menores, o que nem sempre se concretiza devido aos custos de informação e à visão limitada do mercado.

Nos *mercados de brokers*<sup>17</sup> existe a atuação de um intermediário, por meio do pagamento de comissão, o qual tem a função de encontrar as oportunidades e aproximar as partes. Não há garantia de execução do negócio,

---

<sup>16</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. José Marcelo Martins. **Insider Trading**, p. 78.

<sup>17</sup> Em tradução livre equivaleria a mercado de corretores.

apenas da apresentação das partes.<sup>18</sup> Já no *mercado de dealers*<sup>19</sup>, o intermediário negocia com as partes em nome próprio, assim, adquire diretamente do vendedor e, em seguida, repassa para sua clientela, com intuito de auferir lucro.

#### 2.3.4.1 Mercado de Bolsa e Mercado de Balcão

O Mercado de Bolsa de Valores tem como função principal a ampliação do volume de negociações com os valores mobiliários de companhias abertas, objetivando conferir liquidez ao investimento correspondente e transparência às operações efetuadas. As Bolsas de Valores são pessoas jurídicas de direito privado, organizam-se em sociedades anônimas ou sociedades civis, com ou sem fito lucrativo. São autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários, entretanto, não são órgãos públicos, não fazendo parte da administração pública de nenhuma esfera. O objeto social das Bolsas é a manutenção de ambiente propício à alienação de valores mobiliários em mercado secundário. As Bolsas têm autonomia para exercer seus poderes de auto-regulamentação sobre seus associados, as corretoras de valores, dessa forma, seriam auxiliares da CVM.

O Mercado de Bolsa é um mercado de oferta simultânea onde há a obrigação de preferência da melhor oferta. Caracteriza-se por ser um mercado apregoado no qual, diariamente, os representantes das sociedades a ela filiadas, as quais devem ser devidamente autorizadas a funcionar pela CVM e registradas no Banco Central, se encontram para a procura e a oferta de valores, todavia, hoje, tal encontro ocorre de maneira eletrônica. Uma corretora de valores adquire a prerrogativa de transacionar valores mobiliários em uma Bolsa quando compra um título patrimonial emitido por esta, tornando-se, deste modo, um membro dela. “A expressão bolsa significa tanto o local, onde se realizam as negociações (mercado apregoado) como o estado das operações (variação nos índices), cujos resultados afetam a economia como um todo”<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**, v. 2, p. 42.

<sup>19</sup> *Dealers* é o termo em inglês para negociantes.

<sup>20</sup> Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**, v. 2, p. 43.

De modo dessemelhante, o Mercado de Balcão não funciona em local fixo, as operações com os valores são realizadas de maneira direta pelas instituições ofertantes e aceitantes, por meio eletrônico ou por telefone. O Mercado de Balcão abrange todas as operações do mercado de capitais realizadas fora das Bolsas de Valores, ou seja, em instituições financeiras e outras entidades do sistema de distribuição de valores mobiliários.<sup>21</sup> Normalmente nele são negociados papéis de empresas de menor porte que aquelas listadas nas Bolsas de Valores.

No Mercado de Balcão são negociados títulos tanto em mercado primário – lançamento de ações, quanto no mercado secundário, garantido a liquidez de empresas que ainda não estão preparadas para serem listadas em Bolsa. Atuam neste mercado, como intermediários, não somente as corretoras de valores, mas também outras instituições financeiras, como bancos de investimento e distribuidoras de valores.

Há, ainda, o Mercado de Balcão Organizado, que difere do Mercado de Balcão não organizado, basicamente, pelo fato de que o primeiro tem seus negócios supervisionados por uma entidade auto-reguladora, por exemplo, a Sociedade de Operadora do Mercado de Acesso (SOMA), autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários. Cria-se, assim, um ambiente de menor risco e maior transparência para os investidores se comparado ao mercado de balcão não organizado.<sup>22</sup>

O Mercado de Balcão é chamado de organizado quando se estrutura como um sistema de negociação de títulos e valores mobiliários podendo estar organizado como um sistema eletrônico de negociação por terminais, que interliga as instituições credenciadas em todo o Brasil, processando suas ordens de compra e venda e fechando os negócios eletronicamente.<sup>23</sup>

Os Mercados de Balcão Organizados também se organizam em sociedades civis ou comerciais, dependentes de autorização da CVM. Em regra, só atuam com operações efetuadas à vista. Nesses mercados existe a

---

<sup>21</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, v. 2, p. 76.

<sup>22</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Portal do Investidor**. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Investidor/tabid/54/Default.aspx>>. Acesso em: 01 nov. 2007.

<sup>23</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Balcão Organizado**. Rio de Janeiro: Cadernos CVM, 2005, p. 17.

atuação dos formadores de mercado (*market makers*), pessoas jurídicas que negociam em nome próprio e se responsabilizam pela boa liquidação dos papéis negociados, têm a finalidade de obter o melhor preço intermediado para seus clientes.<sup>24</sup>

## 2.4 Mercado de valores mobiliários

O mercado de valores mobiliários é um subsistema do mercado de capitais, é para onde convergem as operações financeiras com valores mobiliários.

A principal característica desse mercado é a de que os tomadores de capital são as companhias abertas e os ativos negociados são os emitidos por estas, portanto, tem o condão de transformá-lo no principal instrumento de alocação da poupança em investimento produtivo. Desta feita, as sociedades anônimas participantes do mercado em questão são chamadas de agentes financeiros, enquanto, do outro lado, temos os investidores, estes podem ser pessoa física ou jurídica, atuando de maneira individual ou coletivamente através de, por exemplo, carteiras de ações ou clubes de investimento.

Neste mercado negociam-se os títulos representativos de dívidas das sociedades e os que representam participação na titularidade e gestão do emissor. Exemplo de título que evidencia relação de crédito são as debêntures, com as quais os investidores não assumem o risco do investimento, permanecendo na posição de credores e, em caso de falência da companhia emissora, habilitam-se entre os credores quirografários, subquirografários<sup>25</sup> ou entre os credores com garantia real, conforme a situação. Por outro lado, a ação ordinária é o clássico exemplo dos títulos que acarretam participação direta na gestão, destarte, o investidor assume o risco do negócio (capital não

---

<sup>24</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**, v. 2, p. 45.

<sup>25</sup> "Os créditos subordinados são créditos subquirografários, estando, portanto, na última escala dos créditos da falência. São dessa espécie os créditos decorrentes de debêntures subordinadas, também denominadas "subquirografárias", que não gozam de qualquer garantia, expressamente previstas no art.58, §4, da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas)". ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de Falência e Recuperação de Empresa**. São Paulo: Saraiva, 2005, p.257.

exigível), vindo este a falir, terá apenas direito ao rateio do que sobrar após o pagamento dos credores, na medida da sua participação no capital social.

Dentro do mercado de valores mobiliários ocorre a divisão entre o *mercado primário* e o *mercado secundário*. O primeiro é o ambiente no qual se dão as emissões de papéis diretamente pela companhia para os investidores. A ligação é entre investidor e tomador. Ocorre, principalmente, quando as empresas necessitam de financiamento, recorrendo ao aumento do capital social por meio de oferta pública de ações, mais comumente referida pela sigla IPO (do inglês *Initial public offering*<sup>26</sup>), ou quando uma empresa nova pretende formar o capital através da oferta pública – subscrição de companhia aberta.

No *mercado secundário* negociam-se títulos anteriormente emitidos, a ligação é entre investidor e investidor, esse negócio é denominado compra e venda, aquisição ou alienação, em contraste com a denominação subscrição que é dada aos negócios feitos em mercado primário.

Reproduz-se o exemplo de Fábio Ulhoa Coelho:

Paralelo bastante elucidativo pode-se estabelecer, nesse ponto, para fins didáticos, com outro mercado bem mais conhecido que o acionário. Trata-se do mercado de automóveis. A venda de um carro 0 km pela concessionária é operação pertinente ao mercado primário de veículos; a venda de um usado, por sua vez, realiza-se no segmento secundário desse mercado.<sup>27</sup>

O mercado secundário tem por finalidade a garantia de imediata liquidez dos ativos, assegurando a existência de um investimento a longo prazo (ou, até mesmo, a prazo indeterminado) sem que se perca a liquidez necessária aos investidores. Não há, no mercado secundário, transferência da poupança imobilizada para o investimento, pois já ocorreu quando da primeira compra no mercado primário. Assim, as transações no mercado secundário não trazem *capital novo* para investimento, trata-se, na verdade, de troca entre investidores. Não obstante, a existência do mercado secundário possibilita a participação de diversos agentes investidores que talvez não estivessem dispostos a arriscar suas poupanças sem tal garantia de fácil desinvestimento.

---

<sup>26</sup> Oferta pública inicial.

<sup>27</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, v. 2, p. 71.

### 2.4.1 Valores Mobiliários

Valores mobiliários podem ser definidos como “direitos negociados em massa e em série no mercado de capitais”<sup>28</sup>. De outro modo, em uma definição mais atual, pode-se definir como “interesse negociável, representativo da participação em um investimento coletivo e definido, como tal, pela lei”<sup>29</sup>, todavia, nenhuma das duas definições é completamente satisfatória, devido à recepção de grande diversidade de papéis negociáveis que se encontram fora da tradicional classificação.<sup>30</sup>

Ademais, não há mais sentido em seguir a antiga orientação doutrinária que lecionava serem os valores mobiliários espécie do gênero títulos de crédito, sobretudo após a inclusão, entre os valores mobiliários, de contratos futuros, de opções e outros derivativos<sup>31</sup>.

O atual diploma normatizador dos valores mobiliários é a Lei 6.385/76, com os acréscimos feitos pela Lei 10.303/01, que não define o instituto, apenas lista quais são os valores mobiliários, influência nítida do direito estrangeiro, especialmente, o direito norte-americano. No artigo segundo da referida lei temos o rol taxativo dos valores mobiliários:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:  
I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;  
II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;  
III - os certificados de depósito de valores mobiliários;  
IV - as cédulas de debêntures;  
V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;  
VI - as notas comerciais;  
VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;  
VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;  
IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de

---

<sup>28</sup> GUSMÃO, Mônica. **Curso de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2007, p.288.

<sup>29</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**, v. 2, p. 105.

<sup>30</sup> Ibid., p. 90-91.

<sup>31</sup> Denominação dada a operações que têm por referência um ativo qualquer, chamado de "ativo base". Derivativos normalmente possuem data de vencimento. São exemplos de derivativos: opções de compra/venda, futuros e *swaps*.

serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Da mesma forma, a lei exclui os títulos da dívida pública federal, estadual e municipal, além dos títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Cf. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, art. 2º, § 1º: “Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”.

### 3 FUNDAMENTOS LEGAIS DA VEDAÇÃO AO INSIDER TRADING

*Insider trading*, em termos gerais, desconsiderando-se peculiaridades legislativas, é a utilização de informações relevantes sobre uma companhia por parte de toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, possui acesso a informações privilegiadas relativas aos negócios da empresa – ou seja, por força do exercício profissional, estão “por dentro” (*inside*) de seus negócios – e as usam para transacionar (*trade*) valores mobiliários, antes que tais informações sejam de conhecimento do público.<sup>33</sup>

#### 3.1 Separação entre controle e propriedade da empresa

Faz-se necessário para o entendimento da proibição do uso de informações privilegiadas uma noção antecedente sobre a separação do patrimônio e do controle da empresa.

Inicialmente, a empresa correspondia ao seu fundador, o popularmente conhecido como “dono”, este era responsável por todas as decisões relevantes, personificava o controle da empresa, seu centro decisório. Posteriormente, com o desenvolvimento da atividade comercial e a expansão da complexidade das empresas para acompanhar o novo padrão de concorrência instalado, surgiram os administradores profissionais, indivíduos dotados de conhecimentos técnicos específicos, decorrentes da nascente Ciência da Administração.

Dessarte, a titularidade da empresa não mais coincidiria com seu centro decisório, acrescente-se a pulverização da propriedade, conseqüência da abertura de capital, e chega-se a uma situação na qual o administrador possui poderes substancialmente superiores aos da maior parte dos acionistas da empresa.

---

<sup>33</sup> Para definição de *insider trading* ver:

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do “insider trading”**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 1978, p.4; e MANZI, Vanessa Alessi; SCHUINDT, Claudia de Freitas. **Insider trading e seus institutos**. IBMEC, São Paulo. Disponível em: <[http://arquivos.ibmecsp.edu.br/Hotsite/lawnews/edicao05/2003\\_03.asp](http://arquivos.ibmecsp.edu.br/Hotsite/lawnews/edicao05/2003_03.asp)>. Acesso em: 07 nov. 2007.

Na tentativa de solucionar o impasse causado pela concentração de poderes na pessoa do administrador, capaz de praticar condutas abusivas, lesivas ao interesse dos acionistas, ou em benefício próprio, e o anseio dos investidores de verem protegidos seus investimentos, desenvolveram-se mecanismos jurídicos que atribuíram deveres legais aos administradores. Destacam-se o *dever de lealdade* e o *dever de diligência*, ambos com esteio em preceitos éticos e com o fito de estabelecer limites à atuação dos administradores.<sup>34</sup> Adiante, após o assentamento dos pressupostos éticos, formulou-se o *dever de informar*, primeiramente na doutrina norte-americana, através do chamado *disclosure*<sup>35</sup>, sendo incorporado ao direito pátrio como mais um dos deveres do administrador.

Para o direito norte-americano, paradigma da Lei 6.404/76, os administradores de uma sociedade anônima estão em uma relação fiduciária para com a companhia, suas obrigações derivam da lei, do estatuto e dos princípios gerais que regem as pessoas em posição fiduciária. Dessa situação decorrem suas obrigações: (i) dever de diligência (*duty of care*), (ii) dever de lealdade (*duty of loyalty*) e (iii) dever de informar (*duty of disclosure*). A violação de tais deveres determinaria responsabilidade, lastreada na culpa presumida.<sup>36</sup>

Outrossim, o combate ao *insider trading* envolve a publicação de normas tanto repressivas como preventivas. As primeiras são as leis que visam “[...] à garantia da visibilidade das operações na esfera do mercado de capitais, ao lado das que expõem, aos potenciais *insiders*, a prestação de informações contínuas sobre as ações por eles negociadas [...]”<sup>37</sup>, ou seja, o *dever de informar*.

As repressivas são aquelas que proíbem os atos caracterizados como *insider trading*, estabelecendo penalidades civis, administrativas e penais aos infratores, entre as quais se insere o *dever de lealdade* e a tipificação penal do uso de informação relevante.

---

<sup>34</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**, p.123-124.

<sup>35</sup> Revelar.

<sup>36</sup> LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 178.

<sup>37</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. cit., loc. cit.

### 3.2 Dever de lealdade e o *insider trading*

No Brasil, o *dever de lealdade* é uma adaptação do *standard of loyalty*<sup>38</sup>, que baseia-se no caráter fiduciário da atividade dos administradores, refletindo a relação de confiança que deve existir entre este e a empresa. Posto isto, é simples inferir que os administradores devem perseguir, em absoluta prioridade, os interesses da companhia. Trata-se “de padrão normativo de ampla aplicação aos casos concretos e de fácil ajustamento às situações novas de antijuridicidade”<sup>39</sup>.

O artigo 155 da Lei 6404/76 elenca diversas hipóteses de desvio ao dever de lealdade, trata-se de rol exemplificativo, outras formas de ataque ao referido dever podem ser capituladas pelo juiz ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

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

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

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

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

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

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

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

---

<sup>38</sup> Padrão de lealdade.

<sup>39</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997, v.3, p.256.

Entre as hipóteses enumeradas encontra-se a vedação expressa ao *insider trading* nos parágrafos 1º ao 4º do aludido artigo 155.

O dever de lealdade ao qual se reporta o *caput* da norma é em relação à companhia, não existindo em face dos acionistas, estes só poderiam acionar os administradores em substituição à sociedade. Entretanto, quando tratando do *insider trading*, a norma transborda o simples dever de lealdade para com a companhia, estabelecendo-o na relação com os acionistas e o mercado. Pois, em tese, poder-se-ia afirmar que não há qualquer prejuízo para a companhia na atuação do *insider* no mercado secundário<sup>40</sup>, mesmo assim, a lei estabelece a sua vedação, em qualquer hipótese, caracterizando, dessa forma, uma “antijuridicidade de interesse público, pois o administrador, ao praticar esse ilícito conturba o próprio conjunto dos negócios que se realizam no mercado de capitais e a confiança dos investidores na lisura dos seus intervenientes”<sup>41</sup>.

Cabe esclarecer que não existe conflito entre o dever de manter reserva sobre os negócios da companhia, *caput* do artigo 155, e o dever de informar, *caput* do artigo 157, uma vez que a obrigação do administrador de manter reserva, evitando o vazamento (*leakage*) de informações sigilosas que possam ser utilizadas por outrem para auferir vantagem no mercado de valores mobiliários, só persiste até o momento em que os fatos estejam em condições de serem revelados, isonomicamente, ao público, sem que possam prejudicar à companhia. Desta feita:

Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e

---

<sup>40</sup> Não se pode, porém, olvidar da repercussão deletéria que teria tal acontecimento em relação à confiança do mercado nos papéis da empresa. A notícia da atuação de um administrador como *insider* teria o condão de diminuir a liquidez e a cotação dos valores mobiliários emitidos por tal companhia, posto que esta não se pauta por regras de transparência (*disclosure*), não possui controle das informações sociais, nem estaria interessada em uma política de governança corporativa. Desta feita, mesmo no mercado secundário, poderá causar prejuízo à empresa em relação à futuras emissões de debêntures ou ações.

<sup>41</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, v.3, p.255.

terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.<sup>42</sup>

Está circunscrito às obrigações do administrador, consequência tanto do dever de lealdade como do dever de diligência, evitar que qualquer informação sigilosa saia do âmbito decisório da empresa, cabe a ele zelar para que todas as pessoas que tenham acesso a tais informações guardem sigilo.

Ressalte-se que a vedação da prática do *insider trading* não está limitada aos que exercem cargo de administrador na companhia, por força do parágrafo 4º do artigo 155, se estendendo a todas as pessoas que possam ter acesso e utilizar as informações relevantes em benefício próprio, como por exemplo, acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e membros do conselho fiscal.

Isto posto, qualquer um que, no exercício de suas funções na empresa ou no mercado, se aproveitando de ato omissivo ou comissivo dos administradores, estando estes de boa ou má-fé, faça uso de informação privilegiada para negociar valores mobiliários, será considerado *insider*, estando sujeito às sanções cabíveis. Até mesmo o cônjuge deverá guardar sigilo sob pena de responder, solidariamente com seu consorte, no caso de descumprimento.

Um desdobramento do dever de lealdade é o chamado *blackout period* no qual fica vedada a negociação com valores emitidos pela companhia, antes da devida divulgação ao mercado de fatos relevantes, pelas pessoas elencadas no artigo 13 da instrução 358/02:

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

---

<sup>42</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução** 358, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas...

sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.<sup>43</sup> (grifo nosso)

A vedação é estendida (art. 13, §1º) a qualquer um que venha a ter conhecimento da informação e saiba da sua situação de sigilo. Além de alcançar os 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”<sup>44</sup>.

O parágrafo 4º da instrução proíbe ainda, pelo mesmo motivo, a negociação de tais valores, pelas pessoas mencionadas no *caput*, nos 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação das informações trimestrais e anuais da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15.

Por fim, há a vedação absoluta da utilização de oportunidades de negócio que surgirem em decorrência do cargo de administrador, caracterizada independentemente de prejuízo material. Todavia, não cabe tecer comentários a esse respeito porque não é o objetivo do trabalho.

### **3.3 Informação e mercado**

A necessidade por informação é inerente aos seres humanos, desde o alvorecer da humanidade, quando caçadores dependiam do conhecimento adquirido sobre as rotas dos animais em migração e coletores deviam estar atentos aos frutos sabidamente nocivos. Essa necessidade se faz premente na sociedade moderna – por alguns nomeada de *sociedade de informação*, na qual a quantidade e disponibilidade de informações, a cada ano, é exponencialmente superior. Enfim, em todos os aspectos da vida faz-se necessário conhecer ao máximo os atributos das coisas que nos rodeiam com o intuito de melhor avaliar as possibilidades e tomar decisões mais acuradas.

Sabe-se que o homem não se deixa influenciar completamente pelo meio no qual está inserido, pois não é a situação *por si* determinante da ação humana, mas, sim, a interpretação que o indivíduo faz dessa situação, munido

---

<sup>43</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução** 358, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas...

<sup>44</sup> *Ibid.*

das informações que possui sobre a realidade e das inferências que delas faz. Portanto, a própria existência humana é condicionada pelo que é conhecido, uma vez que qualquer ato pretensamente racional funda-se na análise de informações.

Hodiernamente, a legislação procura tutelar o direito à informação, vale destacar o exemplo do Código de Defesa do Consumidor, que traz em seu bojo norma protetiva da qualidade e extensão das informações prestadas ao consumidor. Porque a decisão de consumir, como todas as outras, é condicionada pela apreciação que se faz das qualidades do objeto, essa apreciação coloca o fornecedor em vantagem, já que este tem melhor possibilidade de conhecer o produto. De tal sorte que a Lei 8.078/90 determina a prestação das informações necessárias para embasar a escolha do consumidor:

Art. 6º São direitos básicos do consumidor: [...]  
III - a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade e preço, bem como sobre os riscos que apresentem.

Pode-se até fazer uma analogia entre o investidor, alheio à gestão do negócio, e o consumidor, ambos necessitariam de informações suficientemente completas para tomar suas decisões, dessa forma surgiria o dever de informar por parte de quem pode fornecê-lo.

Entretanto, há de se exigir um padrão de diligência mínimo por parte daquele que procura comprar um bem, serviço ou, principalmente, um valor mobiliário, visto que também este deve procurar indagar e esclarecer-se dos detalhes e peculiaridades do produto, de forma que, havendo boa-fé das duas partes, não existirá causa razoável para alegação de desinformação. Ou seja, no mercado de capitais, é presumível que o investidor saiba o que está negociando, qual o valor corrente do título, qual a situação econômico-financeira da empresa emissora, qual o grau de liquidez, etc., porquanto seja corolário da elementar diligência que o homem-médio deve aplicar na execução de seus negócios, sem a qual se caracteriza uma das modalidades da culpa, a negligência.

O dever de informar só é exigível em relação a qualidades objetivas da coisa, que não fosse possível obter de outra forma, não havendo qualquer dever de declarar os elementos subjetivos subjacentes à transação, até porque toda negociação consensual parte da premissa básica de que vendedor e comprador acreditam estar ganhando com a troca, pois do contrário não a efetuariam. Não se pode querer que os negociantes declinem suas previsões pessoais sobre a possível evolução dos preços ou qualquer outro prognóstico futuro, além de que, não é necessário que se informe fatos que a outra parte poderia aferir diretamente, se para tanto diligenciasse.

Por conseguinte, se desconhecendo fato relevante plenamente divulgado alguém negocia valores mobiliários, não existe assimetria informativa, e sim, negligência por parte daquele que não procurou conhecê-las, por exemplo, na compra debêntures de uma companhia em estado pré-falimentar, cuja situação tenha sido regularmente divulgada ao mercado, não cabe qualquer reparação de dano.

### 3.3.1 Dever de informar

A Lei 6.404/76, em seu artigo 157, estabelece, para as companhias de capital aberto, o sistema do *full disclosure* (revelação completa) da situação patrimonial dos administradores em relação aos papéis emitidos pela empresa. Igualmente, determina que sejam informados, oportunamente, os fatos e atos relevantes que tenham a prerrogativa de, potencialmente, influenciar nos preços ou na liquidez dos valores mobiliários negociáveis. Esse dever, então, “corresponde ao direito de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial. Tal direito inclui-se entre os essenciais, previstos no art. 109, qual seja o de fiscalizar [...] [e] não admite restrição.”<sup>45</sup>. Esse dever, e o direito a ele correspondente, possuem o propósito de tutelar a informação no âmbito do mercado de valores mobiliários, garantindo a isonomia e impedindo, ou dificultando, o *insider trading*.

Todos os administradores estão incumbidos do dever de informar, porém, a instrução 358/02 da CVM atribui especificamente tal dever ao diretor

---

<sup>45</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, v.3, p.286.

de relação com os investidores, na falta deste, ao diretor que exerça tais funções. Além deles, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, estão incumbidos do dever de relatar qualquer fato relevante que venham a ter conhecimento ao referido diretor de relação com investidores (art. 3º, §1º da instrução 358/02). Na omissão deste, só se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM, conforme o parágrafo 2º do artigo 3º da referida instrução.

Há um nítido intuito de coibir o *insider trading*, através da declaração de propriedade dos valores mobiliários, na qual o administrador, no ato de sua posse, declara o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, emitidas pela companhia, por sociedades controladas ou, até mesmo, empresas que façam parte do mesmo grupo. Assim, o mercado e os órgãos administrativos poderiam acompanhar as mudanças no patrimônio de títulos do administrador, ajudando a caracterizar o *insider trading*.

Contudo, tal determinação era considerada restrita e inócua por estabelecer a revelação das informações somente no momento da posse, logo, durante o período do mandato nenhuma mutação seria notada, bastando que ao término se voltasse à situação inicial. Na redação original, o parágrafo 1º amenizava tal ineficiência, estabelecendo que os titulares de 5% do capital, reunidos em assembléia geral, poderiam exigir a revelação da propriedade de títulos da companhia.

Todavia, a Lei 10.303/01 inseriu o parágrafo 6º estabelecendo que os administradores da companhia aberta deverão informar à CVM, às Bolsas de Valores e Mercados de Balcão Organizado, conforme o caso, toda e qualquer modificação em suas posições acionárias na companhia. Tornando a norma mais efetiva na repressão ao *insider trading*.

Entretanto, o caos social em que vivemos afeta até a regulação dos mercados de capitais, pois as informações de operações individuais de *insiders* deixaram de ser públicas em 2005, sob a alegativa de que os dados serviriam a ações de seqüestradores.

Em um segundo plano, a norma pretende estabelecer um regime de transparência em relação às alterações que podem vir a ocorrer no âmbito da empresa, permitindo aos investidores a tomada de decisões quanto à negociação dos valores mobiliários da companhia. Colocam-se, dessa forma, os investidores em uma posição isonômica, na qual todos têm as mesmas informações. Esse regime de transparência subdivide-se em dever de informar a respeito do estado financeiro, através da publicação de balanços e balancetes com os resultados financeiros, e o dever de informar sobre a situação e o estado dos negócios.

Informar sobre o estado do negócio quer dizer “revelar pronta e claramente os fatos e atos relevantes, nas atividades da companhia, que possam influir ou modificar o comportamento mercadológico”<sup>46</sup> dos papéis emitidos pela companhia.

Consideram-se relevantes os atos ou fatos capazes de influenciar na cotação ou na liquidez dos valores mobiliários emitidos pela companhia, afetando a decisão dos investidores de negociá-los. Conforme o disposto no artigo 2º da instrução 358/02

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.<sup>47</sup>

O parágrafo único do artigo supra e seus incisos trazem rol exemplificativo de atos e fatos relevantes. Atos relevantes seriam os decorrentes de deliberação da companhia, em assembléia ou através de seus

---

<sup>46</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, v.3, p.286.

<sup>47</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução 358**, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas...

diretores, enquanto os fatos relevantes seriam os alheios à gestão da empresa, podendo ser ato de outrem ou acontecimentos espontâneos como eventos naturais, até mesmo, um acidente grave.

As informações devem ser precisas, não dando margem para ambigüidades, em linguagem acessível à maioria dos investidores, não podendo, obviamente, induzir o público ao erro.

Quando a divulgação de determinados atos ou fatos relevantes puser em risco os interesses da companhia, o administrador poderá não revelá-las à imprensa e ao mercado, todavia, está obrigado a decliná-las à Comissão de Valores Mobiliários e à respectiva instituição na qual negocia seus valores, seja ela a Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado. Não obstante, caso a Comissão de Valores Mobiliários, por meio de seu poder discricionário, entenda ser melhor para o mercado a divulgação das informações que foram comunicadas em regime de sigilo, poderá torná-las públicas.

A companhia deverá postergar a divulgação de fatos relevantes até o momento em que possua todos os dados a respeito da situação e esta tenha se definido materialmente, assim, não existindo possibilidade de interferência dos concorrentes, estando assegurados todos os direitos ou já havendo ocorrido todas as expectativas de fato, torna-se obrigatória a declaração. A divulgação deve se adequar a dois pólos, de um lado a obrigação de informar; de outro, o dever de lealdade para com a companhia. A divulgação temerária de informação pode ser caracterizada como quebra do dever de lealdade e a demora inescusável na prestação das informações acarretará responsabilidade por omissão.

O administrador poderá ser responsabilizado por qualquer demora além do estritamente necessário, na modalidade de omissão, visto que tem a obrigação de revelar imediatamente, ressalvadas as situações de risco aos interesses da companhia e ato ou fato pendente de confirmação ou consolidação. Porque quanto mais tempo uma informação desse tipo fica restrita ao âmbito da companhia, maiores serão as possibilidades de atuação do *insider*, assim, quanto menor for o lapso temporal no qual o mercado está em situação de assimetria informacional, menores as oportunidades para uma atuação fraudulenta.

### 3.3.2 Eficiência do mercado e a disponibilidade de informação

Classifica-se o mercado como perfeito quando todos os agentes econômicos dispõem das informações necessárias para a tomada das decisões de maneira isonômica. “Todos os investidores devem ter a possibilidade de acesso às informações existentes sobre os valores mobiliários em negociação de molde a conhecer, com exatidão, as intenções dos demais”<sup>48</sup>. Para tanto, não se pode olvidar da transparência (*disclosure*) e da proibição da formação de canais privilegiados de informação.

Quando os preços dos valores mobiliários negociados correspondem a um valor intrínseco efetivo, apreensível através de cálculos econômico-financeiro-atuariais, avaliando perspectivas, risco e rentabilidade, diz-se que o mercado possui eficiência valorativa. Por conseguinte, os papéis negociados, refletem a situação financeira da empresa emissora, as possibilidades de lucro do setor na qual ela atua, a qualidade da administração e fatores externos que possam influenciá-la. Em complemento, há o conceito da eficiência informativa, que pressupõe que a formação do valor dos títulos leva em conta *todas* as informações existentes a respeito da companhia, logo, haverá a inelutável exigência de informar o mercado de qualquer alteração no estado de coisas que se suceda com a empresa. Por isso, emerge o dever de tornar pública qualquer informação relevante que possa influenciar na formação dos preços.

Destarte, a regulação da informação no mercado torna-se imprescindível para a efetiva tutela dos investidores, deixando-os livres para tomarem suas decisões de investimento calcadas na análise racional dos fatos disponíveis.

Ademais, consoante o atual entendimento da eficácia horizontal dos direitos fundamentais, assegurar a isonomia das informações é forma de garantir-se a eficácia de uma prerrogativa constitucional no mercado de valores mobiliários, ou seja, nas relações privadas, mas que, conforme foi explicitado, possui um eminente interesse público.

---

<sup>48</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**, v. 2, p.45-46.

#### 4 REPRESSÃO AO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS

O *insider trading*, conforme exposto, fere os pressupostos éticos e diminui a eficiência do mercado, além de minar a confiança dos investidores, sendo deletério a toda a sociedade por aviltar a poupança popular indo de encontro aos mandamentos constitucionais e aos objetivos da República. Destarte, a evolução legislativa pátria culminou, a partir da Lei 10.303 de 2001, com a tipificação do uso indevido de informação relevante, que anteriormente já fora definida como infração administrativa e ilícito civil. Por conseguinte, há nítida evolução na percepção do grau de reprovabilidade e do dano causado pelo *insider trading* ao mercado e à sociedade.

A antijuridicidade é considerada penal ou civil dependendo da natureza da norma jurídica que impõe o dever violado pelo agente, a diferenciação entre uma e outra ilicitude atende apenas a critérios de conveniência e oportunidade, moldados à medida do interesse, variável, da sociedade e do Estado.<sup>49</sup> De modo que, geralmente:

“[...] as condutas humanas mais graves, que atingem bens sociais de maior relevância, são sancionadas pela lei penal, ficando para a lei civil a repressão das condutas menos graves. [...] [Entretanto] uma mesma conduta pode incidir, ao mesmo tempo, em violação à lei civil e à penal, caracterizando dupla ilicitude, dependente de sua gravidade”.<sup>50</sup>

Outrossim, uma mesma conduta pode caracterizar, ao mesmo tempo, atentado a uma norma cível, penal e administrativa, é o caso do uso de informação privilegiada para negociação no mercado de valores mobiliários. É violação a uma lei civil, dando azo a reparação ao dano cível. Enseja a aplicação de uma norma administrativa de índole sancionadora. E é ilícito penal, também apto a gerar uma medida coercitiva.

---

<sup>49</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. São Paulo: Malheiros, 2003, p.37.

<sup>50</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Op. cit., p.37-38.

## 4.1 Repressão administrativa

Conforme se demonstrou, o *insider trading* é expressamente vedado pela legislação societária (Lei 6.404/76, art. 155, §1º), violando simultaneamente dois deveres do administrador, quais sejam, dever de informar e dever de lealdade.

Pelo disposto no dever de informar, o administrador deve divulgar (i) total e (ii) imediatamente ao mercado as informações relevantes que tenham a propriedade de afetar a cotação dos valores mobiliários (*price-sensitive information*), essa divulgação deve acontecer (iii) de maneira ampla e (iv) clara, sem incorrer em omissões. Já no que tange ao dever de lealdade, deve guardar sigilo a respeito das informações sociais obtidas em razão do cargo até o momento da sua efetiva divulgação ao mercado. Qualquer conduta diversa caracterizará ilícito administrativo passível de sanção.

### 4.1.1 Competência da Comissão de Valores Mobiliários

Por força do disposto no artigo 4º da Lei 6.385/76, cabe a CVM resguardar os titulares de valores mobiliários e os investidores contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitidos; e assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado. No artigo 18, inciso II, alíneas “a” e “b”, está disposto que compete à Comissão de Valores Mobiliários definir:

- a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações;
- b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;

Dessa forma, a Comissão de Valores Mobiliários será o órgão competente para fiscalizar, normatizar e disciplinar o mercado de valores

mobiliários, e, conseqüentemente, será competente para avaliar e punir os casos de *insider trading* em âmbito administrativo.

A Comissão de Valores Mobiliários é agência reguladora do mercado de valores mobiliários, autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade administrativa independente e autonomia financeira e orçamentária. Fortalecida com o redimensionamento da atuação do Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica (art. 174 da Constituição Federal).

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 Lei 6.385/76, são impostas após o regular procedimento administrativo, de acordo com os incisos V e VI do artigo 9º, no qual, por óbvio, serão assegurados todos os princípios processuais constitucionais concernentes aos processos administrativos, como a ampla defesa, contraditório, culpabilidade, legalidade e, inclusive, possibilitará recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro.

As sanções aplicáveis são: advertência, multa, suspensão do cargo de administrador de companhia aberta, ou inabilitação para o seu exercício, proibição de atos ou operações, além de suspensão ou cassação de autorização ou registro.<sup>51</sup>

Há, no âmbito administrativo, uma peculiaridade em relação à esfera penal, de modo que, muito embora uma pessoa possa em uma só ação ou omissão cometer duas ou mais infrações administrativas, a pena aplicada

---

<sup>51</sup> Cf. Lei 6.835, de 7 de dezembro de 1976, art. 11: "A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários."

deverá ser somente uma. Pois as penas são definidas genericamente, desvinculadas dos tipos infracionais.

Desse modo, não seria possível que a CVM aplicasse a pena mais grave aumentada ou cominasse penas cumuladas, como acontece no Direito Penal. Porque neste, a cada tipo penal se vincula uma pena em tese. De outro modo, no Direito Administrativo sancionador, normalmente, as penas em tese são genéricas, desvinculadas dos ilícitos especificamente tipificados. Quando da cominação de penas administrativas no caso concreto, o órgão julgador deverá, assim, ou indicar uma pena única para as múltiplas infrações, considerando o concurso formal na dosimetria dessa pena, ou estabelecer uma pena específica para cada infração, obedecendo, em qualquer caso, os ditames do art. 11 da Lei 6.385/76 e seus parágrafos.<sup>52</sup>

#### 4.1.2 Caracterização do ilícito administrativo

Para delinear-se a ocorrência do *insider trading*, repise-se, basta a prova da violação do dever de lealdade, assim, havendo a negociação de valores mobiliários por parte de quem conheça dado relevante, ainda sigiloso, sobre a companhia, em razão da posição fiduciária que nela ocupe, existirá ilícito. Há presunção de culpa por determinação legal. A conduta do *insider* é negativa, edificada sobre uma omissão qualificada, pois as informações que ele possui são desconhecidas pelos demais investidores, gerando uma assimetria na relação jurídica, uma vez que sem tal posição privilegiada, o negócio ou não se realizaria, ou se realizaria em outros termos.<sup>53</sup>

O elemento definidor do *insider trading* é a negociação, o conhecimento da situação de fato ainda não revelada ao público, por si só, é irrelevante, decorre da natureza do cargo, porém, o aproveitamento dessa situação é que estabelece o ilícito. Assim, o período no qual ocorre a negociação é essencial, é preciso que ocorra *antes* da divulgação do fato relevante, não havendo

---

<sup>52</sup> SILVA, Paulo Ferreira Dias da. **Responsabilidade civil e administrativa na legislação do mercado de capitais**. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie\\_ufrj\\_cvm/Paulo\\_Ferreira\\_Dias\\_da\\_Silva.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Paulo_Ferreira_Dias_da_Silva.pdf)>. Acesso em: 25 nov. 2007

<sup>53</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, v.3, p. 257.

qualquer ilícito se ocorre após, por inexistir assimetria. A doutrina norte-americana cunhou uma célebre frase “*disclose or refrain from trading*” (revele ou abstenha-se de negociar) que traduz a situação do administrador.

Ademais, será passível de sofrer sanção em processo administrativo aquele administrador que não diligenciar para impedir o vazamento de informações para pessoas que não tenham razão profissional para conhecê-las.

Ocorre o ilícito mesmo que usufrutuário da vantagem seja um terceiro, pois a norma é expressa. Existindo a utilização de interposta pessoa, não há dificuldade em se caracterizar o *insider trading*, posto que, quando um *insider* usa terceiros para negociar, tem em mente obter lucro pra si, o que é vedado, conforme exposto. Nesse caso, a Comissão de Valores Mobiliários pode punir a pessoa interposta, além do administrador que orquestrou o ardil.

Se a Comissão de Valores Mobiliários apurar a existência de *insider trading*, mediante processo administrativo, restará delineada uma falta grave, podendo ser cominada uma das sanções previstas no referido artigo 11.

Em relação às pessoas referidas no art. 155, §4º da Lei 6.404/72, haverá necessidade da prova da consciência da condição sigilosa da informação, a qual não será presumida, por inexistir o liame fiduciário. Provando-se a culpa do terceiro que eventualmente estava munido de informação relevante, este deverá ser punido, também por falta grave, em conjunto com o administrador que vazou a informação.

É bastante difícil provar a ocorrência do *insider trading*, usualmente, o meio mais comum para sua apuração é a análise do volume de negociações que aconteceram nos dias anteriores a divulgação, em comparação com o volume normal. A partir daí, passa-se a analisar os responsáveis pelas negociações, na tentativa de estabelecer a ligação entre os compradores e possíveis *insiders*. Outrossim, um investidor que isoladamente transaciona uma vultosa quantia de valores mobiliários poucos dias antes da divulgação de fato relevante, por exemplo, de uma fusão, poderá ser implicado como portador de informações privilegiadas.

Enfim, a prova deverá basear-se, quase que completamente, em indícios aferidos no mercado de valores mobiliários. O conhecimento do funcionamento deste mercado e a perspicácia do órgão julgador transformarão tais indícios em presunções capazes de subsidiar uma condenação administrativa.

## 4.2 Responsabilidade civil

Com a caracterização do uso indevido de informações privilegiadas, por tratar-se de modalidade de ato ilícito, nasce o dever de indenizar, consoante as normas gerais insculpidas no Código Civil, artigo 927, “aquele que, por ato ilícito [...] causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”; e artigo 187, “também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”. Nesta senda, preleciona José Marcelo Martins Proença:

Com efeito, o uso, em proveito próprio ou de terceiros, de informação privilegiada, pelo controlador ou por qualquer pessoa, fere a equidade do tratamento devido a todos os acionistas, deturpa as finalidades do poder que lhe foi confiado, consubstanciando-se, consoante afirmado, em abuso do controle. Por isso, o mencionado artigo 187 do novo Código Civil serve, como uma luva, para fundamentar a ação indenizatória que socorre os prejudicados por *insider trading*.<sup>54</sup>

A Lei das Sociedades Anônimas traz previsão específica para o caso em tela, artigo 155, parágrafo 3º:

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

Assim, o pedido indenizatório será lastreado tanto nos dispositivos civis gerais como nos especificamente previstos no diploma regulamentador das sociedades anônimas.

---

<sup>54</sup> **Insider Trading**, p.123-124.

#### 4.2.1 Ação ordinária de indenização e a caracterização do dever de indenizar

Para a aferição da prática do *insider trading*, não se utiliza o critério comum de comparação da conduta do administrador com o comportamento que seria esperado de um administrador-médio na mesma situação. Em verdade, trata-se de culpa presumida<sup>55</sup>. A fraude é presumida, subjacente à simples negociação de valores mobiliários em período no qual os administradores portem informações ainda não divulgadas ao mercado, porém admite prova em contrário. Deste modo, consoante a lição de Modesto Carvalhosa:

A convicção do juiz sobre a prática de *insider trading* deve ser haurida de dois elementos: 1º) a existência de fato relevante ainda não divulgado ao público (art. 157); 2º) a compra e venda, pelos insiders, de valores mobiliários em posse da informação sigilosa e a sua divulgação junto ao público.<sup>56</sup>

Portanto, provando-se a negociação de valores mobiliários por *insider* portador de informação ainda não revelada, restará estabelecer o nexo de causalidade entre a referida conduta e o prejuízo sofrido.

Apesar da obrigação de reparação do dano, não há previsão legal de anulação dos negócios perpetrados mediante abuso de informação. Porquanto as operações comerciais com valores mobiliários se tratam de transações em massa, desta feita, a anulação dos atos traria enorme perturbação ao mercado, acarretando em mais prejuízos, por isso o legislador optou pela via da reparação de danos como remédio adequado.

Resta, então, ao investidor lesado, promover ação ordinária de reparação dos danos, conforme a legislação supra aludida. Possuirá legitimidade ativa para a propositura da referida ação qualquer pessoa que tenha incorrido em danos pela atuação do *insider* no mercado de valores mobiliários, seja pelo fato da venda ter sido efetuada mediante preço inferior ao que seria praticado em condições eqüitativas, ou no caso da compra por preço

---

<sup>55</sup> Para Carvalhosa, a prática do *insider trading* configura responsabilidade objetiva do agente. CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, v.3, p.256.

<sup>56</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, v.3, p.268.

superior ao que seria pago caso houvesse a regular divulgação das informações.

Nos casos em que o vazamento da informação se dá por omissão ou por ação do administrador, este responderá solidariamente com o beneficiário do uso de informação privilegiada.

A responsabilidade dos terceiros (*tippes*), artigo 155, §4º, não será por culpa presumida, muito menos responsabilidade objetiva, já que pressupõe a consciência efetiva da natureza sigilosa da informação relevante. Portanto, mesmo que terceiro utilize-se de informação ainda não divulgada ao mercado, se não souber que é sigilosa, não caberá contra ele ação de reparação. De outro lado, haverá responsabilidade do administrador por violação do dever de diligência, pois negligenciou em relação à vigilância que lhe incube exercer. Não será, desse modo, responsabilidade por culpa alheia, e sim, por culpa própria, presumida por lei.<sup>57</sup>

Além das ações individuais por parte dos prejudicados, haverá possibilidade da companhia acionar o administrador por violação da lei, conforme o artigo 159 da Lei das S/A, “compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio”; e com base no artigo 158, inciso II:

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:  
II - com violação da lei ou do estatuto.

A reparação pecuniária será revertida para a sociedade.

#### 4.2.2 Ação Civil Pública

Poderá o Ministério Público interpor Ação Civil Pública, mediante requerimento da Comissão de Valores Mobiliários ou de ofício, para “evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores

---

<sup>57</sup> LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**, p. 178.

mobiliários e aos investidores do mercado”<sup>58</sup>, prejudicados pela ação do *insider*. Havendo condenação, as importâncias apuradas serão revertidas aos investidores lesados, na proporção de seus respectivos prejuízos.

A competência para a interposição da supra referida Ação Civil Pública é do Ministério Público Estadual, por conseguinte, perante a Justiça Estadual do local onde ocorreu a negociação dos valores mobiliários.

### 4.3 Repressão penal

No esteio das legislações alienígenas que buscam a criminalização dos ilícitos contra a ordem econômica, os chamados *white-collar crimes*, a Lei 10.303 de 2001 instituiu o crime específico de uso indevido de informação privilegiada, incluindo o artigo 27-D na Lei 6.385 sob o capítulo VII-B “Dos Crimes Contra o Mercado de Capitais”:

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.

A fundamentação para tal guinada doutrinária se assenta na moderna tendência à proteção de bens jurídico-penais metaindividuais, *in casu*, o interesse social na manutenção de um mercado de capitais eficiente e pautado pela ética, como meio idôneo a realização do desenvolvimento econômico nacional, objetivo fundamental da República. Cumprindo, conseqüentemente, o disposto em nossa Carta Magna.

Anteriormente à tipificação específica, a doutrina se dividia quanto à aplicação de tipos penais diversos, como o crime de estelionato, ao *insider*

---

<sup>58</sup> Cf. Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989, Art. 1º: “Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas. “

*trading*, todavia, não nos parece acertado tal entendimento. Há nítida diversidade na conduta da vítima, no estelionato o autor cria um engodo, pelo qual direciona as ações da vítima em direção a uma autolesão inconsciente de seu próprio patrimônio.<sup>59</sup> Enquanto no uso de informação privilegiada, a ‘vítima’ já estava decidida a negociar os valores mobiliários baseada na informação existente, assim, fazia avaliação positiva do negócio, não obstante haver informações ocultas, somente do conhecimento do *insider*, que poderiam mudar a percepção feita pelo mercado da referida transação. Deste modo, haverá desmedida ampliação do sentido da norma penal para que abarque o *insider trading* dentro da figura da fraude no crime de estelionato. Ademais, quanto ao bem jurídico tutelado, no estelionato defende-se a inviolabilidade do patrimônio individual, já no uso indevido de informações privilegiadas é o próprio mercado de valores mobiliários que está sendo protegido. Consoante o exposto na doutrina de José Leite Filho:

[...] A pretensão de resguardar bem jurídico de feição supra-individual, ‘atinente ao interesse da economia no seu todo’ – qual o que resta violado pela conduta daquele que usa indevidamente informação privilegiada, negociando valores mobiliários – em norma penal voltada para a proteção do patrimônio individual – de que é exemplo o estelionato [...] esgarça o sentido literal possível do texto penal [...].<sup>60</sup>

Outrossim, não há possibilidade de subsunção no tipo de divulgação de segredo<sup>61</sup>, pois não ocorre divulgação, ocorre, simplesmente, utilização econômica da informação ainda não revelada. Descabem, ainda, as figuras previstas na Lei de Crimes contra a Economia Popular, Lei 1.521/51, art. 3º<sup>62</sup>,

<sup>59</sup> Em sentido contrário: AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. **A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o Direito Penal Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 850, 2006, p.450.

<sup>60</sup> LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**: art. 27-D da Lei 6.385/76. São Paulo: Revista Brasileira de Ciências Criminais, v. 14, n. 60, 2006, p. 92.

<sup>61</sup> Cf. Decreto-Lei 2.848, de 7 de dezembro de 1940, Art. 153: “Divulgar alguém, sem justa causa, conteúdo de documento particular ou de correspondência confidencial, de que é destinatário ou detentor, e cuja divulgação possa produzir dano a outrem: Pena - detenção, de 1 (um) a 6 (seis) meses, ou multa. § 1º-A - Divulgar, sem justa causa, informações sigilosas ou reservadas, assim definidas em lei, contidas ou não nos sistemas de informações ou banco de dados da Administração Pública: Pena - detenção, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.”

<sup>62</sup> Art. 3º. São também crimes desta natureza: [...] VI - provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício.

ou o artigo 177, parágrafo 1º, inciso II do Código Penal<sup>63</sup>, “os dois ilícitos sintetizam hipótese fática similar ao crime de manipulação de mercado”<sup>64</sup>, não de *insider trading*.

Desta arte, a Lei 10.303, ao trazer a descrição do tipo penal específico de uso indevido de informação privilegiada, estaria criando ilícito criminal novo, *novatio legis* incriminadora.

#### 4.3.1 Bem jurídico protegido

No crime de *insider trading*, tutela-se a ordem econômica, em seus pressupostos de organização e funcionamento, resguardando a eficiência informativa e valorativa do mercado. Deste modo, garante-se a igualdade de informações disponíveis a todos os investidores, possibilitando que tomem decisões racionais baseadas na totalidade das informações disponíveis, assim, resultando numa correta formação dos preços dos valores mobiliários e na justa distribuição dos riscos. Trata-se, portanto, de “incriminação voltada iniludivelmente para a tutela do bem jurídico coletivo”<sup>65</sup>.

O Estado, pondo-se na função de interventor, a partir de uma opção ideológica, assume que o mercado não é capaz de regular-se, nem que a simples sanção administrativa seja suficiente para afastar esses males, portanto, passa a penalizar condutas nessa seara. Busca, para tanto, fundamento constitucional, conforme já observado, atribuindo ao bom andamento do mercado de valores mobiliários, por desempenhar papel de transferir a poupança para a atividade produtiva, financiando o crescimento econômico, dignidade axiológica para ser albergado pela tutela penal.

O art. 27-D, por empregar a expressão “utilizar informação relevante” sem definir que tipo de informação é considerada relevante para efeito da lei

---

<sup>63</sup> Art. 177. Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular. § 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: [...] II - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade; [...].

<sup>64</sup> LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**, p. 93.

<sup>65</sup> LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**, p. 96.

criminal, delega tal papel para legislação extrapenal, no caso o artigo 155, parágrafo 1º da Lei das S/A, aclarado pela Instrução 358 de 2002 da CVM, em seu artigo 2º. É, portanto, norma penal em branco imprópria. Outrossim, a definição de valores mobiliários é fornecida pela Lei 6.385/76, em seu artigo 2º, conforme foi já exposto no tópico 2.4.1.

#### 4.3.2 Sujeito ativo e passivo

Há alguma divergência doutrinária a respeito da caracterização do sujeito ativo do uso de informações privilegiadas. A maior parte da doutrina<sup>66</sup> classifica o crime como próprio, pois só poderia ser cometido por *insider* que tenha dever de fidelidade em relação à companhia – administradores e aqueles a eles equiparados, consoante o disposto no *caput* do artigo 27-D, “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”.

De outra banda, doutrina minoritária<sup>67</sup> defende tratar-se de crime comum, sob o argumento de que o artigo 155, parágrafo 4º, da Lei 6.404/72, ao vedar o uso de informação privilegiada “por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso”, alargaria o sentido da norma em branco e teria o condão de transformá-la em crime comum. Seguindo, talvez, a mesma senda da doutrina norte-americana da *misappropriation theory*<sup>68</sup> que incrimina aquele que se apropria de informações privilegiadas de um *insider* e as utiliza em benefício próprio.<sup>69</sup>

Parece mais apropriado o entendimento da corrente majoritária. Pois a lei estabelece duas condições: (i) a utilização de informação relevante ainda não divulgada e (ii) que tal utilização se dê com quebra de confiança. A vedação inscrita no artigo 155, parágrafo 4º, da lei supra mencionada, não atribui dever de lealdade àqueles que venham a ter contato ocasional com informação não divulgada, apenas veda sua utilização na negociação de valores mobiliários, passível de sanção administrativa e reparação cível.

---

<sup>66</sup> LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**, p. 104.

<sup>67</sup> SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Campinas: Millennium, 2003, p.110.

<sup>68</sup> Teoria da apropriação indevida.

<sup>69</sup> Cf. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. **Crimes econômicos e mercados financeiros**. São Paulo: Revista Brasileira de Ciências Criminais, Ano 10, n.39, 2002, p. 40. Apud LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**, p. 104.

Porque o dever de sigilo só decorre de situação jurídica anterior, ou seja, da posição de *insider*. Desta forma:

Não há sentido [...] em considerar que o dever de sigilo [...] nasce com a incriminação, de forma a atribuí-lo a toda e qualquer pessoa que tenha acesso a tais informações – seja por que forma isso ocorra –, e [...] classificar o ilícito de comum. Se pretendesse o legislador estabelecer espécie de crime comum, a locução “e da qual deva guardar sigilo” seria desnecessária, porque o investidor comum [...] não tem esse dever.<sup>70</sup>

O *sujeito passivo* do delito é o Estado em virtude dos interesses metaindividuais que devem ser por ele tutelados. Os prejudicados imediatos serão os investidores lesados, entretanto, repise-se, haverá prejuízo ao mercado de valores mobiliários por inteiro e, conseqüentemente, à economia nacional, pela função imanente a este mercado, conforme o exposto no capítulo 1, sobretudo nos tópicos 1.3.3 e 1.4.

#### 4.3.3 Núcleo do tipo

O núcleo do tipo é composto pelo verbo *utilizar*, entretanto a única utilização punível é a negociação, em nome próprio ou de terceiro, de valores mobiliários. Assim, não há ilícito penal no ato de *vazar* informação, haverá, isso sim, quebra do dever de lealdade. Admite-se tentativa, pois a negociação se protraí no tempo, por exemplo, pode ser interrompida logo após o *insider* ordenar que um corretor compre ou venda determinado lote de ações.

Não há referência ao local específico onde se dá a negociação, podendo ocorrer em Bolsa de Valores, Mercado de Balcão ou Mercado de Balcão Organizado, em mercado primário ou secundário, caracterizando o ilícito também nas relações privadas, ainda que sem o intermédio de instituição financeira.<sup>71</sup> Todavia, há maior possibilidade de que aconteça no âmbito do mercado de Bolsa de Valores, pois é neste local que há maior liquidez e volume de negociação de valores mobiliários, proporcionando a oportunidade para o *insider* agir em meio à multidão de transações.

---

<sup>70</sup> LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**, p.103-104.

<sup>71</sup> CARVALHOSA, Modesto Souza Barros; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 547.

Ademais, não há necessidade de efetivo auferimento da vantagem indevida, é caso de crime de mera atividade, por conseguinte, só admite a modalidade comissiva. A simples negociação de valores mobiliários por portador de informação relevante da qual tenha dever de sigilo, ou tentativa de negociação, é suficiente para o estabelecimento da configuração do ilícito. A obtenção, ou não, de vantagem é mero exaurimento. Basta que o uso de informação privilegiada seja potencialmente apto a produzir vantagem indevida para que haja enquadramento típico.

#### 4.3.4 Pena e ação penal

Ao cominar pena de multa para o crime de *insider trading*, o artigo 27-D é *sui generis*, pois, subvertendo nossa tradição de penalização em dias-multa, nos termos do parágrafo 1º do artigo 49 do Código Penal<sup>72</sup>, aplica sanção de até 3 vezes o valor do dano efetivamente causado.

O ilícito em tela é classificado como de mera conduta, não é necessário a concreta existência de resultado para aplicação da pena corporal – 1 a 5 anos de reclusão, todavia, para cominação da sanção pecuniária, há.

Contudo, pode haver uma possível compatibilização hermenêutica ao considerar-se que *sempre* ocorre lesão apurável em pecúnia, mesmo que seja ao mercado como um todo, pela erosão da credibilidade e afastamento de potenciais novos agentes, ou, ainda, aos papéis da companhia cujos *insiders* agiram com desrespeito ao dever de sigilo.

De toda forma, alcançar os valores exatos do prejuízo causado é tarefa dificultosa, mister se faz a estreita colaboração entre o Poder Judiciário, Ministério Público, CVM e, se for o caso, as Bolsas de Valores.

A aplicação de pena pecuniária ultrapassando os limites previstos no Código Penal, que hoje é de R\$ 684.000,00 (seiscentos e oitenta e quatro mil reais), utilizando por base o salário-mínimo de R\$ 380,00 (trezentos e oitenta

---

<sup>72</sup> Art. 49 - A pena de multa consiste no pagamento ao fundo penitenciário da quantia fixada na sentença e calculada em dias-multa. Será, no mínimo, de 10 (dez) e, no máximo, de 360 (trezentos e sessenta) dias-multa. § 1º - O valor do dia-multa será fixado pelo juiz não podendo ser inferior a um trigésimo do maior salário mínimo mensal vigente ao tempo do fato, nem superior a 5 (cinco) vezes esse salário.

reais), parece correta, devido ao seu forte poder dissuasório imanente, mais ainda nos crimes do colarinho branco, pela característica peculiar dos autores, apresentando-se como eficaz instrumento de política criminal.

Entretanto, a cominação de pena restritiva de liberdade é que sobressai, pois a responsabilidade civil, as sanções administrativas e as penas de multa são efetivas tão-somente nos casos em que o autor do ilícito tenha patrimônio suficiente para honrar as multas e reparações decorrentes, caso contrário, o temor da responsabilização patrimonial não impedirá seus atos. Mormente em relação ao uso de informação privilegiadas, no qual os prejuízos resultantes podem ultrapassar o montante de qualquer fortuna privada, bem como as possibilidades de lucro podem parecer atrativo suficiente para se enfrentar o risco de ser multado. Assim, uma pena de 1 a 5 anos de reclusão, considerada de grau médio, é a mais relevante inovação para a repressão e prevenção do *insider trading*.

Por fim, a ação penal, pelo já demonstrado caráter metaindividual dos interesses resguardados, é pública incondicionada.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Delineada a função econômico-social do mercado de valores mobiliários, é cediço demonstrar o interesse público em sua regular manutenção, a qual é severamente lesada por meio de condutas não eqüitativas, como o *insider trading*. Pois, se tão-somente alguns privilegiados podem ter acesso a todas as informações, só estes poderão obter os melhores rendimentos, o que demove os demais da decisão de investir. Desta maneira, o mercado por ser falho não produz incentivos ao investimento.

No sentido de sanar as falhas decorrentes do mercado é que deve atuar o Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica, fiscalizando, incentivando e planejando (Constituição Federal, art.174). A função específica de fiscalizar e coibir as falhas do mercado de valores mobiliários será executada através da Comissão de Valores Mobiliários, heteroregulação do mercado.

Na busca de uma maior transparência, socorre aos investidores a atuação das Bolsas de Valores e Mercados de Balcão Organizado na autorregulação de seus associados. Igualmente, a assunção de normas de governança corporativa por parte, principalmente, das grandes corporações, deve procurar diminuir a dificuldade de auto-fiscalização, criada pela dispersão acionária, propondo a criação de barreiras às informações relevantes, políticas internas de negociação dos títulos de emissão da companhia por parte de seus empregados e administradores, favorecendo a atuação política e o respeito aos direitos dos minoritários, etc.

Os fundamentos legais à proibição do *insider trading* são, deste modo, a tutela da eficiência valorativa, o respeito ao princípio da transparência e a moralidade da proibição ao tratamento não-isonômico.

Não devem prosperar as argumentações contrárias à proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais, mesmo que por via criminal, a mais drástica esfera de controle social. Primeiro, porque não assiste razão aos que afirmam que o custo social para a repressão ao *insider trading* é maior que os benefícios resultantes ao mercado. Posto que, quando se leva em

consideração a perda de confiança que resulta na fuga de capitais e queda de liquidez, conforme atestam recentes estudos<sup>73</sup>, pode se aferir que o mal causado é maior que os custos sociais para afastá-lo.

Em segundo lugar, a antijuridicidade *in casu* se trata de regramento uniforme no ordenamento jurídico pátrio. Engana-se quem acredita ser uma proibição de caráter eminentemente peculiar e pontual, totalmente alheia a outros ramos do Direito, visto que o enjeitamento de negócios jurídicos propostos em função de uma assimetria informacional decorrente de relação fiduciária é a regra em nosso ordenamento. Por exemplo, um geólogo é contratado por determinado fazendeiro para avaliar a existência de diamantes em sua propriedade, constando a existência, a omite; logo após, utilizando interposta pessoa faz proposta pelo terreno. Tal negócio jurídico deverá ser anulado (Código Civil, art. 171, II), demonstrando a rejeição categórica ao engodo decorrente da situação. Ademais, haverá dever de informar todas as situações negociais objetivas que não poderiam ser constatadas de outro modo. No exemplo anterior, se o geólogo tivesse sido contratado pelo fazendeiro vizinho ao que fez a proposta de compra, não haveria dever de declarar a existência dos diamantes, pois tal informação poderia ter sido obtida por outro meio.

A peculiaridade do *insider trading*, que autoriza a edição de normas repressivas penais e administrativas, reside na repercussão social da sua ocorrência e na especial posição fiduciária do administrador.

Por fim, *insider trading* transgride princípios éticos fundamentais do mercado de valores mobiliários e da própria economia de mercado. Ferindo essa ética subjacente a todo o sistema, assim, mesmo que se releve qualquer influência econômica positiva ou negativa, merece ser afastado do meio social. Pois as normas devem ser erguidas sobre um sustentáculo ético para que não sejam vazias de sentido. Os benefícios, mesmo que somente no plano ético, da manutenção da equidade nas relações sociais, já justificam qualquer custo

---

<sup>73</sup> BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. **The world price of insider trading**. Berkeley: Journal of Finance, v.57, n.1, 2002. passim.

econômico. Já que “o sistema de mercado só funciona, se houver confiança nas regras do jogo e na conduta dos jogadores”<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**, p. 184.

## REFERÊNCIAS

### Bibliográficas

ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de Falência e Recuperação de Empresa**. São Paulo: Saraiva, 2005.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. **A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o Direito Penal Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 850, 2006.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. **The world price of insider trading**. Berkeley: Journal of Finance, v.57, n.1, 2002.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997, v.3.

\_\_\_\_\_, Modesto Souza Barros; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. São Paulo: Malheiros, 2003.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2006, v. 2.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Balcão Organizado**. Rio de Janeiro: Cadernos CVM, 2005.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial: sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, v.2.

GUSMÃO, Mônica. **Curso de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2007.

LA FONTAINE, Jean de. **Fábulas de La Fontaine**. Belo Horizonte: Itatiaia, 1992.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LEITE FILHO, José. **Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada**: art. 27-D da Lei 6.385/76. São Paulo: Revista Brasileira de Ciências Criminais, v. 14, n. 60, 2006.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do “insider trading”**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 1978.

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

SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Campinas: Millennium, 2003.

### **Legislativas**

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988.

\_\_\_\_\_. **Decreto-Lei 2.848**, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal.

\_\_\_\_\_. **Lei 1.521**, de 26 de dezembro de 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular.

\_\_\_\_\_. **Lei 6385**, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

\_\_\_\_\_. **Lei 6404**, 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

\_\_\_\_\_. **Lei 7.913**, de 7 de dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

\_\_\_\_\_. **Lei 8078**, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. **Lei 10404**, 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução** 358, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas...

### **Eletrônicas**

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Portal do Investidor**. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Investidor/tabid/54/Default.aspx>>. Acesso em: 01 nov. 2007.

MANZI, Vanessa Alessi; SCHUINDT, Claudia de Freitas. **Insider trading e seus institutos**. IBMEC, São Paulo. Disponível em: <[http://arquivos.ibmecsp.edu.br/Hotsite/lawnews/edicao05/2003\\_03.asp](http://arquivos.ibmecsp.edu.br/Hotsite/lawnews/edicao05/2003_03.asp)>. Acesso em: 07 nov. 2007.

MAUAD, João Luiz. **Falta de ética, "justiça social" e subdesenvolvimento**. *Mídia Sem Máscara*, São Paulo, nov. 2006. Disponível em: <<http://www.midiasemmascara.com.br/artigo.php?sid=5344>>. Acesso em: 01 nov. 2007.

SILVA, Paulo Ferreira Dias da. **Responsabilidade civil e administrativa na legislação do mercado de capitais**. *Comissão de Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie\\_ufrj\\_cvm/Paulo\\_Ferreira\\_Dias\\_da\\_Silva.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Paulo_Ferreira_Dias_da_Silva.pdf)>. Acesso em: 25 nov. 2007.