

FACULDADE DE DIREITO MILTON CAMPOS

**O INSIDER TRADING:
O alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de
capitais e a responsabilidade do insider**

Nova Lima
2011

TELDER ANDRADE LAGE

**O INSIDER TRADING:
O alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de
capitais e a responsabilidade do insider**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação *stricto sensu* da Faculdade de Direito Milton Campos, como requisito para a obtenção do título de mestre em Direito.

Área de concentração: Direito Empresarial

Orientador: Luiz Fernando da Silveira Gomes

Nova Lima
2011

L174 i	<p>LAGE, Telder Andrade</p> <p>O insider trading: o alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider./Telder Andrade Lage – 2011.</p> <p>118 f., enc.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Luiz Fernando da Silveira Gomes.</p> <p>Dissertação (Mestrado) – Dissertação para obtenção do título de mestre, área de Concentração Direito Empresarial junto a Faculdade de Direito Milton Campos.</p> <p>Bibliografia: f. 101-106</p> <p>1. Mercado de capitais. 2. Insider trading. 3. Alcance subjetivo. I. Gomes, Luiz Fernando da Silveira. II. Faculdade de Direito Milton Campos. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU 347.725(043) 336.76</p>
--------	---



Faculdade de Direito Milton Campos – Mestrado em Direito Empresarial

Dissertação intitulada “*Insider Trading: O alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider*”, de autoria do mestrando *Telder Andrade Lage*, para exame da banca constituída pelos seguintes professores:

Prof. Dr . Luiz Fernando da Silveira Gomes
Orientador

Prof. Dr.
(Examinador)

Prof.
(Examinador)

Prof.
(Suplente)

Nova Lima, _____ de _____ de 2011

RESUMO

O *insider trading* consiste no uso de informações relevantes e privilegiadas com o intuito de obter vantagem indevida, para si ou para outrem, no âmbito do mercado de capitais. Tal conduta acarreta uma séria insegurança ao mercado de capitais, pois sua consequência natural é uma ausência de correlação entre o preço real do valor mobiliário negociado com o efetivamente praticado na transação, tendo em vista que uma das partes não possuía todas as informações necessárias para mensurar o valor justo do título negociado. Com isso, tem-se que os mercados de capitais em que há maior incidência do *insider trading* são menos desenvolvidos do que aqueles que o combatem de maneira mais eficaz. No Brasil muito se tem discutido sobre o alcance subjetivo da vedação ao *insider trading*. Uma primeira corrente entende que apenas as pessoas que tenham acesso a informação privilegiada em virtude do exercício profissional poderiam praticar o *insider trading*, ao passo que uma segunda corrente entende que tal vedação abrange a qualquer pessoa, não existindo qualquer restrição em relação à origem da informação. A presente dissertação visa solucionar este impasse.

Palavras chave: Mercado de capitais. Insider trading. Alcance subjetivo.

ABSTRACT

The *insider trading* consists in the use of relevant and privileged information for the purpose of obtaining not allowed advantaged, for yourself or anyone, in the area of stock market. That action entails a serious insecurity in the stock market, because its natural consequence will be the lack of correlation between the real estate security that is negotiated and the one that is effectively observed in the transaction, because one of the traders does not have all the information needed to measure the fair price of the negotiated financial title. In conclusion, the stock market that has the higher incidence of *insider trading* is less developed than the ones that combat it in an efficient way. There are many discussions in Brazil about the subjective scope of the prohibition of *insider trading*. One of the points of view understands that only people that have access to the privileged information because of their job could practice the insider trading. On the other hand, it is understood that the insider trading action is prohibited to anyone, although it has no relation with the source of information. The present dissertation aims to solve this doubt.

Key words: Capital market. Insider trading. Subjective scope.

*Aos meus pais e ao Délber;
Minha avó Nanhá;
e ao avô Fabrício*

AGRADECIMENTOS

À minha família (meu pai, mãe e irmão), pela convivência sempre harmoniosa, saudável e alegre, pelo carinho, afeto e ensinamentos que me foram transmitidos.

Ao professor e amigo Lucas Cruz Neves, pela atenção, apoio, amizade, ensinamentos, conselhos e oportunidades profissionais e acadêmicas.

Ao amigo Alexandre Pimenta da Rocha, que muito me auxiliou no desenvolvimento deste trabalho, pela dedicação, pelos ensinamentos, pelo apoio incondicional, e material disponibilizado, sendo responsável direto pela realização desta dissertação.

Aos amigos Leonardo Nemer Caldeira Brant e Suzana Santi Cremasco, pelos bons momentos vividos, pelo apoio, carinho e compreensão.

Aos demais amigos, sempre presentes nos momentos mais marcantes, alegres e difíceis desta trajetória.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Art.	Artigo
CC	Código Civil
CF	Constituição Federal
CPC	Código de Processo Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
LSA	Lei das Sociedades por Ações
LMC	Lei do Mercado de Capitais
Nº	Número
SEC	Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS	14
1.1 Breve análise do surgimento do mercado de capitais	14
1.2 Conceito de mercado de capitais	15
1.3 O novo mercado	18
1.4 A relevância da informação no mercado de capitais	23
1.5 O conceito de valor mobiliário	26
1.6 A comissão de valores mobiliários	28
CAPÍTULO II – O INSIDER TRADING	33
2.1 O conceito de <i>insiders</i>	33
2.2 O conceito de <i>insider trading</i>	35
2.3 Insider trading e procedimento arbitral	39
2.3.1 Arbitragem nas sociedades anônimas.....	41
2.3.1.1 Características básicas das sociedades anônimas	41
2.3.1.2 Natureza jurídica do estatuto social de S.A.	42
2.3.1.3 Aplicabilidade da arbitragem na lei de S.A	44
2.3.2 Alcance subjetivo da cláusula compromissória estatutária.....	46
2.3.2.1 Teoria restritiva	47
2.3.2.2 Teoria extensiva	49
2.3.3 Cláusula compromissória estatutária e o direito de recesso.....	54
2.3.4 Arbitragem e direito societário – uma visão de direito e economia	56
2.3.4.1 Noções gerais de direito e economia	56
2.3.4.2 Teoria dos custos de transação e convenção arbitral	57
2.3.5 Arbitragem no novo mercado e no nível 2.....	60
2.4 O <i>insider trading</i> nos Estados Unidos.....	61
CAPÍTULO III O INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO.....	64
3.1 Considerações iniciais	64

3.2	O alcance da proibição à prática do “ <i>insider trading</i> ”	73
3.3	Responsabilidade civil do <i>insider</i>	78
3.3.1	Anulabilidade do negócio jurídico celebrado com dolo	79
3.3.2	Enriquecimento sem causa	81
3.4.	Responsabilidade criminal do <i>insider</i>	82
3.4.1	Crimes contra o sistema financeiro nacional	83
3.4.2	O crime de uso indevido de informação privilegiada	85
3.5	Responsabilidade administrativa do <i>insider</i>	89
3.5.1	Procedimento administrativo sancionador	90
3.4.1	Sanções administrativas	93
3.6	Mecanismos de prova do <i>insider trading</i>	96
CONCLUSÃO		99
REFERÊNCIAS		101
ANEXO A - INSTRUÇÃO CVM n° 358/2002		107

INTRODUÇÃO

Analisando-se a estrutura do mercado de capitais, infere-se que algumas pessoas possuem acesso a informações relevantes, porque capazes de interferir na cotação de determinados valores mobiliários, e privilegiadas, porque ainda não divulgadas aos investidores. Tem-se que o acesso a estas informações pode induzir a pessoa que as detém a valendo-se de referido conhecimento, investir em determinados valores mobiliários, tendo certeza de que obterá uma boa margem de lucro.

O uso das informações supra, caracteriza o *insider trading*, expressão em inglês, utilizada em todo o mundo, para se referir ao fenômeno que o legislador brasileiro optou por chamar de uso indevido de informação privilegiada. Pelo fato de ser mundialmente utilizada, sendo inclusive aceita pela doutrina brasileira, esta expressão apesar de não integrar o vernáculo, será utilizada durante todo o desenvolvimento desta dissertação. Ressalta-se que a tradução acima delineada (uso indevido de informação privilegiada), foi adotada pelo legislador brasileiro ao tipificar como crime a conduta em destaque.

Importante esclarecer que prática do *insider trading* não é benéfica ao mercado, visto que gera uma grande insegurança aos demais investidores, que não sabem se estão negociando com pessoas que têm acesso a um maior número de informações a respeito de fatos relevantes que influenciam na cotação dos títulos negociados no mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, trazendo uma sensação de insegurança ao mercado, gera uma conseqüente diminuição dos investimentos realizados, o que traz sérios prejuízos ao mercado de capitais, afetando toda a economia do país. Fato este, que exige a adoção de medidas preventivas e repressivas para tentar impedir, ou ao menos punir exemplarmente, o uso destas informações por aqueles que as detêm, em prejuízo de outros investidores que desconhecem-nas.

No Brasil, a legislação que combate o *insider trading* vem evoluindo ao longo dos anos, naquilo que tange as punições civis e administrativas. Contudo, ao criar o crime de uso de informação privilegiada, previsto no art. 27-D, da Lei nº 6.385/1976 o legislador brasileiro optou, injustificadamente, por restringir o âmbito de incidência das penalidades criminais em relação às sanções de natureza civil e criminal.

Ainda existem discussões acerca do alcance subjetivo da proibição, bem como responsabilidade daquele que utiliza indevidamente dados sigilosos, ainda não divulgados, para auferir vantagem em transações no mercado de capitais.

Assim, o alcance da proibição ao *insider trading*, bem como a análise da responsabilidade daquele que utilizar a informações privilegiadas para auferir vantagem no mercado de capitais, consiste no problema a ser desenvolvido e solucionado através do presente estudo..

De plano, cumpre ressaltar a existência de duas correntes acerca da prática do *insider trading*. A primeira entende que somente podem ser responsabilizados pelo uso indevido de informação privilegiada no âmbito do mercado de valores mobiliários, aquelas pessoas que tomam conhecimento do fato relevante ainda não divulgado em virtude do exercício de atividade profissional. Segundo esta vertente, aquele que, em virtude de acontecimentos da vida social, tomar conhecimento de uma informação privilegiada, e utilizá-la para auferir vantagem na negociação de valores mobiliários, não podem ser responsabilizado pela conduta, visto que não adquiriram a informação através de seu exercício profissional. Desta feita, competiria ao investidor lesado requerer a reparação pelos danos sofridos em face do administrador da sociedade anônima, tendo em vista que este não teria cumprido com seu dever de sigilo.

Uma segunda teoria defende a tese de que pratica *insider trading*, e pode ser responsabilizada pela conduta, qualquer pessoa que sendo detentora de informação privilegiada a utilize para auferir vantagem no mercado de capitais. Neste caso, não haveria distinção entre as pessoas que tivessem acesso aos fatos relevantes, ainda não divulgados, em virtude do exercício de atividade profissional, ou por meios atinentes à vida social.

Tal questionamento somente não se aplica à responsabilidade criminal pelo uso de informação privilegiada, pois art. 27-D, da Lei 6.385/76, exige expressamente para caracterização do ilícito penal o dever de sigilo, pelo que estão automaticamente excluídas do alcance subjetivo da norma aqueles que tomaram conhecimento da informação em atos não ligados a uma atividade profissional.

Importante destacar que para que seja esclarecida a questão será necessária a análise de diversos fatores, como o conceito de mercado de capitais e de valores mobiliários; a natureza jurídica e os poderes da Comissão de Valores Mobiliários; os principais aspectos do mercado de bolsa e a relevância da informação no mercado de valores mobiliários.

No segundo capítulo, serão analisadas questões ligadas especificamente ao *insider trading*, como seu conceito, o conceito de *insiders*, sua regulamentação nos Estados Unidos, a (in)competência do juízo arbitral para julgar a responsabilidade civil decorrente de tal conduta.

No terceiro capítulo será realizado um estudo da conduta em destaque no ordenamento jurídico brasileiro, principalmente o alcance subjetivo da proibição, a responsabilidade civil e administrativa do *insider*, bem como os mecanismos de prova de tal ilícito. Neste tentar-se-á demonstrar que a primeira corrente não se adequa às previsões de nosso ordenamento jurídico, violando inclusive os fundamentos que deram origem ao combate ao *insider trading*, pelo que não merece ser aplicada, devendo, portanto, prevalecer o entendimento de que a proibição ao uso de informação privilegiada atinge a qualquer pessoa, independentemente do motivo que a levou a ter acesso ao fato não divulgado.

CAPÍTULO I - O MERCADO DE CAPITAIS

I.1 Breve análise do surgimento do mercado de capitais

É cediço que o escambo, também conhecido como troca ou permuta representa uma das mais antigas manifestações contratuais da humanidade. Contudo, referido sistema de troca era extremamente rudimentar e gerava inúmeros percalços, sendo o principal deles a dificuldade de se localizar pessoas com interesses recíprocos de troca e com similaridade de valoração dos objetos a serem permutados. Com o passar do tempo diversos produtos foram utilizados como forma de cálculo do valor econômico dos bens, como a cabeça de gado (*pecus*) e as pedras e metais preciosos, até que finalmente com a adoção da moeda “como instrumento de viabilização das relações negociais, verdadeiro elemento substancial do intercâmbio econômico, surgiu o *contrato de compra e venda*, como o mais poderoso e eficaz instrumento de circulação de riquezas”.¹

Com o advento da moeda, a intensificaram-se os fluxos de capitais, oriundo das relações comerciais e financeiras, sendo que nesse período algumas pessoas já concentravam e poupavam riquezas, enquanto outros passavam por dificuldades financeiras. Com isso "a poupança passou a mobilizar-se entre os doadores e os tomadores de recursos"², e foi neste contexto, que surgiu o mercado de Crédito. Por sua vez o surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, vez que não foi capaz de garantir um fluxo de recursos, suficiente para manter referidas atividades. Não eram estabelecidas condições adequadas quanto aos prazos, custos e exigibilidade do capital.³ Neste diapasão, JULIANO LIMA PINHEIRO enumera dois princípios que fundamentaram o surgimento do mercado de capitais:

1) contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada; e

¹ FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. Direito dos Contratos. Rio de Janeiro:Lumen Juris. 2011, pág.701

² MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coordenação). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Editora Dilética. 1999, pág. 258

³ Sobre o tema ver: PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2006, pág. 135.

2) Permitir orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados de economia.⁴

I.2 Conceito de mercado de capitais

Inicialmente, cumpre destacar que, apesar de estar em evidência, o mercado de capitais ainda não foi conceituado de maneira satisfatória pela legislação brasileira cabendo tal função à doutrina.

Para que se entenda o significado da expressão mercado de capitais, necessário esclarecer que ele não se confunde com o mercado financeiro⁵. O primeiro regula as transações envolvendo valores mobiliários⁶, e será objeto de um estudo mais profundo. O segundo, também conhecido como mercado de crédito,⁷ tem por objeto a regulação e a negociação, exclusivamente, de títulos de emissão ou aceite de instituição financeira. Ou seja:

Podemos chamar de sistema financeiro ou bancário o conjunto de instituições e operações ocupadas com o fluxo de recursos monetários entre os agentes econômicos. Basicamente, é o mercado de emprestadores e tomadores de empréstimo, sendo que o valor da remuneração dos empréstimos é chamado de Juro ou em termos percentuais, de taxa de juros⁸.

⁴ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2006., pag 136

⁵ Importante esclarecer que a expressão Mercado Financeiro foi utilizada em sentido estrito. Sobre referida expressão, RODRIGO ALVES DA SILVA ensina: "Em sentido amplo, mercado financeiro representa todo conjunto de instituições e instrumentos orientados à transferência de recursos entre agentes econômicos, referindo-se, portanto, à junção dos diversos mercados existentes, entre os quais figuram o mercado de capitais, o mercado de câmbio e o próprio mercado financeiro, em sua acepção estrita. Logo, o mercado financeiro estrito é a parte do mercado financeiro em interpretação ampla.

O mercado financeiro em sentido estrito tem por característica ser o mercado onde existe a interferência de uma instituição financeira, que é parte integrante das operações realizadas. A instituição capta recursos no mercado, sendo parte passiva de uma relação. E, com o produto desta captação, a instituição financeira fornece o crédito para seus clientes, participando aqui do pólo ativo da relação de crédito. Da diferença obtida entre as operações passivas e ativas é que a instituição obtém seu ganho, denominado 'spread bancário'." SILVA, Rodrigo Alves da. Fundos de Investimento Financeiro à Luz do Código de Defesa do Consumidor: A Proteção Jurídica do Investidor. In JÚNIOR, Nelson Nery; NERY, Rosa Maria de Andrade. Revista de Direito Privado nº 17. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais. 2004, pág. 227

⁶ A propósito, o conceito de valor mobiliário no ordenamento jurídico brasileiro será analisado no sub-capítulo I.5.

⁷ Sobre o tema ver: PAULIN, Luiz Alfredo. DAS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELO NOVO VÓDIGO CIVIL NO MERCADO DE CAPITAIS. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 21. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2003, pag. 261.

⁸ ISHIKAUA, Sérgio; FILHO, Armando Mellagi. Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Editora Atlas. 2003, pag. 17.

O mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários⁹ possui como função primordial a captação de recursos por parte das companhias por meio da emissão pública de títulos, e possui como objetivo o financiamento dos projetos de tais sociedades, ou o alongamento do prazo para pagamento de seus débitos. Por isso ao captar recursos para as sociedades que o integram, realiza um relevante papel no desenvolvimento da economia nacional. É o que se extrai dos ensinamentos de ALEXANDRE ASSAF NETO:

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande muniador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.

O mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento a médio e longo prazos para capital de giro e capital fixos.¹⁰

Acrescenta-se que o investimento no mercado de capitais deve ser encarado como investimento de risco, visto que a sociedade empresária emissora do valor mobiliário adquirido por um terceiro, em regra, não possui a obrigação de ressarcir-lo em quantia equivalente ao investimento realizado, exceção feita às debêntures¹¹ e aos *commercial papers*.

A aquisição de determinado valor mobiliário, confere ao investidor (comprador do valor mobiliário) o direito a percepção de dividendos¹², cujo importe dependerá da modalidade do título adquirido e dos resultados econômicos obtidos pela companhia (existência ou não de lucros). Esclarece-se que o valor dos dividendos pode ser inferior ou superior ao valor investido, bem como existe a possibilidade de sequer existir a distribuição de dividendos, caso a sociedade

⁹ Sobre o temas ver: KÜMPEL, Siegfried. Direito do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2007, pág. 44.

¹⁰ NETO, Alexandre Assaf. Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas. 2006, pág. 75

¹¹ Vale ressaltar que existem debêntures perpétuas, cujo valor do investimento somente serão devolvidos ao debenturista em caso de inadimplemento da sociedade no pagamento da remuneração devida. Sobre o tema ver: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 3. São Paulo: Malheiros editores. 2007. Pág. 184/186.

¹² A propósito, Ricardo Negrão define a expressão “dividendos” da seguinte forma:

“Dividendo é a parte do lucro do exercício, dos lucros acumulados ou da reserva de lucros a ser distribuída em dinheiro aos acionistas, na proporção que cada um possuir da fração do capital social. Se os estatutos não fixarem um dividendo mínimo, a companhia deverá distribuir pelo menos vinte e cinco por cento de seu lucro líquido no final de cada exercício, sendo que as ações preferenciais devem receber dez por cento a mais que as ordinárias (art. 17, § 1º, I e II, da Lei nº 6.404/76).

O direito à percepção de dividendos é um direito essencial do acionista e, dessa forma, não pode ser objeto de decisão contrária ou de previsão diversa nos estatutos sociais. Contudo, seu exercício depende de haver numerário suficiente em caixa, conforme estabelece o art. 202 da Lei nº 6.404/76.” NEGRÃO, Ricardo. Manual de Direito Comercial e de Empresa Volume I. São Paulo: Editora Saraiva. 2005, pág. 418.

empresária não tiver alcançado um desenvolvimento econômico suficiente para fazê-lo. Fato é que “a distribuição dos dividendos está condicionada à existência de lucros na sociedade, apenas podendo ter distribuição do lucro líquido do exercício, os lucros acumulados e as reservas de lucro”¹³. Nesta linha são os ensinamentos de NELSON EIZIRIK, ATIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES:

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.¹⁴

O mercado de valores de capitais pode ser subdividido em mercado primário e secundário. O mercado primário é o que envolve a negociação de novos valores mobiliários emitidos pelas sociedades empresárias. Neste mercado os investidores adquirem referidos títulos diretamente da companhia emissora, e que poderá investir os recursos capitados da forma que melhor atender às suas necessidades.

Por sua vez, o mercado secundário, diz respeito à compra e venda de valores mobiliários já negociados pelas companhias, ou seja, é a revenda entre particulares de títulos anteriormente adquiridos no mercado primário, ou mesmo no secundário. Sua principal função é conferir liquidez aos títulos negociados no mercado primário, visto que possibilita ao investidor, caso seja de seu interesse, revender o valor mobiliário anteriormente adquirido.

Diante do exposto, infere-se que a função do mercado primário é atrair investimentos para as sociedades empresárias que o integram, ao passo que o mercado de capitais secundário é responsável por dar liquidez aos valores mobiliários em circulação, vez que possibilita aos investidores uma rápida revenda dos títulos que possuem, funcionando como um atrativo a mais para a captação de recursos. Isso porque, normalmente os investidores buscam o mercado de capitais para obter rápido retorno financeiro, pelo que preferem adquirir valores que possam revender com facilidade no mercado secundário.

¹³ SILVA, Alexandre Couto. Distribuição de Dividendos nas Sociedades Cíveis e Comerciais. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002, pág. 54.

¹⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.8.

Ressalta-se que alguns participantes do mercado visam obter lucro através da participação acionária ou da remuneração inerente ao valor mobiliário adquirido, demandando, assim, um investimento de longo prazo, ao passo que outros objetivam obtê-lo por meio da simples compra e venda de títulos. Contudo, em ambas as hipóteses o investimento é de alto risco, tendo em vista que a remuneração poderá depender dos resultados financeiros da sociedade ou da variação da cotação de seus títulos no mercado secundário. Assim, o participante não pode controlar os riscos inerentes à própria volatilidade do mercado, devendo estar atento à todas as informações divulgadas e diante destas tentar fazer uma leitura rápida e eficaz do comportamento do mercado, mas sem que possua nenhuma garantia de êxito nas negociações.

Fato é que sendo um mercado voltado para a captação de investimentos, e cujo risco é inerente à sua natureza, necessário que os investidores tenham a segurança de que não haverá fraude e de que estão em igualdade de condições com os demais participantes, sob pena de não aplicarem seus recursos.

Neste momento, já demonstradas as principais características do mercado de valores mobiliários, oportuno transcrever o conceito, que JULIANO LIMA PINHEIRO elaborou sobre o mercado de capitais, e que embora sucinto, representa bem o tema abordado:

O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.¹⁵

1.3 O novo mercado

Conforme analisado no tópico anterior o Mercado Primário se caracteriza pela negociação de novos valores mobiliários emitidos pelas companhias, que os oferta ao público investidor com o objetivo de angariar fundos para financiamento de seus projetos ou para atender a uma necessidade de caixa. Ou seja, é o momento em que se viabiliza o atendimento à função primordial do Mercado de Capitais, possibilitando a obtenção de recursos mais baratos do que aqueles disponíveis no mercado de crédito. Contudo, para que seja atrativo aos investidores é

¹⁵ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pag. 174.

necessário dar liquidez aos títulos nele ofertados, o que somente é possível em virtude da existência do Mercado Secundário.

Assim, tem-se que este é tão importante quanto aquele, pois caso seu funcionamento não consiga atingir seu objetivo, restará prejudicada a atratividade do Mercado Primário e consequentemente as Sociedades Anônimas teriam maior dificuldade para conseguir subscritores para os títulos negociados neste. Atualmente Mercado Secundário Brasileiro opera em duas frentes, ambas ligadas à BM&FBOVESPA, quais sejam: O Mercado de Balcão e as Bolsas de Valores.

O Mercado de Balcão é utilizado, de modo geral, por pequenas companhias que ainda não possuem condições corporativas¹⁶ de negociar seus títulos em Bolsas de Valores, pelo que seu estudo não será objeto de maiores delongas.¹⁷

As bolsas de valores são “entidades privadas de natureza tipicamente corporativas, formadas pela livre vontade de seus associados”,¹⁸ e possuem basicamente duas funções. Uma de cunho econômico, qual seja, conferir liquidez aos títulos nela transacionados, devendo fornecer um sistema adequado à negociação de valores mobiliários. E outra de cunho ético, que se caracteriza pelo dever de preservar os padrões éticos nas negociações, podendo, para tanto, estabelecer normas de comportamento e fiscalizar a atuação de seus membros. Assim, ao regulamentar e fiscalizar a negociação de valores mobiliários exercem atividades ligadas ao interesse público, sendo dotada de poder de polícia administrativa.

Desta feita a própria Bolsa de Valores, apesar de ser uma entidade de direito privado é responsável por fiscalizar o comportamento dos investidores e sociedades corretoras. Sobre o tema NELSON EIZIRIK ensina:

¹⁶ O termo Governança Corporativa está intimamente ligado à proteção dos interesses dos acionistas minoritários, bem como à forma de gestão e fiscalização dos negócios sociais, e pode ser definido da seguinte forma: “pode-se entender que *governança corporativa* corresponde às diversas formas de gestão e supervisão societárias, dando-se prevalência ao segundo elemento, especialmente quando no seio de uma companhia se encontram grupos dotados de interesses particulares díspares, ao mesmo tempo em que buscam exercer em comum determinada atividade econômica.” VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 3. São Paulo: Malheiros editores. 2007. Pág. 184/186

¹⁷ Sobre o Mercado de Balcão ver: PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pag. 278/287; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pag.237/239.

¹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.194.

Ou seja, as bolsas constituem entidades privadas que atuam em colaboração com o Poder Público, e para as quais são delegados poderes para exercício de atividades de natureza regulamentar e disciplinar no âmbito do mercado de valores mobiliários.¹⁹

Até o ano de 1999 existiam no Brasil cerca de 9 Bolsas de Valores: a) Bolsa de Valores de São Paulo; b) Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; c) Bolsa de valores do Extremo Sul; d) Bolsa de Valores Bahia – Sergipe - Alagoas; e) Bolsa de Valores de Minas Gerais - Espírito Santo - Brasília; f) Bolsa de Valores do Paraná; g) Bolsa de Valores de Pernambuco - Paraíba; h) Bolsa de Valores Regional; e e) Bolsa de Valores de Santos. Em 2000 o mercado de capitais brasileiro foi unificado, passando a contar com a participação de sociedades corretoras de todas as regiões do país.

Tal unificação foi uma tentativa de dar maior liquidez ao mercado acionário brasileiro, e nesse novo modelo a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) concentrou toda a negociação com ações. Posteriormente, em 2008, tal entidade fundiu-se Bolsa de Mercadorias e Futuros dando origem à BM&FBOVESPA.²⁰

O crescimento do mercado de capitais está intimamente ligado a uma política de investimento que proporcione aos *players* (participantes do mercado) um amplo acesso às informações relevantes das companhias, bem como com a tutela dos direitos e interesses dos acionistas minoritários. Ocorre que, apesar dos recentes avanços, a legislação brasileira ainda não possui normas tão rigorosas quanto à de alguns mercados mais desenvolvidos.

Visando aproximar o mercado de capitais brasileiro aos níveis de governança corporativa praticados em outros países a Bovespa criou em setembro de 2001 o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados De Governança Corporativa 1 e 2, que

“constituem segmentos especiais de listagem que revelam o comprometimento das companhias que a eles voluntariamente aderem em adotar melhores práticas de governança corporativa, a partir da implementação em suas estruturas societárias de regras mais rígidas do que aquelas previstas na legislação brasileira.”²¹

¹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.195.

²⁰ Sobre tal evolução histórica do mercado secundário brasileiro ver: ²⁰ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pag. 274/303.

²¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.230

Portanto, hoje em dia o mercado de bolsa brasileiro esta subdividido em quatro segmentos, a seguir elencados em ordem crescente de confiabilidade e atratividade aos investidores: a) Tradicional; b) Nível 1; c) Nível 2; d) Novo Mercado. As sociedades anônimas brasileiras negociam valores mobiliários em casa um desses de acordo com o compromisso que assumem com a BM&FBOVESPA em relação à política de divulgação de informações e proteção dos interesses dos minoritários.

Tem-se que as companhias listadas no Nível 1 se comprometem a implantar uma política mais eficiente de divulgação de informação, ao passo que as companhias listadas no Nível 2 devem, além disso, tutelar de forma mais efetiva o direito dos minoritários. Importante destacar que segundo RICHAR A. BREALEY E STEWART C. MYERS existe uma ligação entre o nível de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e a efetiva proteção dos direitos dos minoritários, e que aqueles países que não possuem legislação que atribuam segurança a estes investidores tendem a possuir um menor desenvolvimento.²²

Por outro lado, as companhias listadas no Novo Mercado, devem obedecer as normas dos Níveis 1 e 2, e somente podem emitir ações ordinárias, ao passo que as demais podem emitir qualquer espécie ou classe de ações.

Fato é que tal segmentação teve como principal objetivo estimular o interesse dos investidores e valorizar as sociedades de acordo com o padrão de corporatividade que atingirem, e que a migração das sociedades para os segmentos mais rígidos “tem impacto sobre a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez”²³.

Por fim, ressalta-se que o Regulamento de Listagem do Novo Mercado²⁴, bem como o Regulamento de Listagem do Nível 2²⁵, exigem que as sociedades neles listadas insiram em seu Estatuto Social cláusula compromissória de arbitragem.²⁶

²² Veja trecho da obra dos autores supra: “In many countries, including some advanced economies, minority investors are not well protected by law and securities regulation. Sometimes there are blatant transfers of wealth from outside shareholders to insiders’ pockets. It’s no surprise that financial markets in such countries are relatively small.” BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 7 sub edition. Mcgraw-Hill College. 2003, pág. 981.

²³ CARVALHO, Antônio Gledson de. Efeitos de migração para os níveis de governança da Bovespa. Jan. 2003, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/usp niveis.pdf>, acessado em 22.10.2011.

²⁴ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>, consulta em 23.10.2011

²⁵ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>, acessado em 22.10.2011

²⁶ Sobre o tema ver o subcapítulo II.3

1.4 Relevância da informação no mercado de capitais

Sendo objeto desta análise a uso de informações privilegiadas no mercado de capitais, e o alcance da proibição de referida prática, necessário demonstrar que a ampla divulgação de informações é requisito indispensável para o bom funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

No mercado de capitais a informação possui extrema relevância em virtude do grande número de informações relevantes divulgadas ao público, à velocidade com que circulam, bem como do impacto que podem causar na negociação de valores mobiliários. Isso porque os investidores pautam suas negociações e optam por investir em títulos de uma ou de outra sociedade empresária, justamente pela análise das informações e dados disponíveis ao público.

Fato é que antes de negociar valores mobiliários, os investidores fazem uma análise do mercado para saber quais deles tendem a lhes proporcionar melhores benefícios. Por isso, é necessário que todas as informações que possam alterar a cotação dos valores mobiliários, sejam amplamente divulgadas, e que seja possibilitado a todos os investidores o acesso simultâneo às mesmas informações. Com isso, busca-se evitar que alguns investidores detentores de informações ainda não divulgadas auferam vantagem na negociação de valores mobiliários, exclusivamente porque possuíam mais informações e logo puderam realizar uma análise mais eficiente do comportamento do mercado.

Ou seja, havendo uma ampla divulgação das informações, há uma clara proteção dos investidores, vez que estará sendo evitado o favorecimento de determinados grupos que poderiam ter acesso a alguns fatos relevantes e utilizá-los de maneira indevida.

Importante esclarecer, que se a divulgação de um fato relevante²⁷ colocar em risco interesse legítimo da companhia, esta poderá se abster do dever de prestar informações para

²⁷ Confirma o conceito de fato relevante, elaborado por WALTER DOUGLAS STUBER:

"A definição de ato ou fato relevante estabelecido pela CVM é bastante ampla. A instrução CVM 358/2002 considera relevante 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, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios que possa influir de modo ponderável: A) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou C) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou eles referenciados.

resguardar seus interesses. Nesse caso os *insiders*, aqueles que detêm o conhecimento do fato relevante mantido em sigilo, não poderão realizar transações envolvendo os valores mobiliários, cuja cotação poderá ser alterada em virtude da informação não divulgada. Estes os ensinamentos de NELSON EIZIRIK *et al*:

Como seria muito difícil, senão impossível, tentar listar de maneira taxativa todas as situações que poderiam caracterizar ato ou fato relevante, a aludida Instrução limita-se a relacionar os vários exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes até agora identificados pela CVM." STUBER, Walter Douglas. As Novas Regras Para a Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileira. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002, pág. 255.

Sobre o tema, importante analisar o artigo 2º da Instrução CVM nº 381/2002: " Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

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

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

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

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII - transformação ou dissolução da companhia;

IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;

X - mudança de critérios contábeis;

XI - renegociação de dívidas;

XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia."

A relevância da informação não significa que ela deva ser necessariamente tornada pública; com efeito, a informação pode ser mantida em sigilo, se a sua divulgação colocar em risco interesse legítimo da companhia, consistente, no caso, na conclusão da operação. Porém, ela não pode ser usada pelos *insiders* para comprar ou vender os valores mobiliários de emissão da companhia; também não podem eles passar a informação confidencial a terceiros.²⁸

Certo é que as sociedades podem, em alguns casos, deixar de divulgar informações para resguardar seu legítimo interesse, desde que sua publicidade seja capaz de dificultar ou inviabilizar a concretização de determinada operação. Contudo, caso haja uma alteração substancial, e injustificada, na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia, seus administradores deverão tornar público o fato até então sigiloso. Tal obrigação também existirá se houver uma movimentação atípica na negociação dos títulos desta S.A.. Em ambos os casos a CVM poderá, independentemente de pedido dos administradores decidir pela divulgação da informação. Tal decisão pode, ainda, ser pautada em requerimento expresso dos administradores ou qualquer acionista.

Todavia, enquanto o fato relevante sigiloso não se tornar público as pessoas detentoras daquela informação (*insiders*) encontrar-se-ão impedidas de negociar títulos cuja cotação poderá ser impactada após a respectiva divulgação, salvo se a outra parte envolvida tiver plena ciência do fato.

Sobre a impossibilidade dos *insiders* negociarem valores mobiliários, em caso de existência de informações relevantes ainda não divulgadas, NORMA JONSSON PARENTE entende que:

Com a proibição ao uso de informação privilegiada visa-se proteger os investidores, que ignoram as condições internas da companhia, contra os possíveis abusos daqueles que as conheçam. O que caracteriza o uso da informação privilegiada é o aproveitamento de informações reservadas, sobre a sociedade emissora de valores mobiliários, em detrimento de outra pessoa, que com eles negocia ignorando aquelas informações. Tal prática representa iniquidade, por parte de qualquer pessoa que utilize informações sigilosas, ou reservadas para negociar títulos emitidos pela companhia com outras pessoas que as desconheçam. O objetivo desta proibição é evitar que pessoas, direta ou indiretamente relacionadas com a empresa, possam auferir ganhos patrimoniais extraordinários, através da prevalência do conhecimento de atos ou fatos importantes, e reservados, sobre mutações essenciais na vida da companhia. Essas pessoas estariam

²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 531/532.

intervindo no mercado em condições de superioridade em relação ao público em geral, sem acesso a tais informações.²⁹

O direito dos investidores ao acesso às informações relevantes das companhias integrantes do mercado de capitais visa dar segurança às transações efetuadas no mercado de capitais. Isso porque, conforme já demonstrado, os investidores só irão negociar valores mobiliários, se tiverem a segurança de que somente correrão os riscos atinentes ao investimento neste mercado. Ou seja, somente haverá investimentos significativos em valores mobiliários, se os investidores possuírem garantias de que estarão participando do mercado em igualdade de condições com os demais *players*. Este também o principal fundamento para se coibir o uso de informações não divulgadas por aqueles que as detêm. Por isso pode-se dizer que o mercado de capitais eficiente é aquele cujas cotações de valores mobiliários representem exatamente o reflexo das informações divulgadas pelas companhias. Este o posicionamento de JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA:

Quanto mais rápida for a reação da cotação dos títulos às informações, mais eficiente será o mercado. O ideal, então, é que a cotação das ações reflita, apenas, todas as informações publicamente disponíveis, em um dado momento. É mediante normas que estabeleçam uma ampla política de prestação de informações por parte das companhias abertas (*o disclosure*) que se busca alcançar tal eficiência.³⁰

Nesta mesma linha, pede-se vênia para citar NELSON EIZIRIK:

Com efeito, a teoria econômica indica que o mercado é *eficiente* quando o preço das ações reflete, de forma virtual e instantânea, todas as informações disponíveis sobre as empresas cujos títulos são negociados. Assim o conceito de eficiência está diretamente relacionado à capacidade dos preços (cotações) de refletirem as novas informações sobre as empresas. Quanto mais rápida for a reação da cotação dos títulos às novas informações, mais eficiente será o mercado. O ideal, então, é que a cotação dos valores ações reflita apenas, todas as informações publicamente disponíveis, em um dado momento.³¹

²⁹ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do Insider Trading. Comissão de Valores Mobiliários, 1978. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp> Acesso em: 05 mai 2010.

³⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 272

³¹ EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983, pág. 44.

Demonstrada a importância da divulgação dos fatos relevantes, não só em relação à eficiência do mercado, mas também quanto à sua necessidade para a criação de condições favoráveis para que os investidores possuam segurança ao aplicar seu capital no mercado de valores mobiliários, necessário um estudo dos dispositivos legais que regem a questão no ordenamento jurídico brasileiro, o que será analisado em momento oportuno³².

I.5 Conceito de valores mobiliários

Uma vez realizada uma definição do Mercado de Capitais, importante elucidar o conceito de valores mobiliários³³, que no Brasil, surgiu com a Lei nº 6.385/1976, que apresentava, na sua redação original, em seu artigo 2º a existência dos seguintes valores mobiliários: “I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional (CMN)”³⁴. Ou seja, ao prever de maneira exaustiva todas as formas de valores mobiliários existentes, o ordenamento jurídico brasileiro, consagrava um conceito restrito do termo. Ao longo dos anos, diversos dispositivos normativos foram acrescentando novos títulos ao rol supra, sem, contudo, apresentar um conceito para referida expressão.

Com o advento da Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001³⁵, o ordenamento jurídico brasileiro ampliou o seu conceito, que não mais se

³² A propósito, o tema proposto será analisado no capítulo III.

³³ DELGADO. José Eduardo Carneiro. Valor Mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. Dez. 1998. In WALD, Arnoldo (org.). Direito empresarial: Mercado de Capitais, v8. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011, pag. 193/200.

³⁴ Confira a redação original do art. 2º da Lei nº 6.385/76:

“Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.”

³⁵ Esta a nova redação do art. 2º da Lei nº 6.385/76:

“Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

limitam a um rol previamente estipulado. Englobando, dessa forma, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, desde que ofertados publicamente.

O alargamento deste conceito evita uma constante alteração da legislação que regula o mercado de capitais, pois “*tem o condão de incluir as situações futuras em que serão ofertados novos produtos ao investidor*”³⁶, o que caracteriza, portanto, uma importante alteração legislativa, que há muito se fazia necessária.

Esta a lição de CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO:

Esse dispositivo, que, aparentemente, apenas acrescentava mais um item ao elenco da lei. Na verdade introduziu modificação essencial, pois aproximou o texto legal brasileiro do modelo norte-americano. De se notar também, que com a inclusão dos títulos e contratos de investimento coletivo, a definição de valor mobiliário se ajusta à dinâmica do mercado, onde vicejam os frutos da ampla imaginação criadora dos empresários financeiros. Com a introdução do conceito na definição, evitam-se futuras alterações casuísticas da legislação para incluir no elenco cada espécie de valor mobiliário surgida, pois a definição agora compreende todos os negócios oferecidos ao público, em que o investidor aplica seus recursos na expectativa de obter lucro em empreendimento controlado pelo ofertante ou por terceiro.³⁷

Ao acrescentar referido dispositivo no ordenamento jurídico pátrio, o legislador brasileiro adotou um conceito muito similar ao de outros ordenamentos jurídicos como, por exemplo, o modelo norte-americano, onde a definição das *securities* (valores mobiliários) compreende qualquer investimento, realizado por meio de bens passivos de avaliação econômica, em um empreendimento comum, com finalidade lucrativa e que dependa exclusivamente de esforços de terceiros. O julgamento que estabeleceu tais contornos, e que vem sendo utilizado como *leading*

VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

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 serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”

³⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.54/55.

³⁷ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Valores Mobiliários. In WALD, Arnoldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais nº 36. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2007, pág. 32.

case para conceituação das *securities* foi o famoso caso “*SEC v W.J. Howy & Co*”³⁸ no qual a Suprema Corte estabeleceu que para ser caracterizado como *security* um investimento deveria ser dotado das seguintes características:

- a) *investment ou Money* (investimento em dinheiro): na realidade deve prevalecer o fator investimento, e não a forma de realização deste. Logo estão abarcados pelo conceito todo investimento realizado por meio da disponibilização de dinheiro ou qualquer outro bem dotado de economicidade;
- b) *Common enterprise* (empreendimento comum): quer dizer aquelas que realizarem o investimento irão partilhar o mesmo conjunto de ativos, bem como a necessidade de que o valor mobiliário seja ofertado a diversas pessoas;
- c) *Expectation profits* (expectativa de lucros): quem adquire um valor mobiliário deve ter como principal finalidade a obtenção de um retorno financeiro sobre o investimento realizado;
- d) *Solely from the efforts of others* (unicamente dos esforços dos outros): tal requisito não deve ser interpretado de maneira literal, restando caracterizado sempre que o resultado do investimento for alcançado em virtude da importância da participação do promotor do negócio, e não dos próprios investidores, ainda que estes tenham dado alguma contribuição.

I.6 A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários "é uma autarquia federal, encarregada de normatizar as operações com valores mobiliários, autorizar sua emissão e negociação, bem como fiscalizar as sociedades anônimas abertas e os agentes que operam no mercado de capitais".³⁹

Importante esclarecer que a Comissão de Valores Mobiliários, não é uma simples autarquia federal, mas de acordo com o art. 5º da lei nº 6.385/76, alterado pela lei nº 10.411/2002⁴⁰, possuiu natureza jurídica de autarquia federal, em regime especial, diretamente

³⁸ Sobre o tema ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.29/50.

³⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial Volume 2. São Paulo: Editora Saraiva. 2006, pág. 72.

⁴⁰ Confirma a redação atual do art. 5º da Lei nº 6.785/76:

“Art. 5º - É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa

vinculada ao Ministério da Fazenda. Porém, é dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios, possuindo autoridade administrativa independente, desprovida de subordinação hierárquica, e cujos dirigentes são detentores de mandato fixo e estabilidade. Detém, igualmente, autonomia financeira e orçamentária. Ao estabelecer que a CVM é autarquia em regime especial, referida Lei elevou a instituição ao patamar de agência reguladora⁴¹.

Dentre as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, a mais criticada pela Doutrina é o poder normativo, também conhecido como função ou poder disciplinar. Isso porque alguns doutrinadores entendem que pelo fato de ser agência reguladora ligada ao Poder Executivo, a edição de normas pela CVM caracterizaria uma violação ao Princípio da Separação de Poderes, visto que uma autarquia em regime especial, ligada ao Poder Executivo estaria realizando função típica do Poder Legislativo.

Inicialmente, justificava-se o poder disciplinar da CVM, como uma delegação de poder legislativo, limitando-se a função normativa da Comissão de Valores Mobiliários às matérias cuja disciplina as leis lhe atribuísem expressamente. Contudo, em face da dinamicidade do mercado de valores mobiliários e à necessidade de criação de normas com uma celeridade superior à oriunda do processo legislativo ordinário, o mercado conduziu a uma releitura da função normativa da autarquia supra. Essa passou, após a entrada em vigor da Lei nº 10.411/2002, a ser considerada uma Agência Reguladora, dissociada dos poderes Estatais, e com não só capacidade, mas atribuição de editar normas que regulem o mercado de capitais. Neste aspecto, importante citar NELSON EIZIRIK *et al*:

Contudo, o tratamento e disciplina do mercado de capitais no contexto da teoria da regulação implica uma adaptação de teorias antigas e novas realidades. Com efeito, fala-se hoje em atuações *quasi*-legislativas e *quasi*-judicantes das agências reguladoras e não apenas na delegação de parcelas de funções estatais. O moderno direito administrativo, com efeito, desloca o tratamento das autarquias especiais como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais,

independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)”

⁴¹ Sobre as Agências Reguladoras, Celso Antônio Bandeira de Mello ensina que:

“Nos últimos anos, como fruto da mal-tramada ‘Reforma Administrativa’, surgiram algumas autarquias qualificadas como ‘autarquias sob regime especial’. São elas as denominadas ‘Agências Reguladoras’. Não havendo lei alguma que defina genericamente o que se deva entender por tal regime, cumpre investigar, em cada caso, o que se pretende com isto. A idéia subjacente continua a ser a de que desfrutariam de uma maior liberdade do que as demais autarquias. Ou seja: esta especialidade só pode ser detectada verificando-se o que há de peculiar no regime das ‘agências reguladoras’ em confronto com a generalidade das autarquias.” MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Editora Malheiros. 2003, pág. 156.

daí resultando a afirmativa de que atuam como se fossem poderes legiferantes ou como se fossem órgãos judicantes.⁴²

Outro aspecto que legitima o poder normativo da agência reguladora em epígrafe é que uma análise conjunta dos arts. 174 da CF/88⁴³ e do art. 8º da Lei nº 6.385/76⁴⁴, confere à CVM o poder/dever de regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, devendo para tanto, observar a política econômica definida pelo Conselho Monetário Nacional. É o que se extrai das lições de ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS, JULIA SOTTO MAYOR WELLISCH e JOSÉ EDUARDO GUIMARÃES DE BARROS:

Preliminarmente, convém recordar que o fundamento constitucional do poder regulamentar da CVM encontra-se hoje positivado no art. 174 da CF/88, sendo certo que a base legal e geral para deste poder está no inciso I do art. 8º da Lei 6.385/76 que prevê a competência da CVM para regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, as matérias expressamente previstas na Lei 6.385/76 e na lei societária (Lei 6.404, de 15.12.1976).

O exercício do poder regulatório da CVM no âmbito do mercado de valores mobiliários objetiva, primordialmente, a manutenção da eficiência e confiabilidade, condições essas consideradas fundamentais para assegurar o regular desenvolvimento desse mercado⁴⁵.

Assim, pode-se dizer que o poder normativo da CVM decorre de uma análise conjunta do art. 174, da CR/88, e do art. 8º da Lei do Mercado de Capitais, somando-se a tal fato a própria realidade do mercado de valores mobiliários, que exige uma regulamentação extremamente técnica e que seja capaz de atender às constantes mudanças do cenário econômico, o que seria

⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.250.

⁴³ Confira a redação do artigo citado: “Art. 174 - Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

⁴⁴ Confira a redação do artigo citado: “Art. 8º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.”

⁴⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; ELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas Sobre o Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na Atualidade. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2006, pag. 81

impossível se tal função competisse exclusivamente ao poder legislativo ordinário. Desta o poder regulamentar da agência reguladora em comento tem como principal finalidade proporcionar um mercado com maior confiabilidade e eficiência, contribuindo assim para um maior desenvolvimento do mercado de capitais.

Por outro lado é incontestado que a CVM além do poder-dever disciplinar, possui o dever de fiscalização (art. 8º, III e V, da Lei nº 6.385/76), e que para tanto, “poderá operar intercâmbio de informações para fins de fiscalização do mercado de valores mobiliários, com a Secretaria de Previdência Complementar, Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados.”⁴⁶

Outro ponto importante é que, se durante a fiscalização for encontrada alguma irregularidade, a CVM possui mecanismos que a autorizam a aplicar penalidades aos infratores. Desde que após a existência de um regular procedimento administrativo, que respeite o contraditório, a ampla defesa e demais princípios norteadores do processo.

O art. 11 da Lei nº 6.385/76 estabelece que a CVM, em casos de desrespeito das normas, cujo cumprimento seja fiscalizado por ela, poderá aplicar 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.

⁴⁶ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial 2º volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. São Paulo: Editora Atlas. 2006, pág. 22.

Importante esclarecer que por força dos parágrafos 2º e 3º⁴⁷ do artigo supra as penalidades previstas nos incisos III a VIII do referido dispositivo legal, somente serão aplicadas, em se tratando de infrações graves, assim definidas pela própria CVM, bem como quando se tratar de reincidência, hipóteses, em que alternativamente, poderão ser aplicadas as penalidades constantes nos incisos acima ou a penalidade de multa, cujo limite será elevado em até três vezes.

Acerca da necessidade de se conferir às partes a possibilidade de apresentação de ampla defesa, este decorre, logicamente, do art. 5º, LV da CF/88 que estabelece que “aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes”.

Por fim, destaca-se um trecho da obra de RUBENS REQUIÃO que afirma:

“A Comissão de Valores Mobiliários está armada de autoridade e poderes necessários para manter o mercado de capitais em alto nível de credibilidade e eficiência, para o autofinanciamento das companhias abertas, e estas, elevado grau de respeitabilidade e lisura nas suas operações e na conduta de seus administradores.”⁴⁸

⁴⁷ Confira a redação do artigo citado: “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:

(...)

§ 2º Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

§ 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)”

⁴⁸ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial 2ºvolume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. São Paulo: Editora Atlas. 2006, pág. 24.

CAPÍTULO II - O *INSIDER TRADING*

II.1 Conceito de *Insiders*

A expressão *insiders* é relativa àquelas pessoas que, por algum motivo, detenham informações relevantes e privilegiadas de determinada companhia, integrante do mercado de valores mobiliários. Importante destacar que informações relevantes são aquelas que podem influenciar sobremaneira as cotações dos valores mobiliários de determinada empresa, de tal sorte que, uma vez levadas ao público, influenciariam diretamente na decisão dos investidores em efetuar transações envolvendo valores mobiliários da companhia.

O termo informações privilegiadas, como remonta a própria terminologia da palavra, refere-se às informações que não são de conhecimento dos investidores, ficando adstrita a um seletivo grupo de pessoas. Sobre o conceito de *insiders* e informações relevantes, pede-se vênua para citar NORMA JONSSSEN PARENTE, que em artigo publicado pela CVM ensina que:

Em termos puramente doutrinários, ignorando-se portanto a legislação vigente em cada país, “insider”, em relação a determinada companhia, é toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a “informações relevantes” relativas aos negócios e situação da companhia.

Informações relevantes, doutrinariamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores.⁴⁹

Esclarece-se que, apesar do posicionamento da autora supra, de que o *insider* é o detentor de informação relevante sobre fatos ou atos de determinada companhia, que possam influir no valor de seus valores mobiliários, tal entendimento não pode ser considerado como conceito completo e adequado do termo em análise. Isso porque há que se considerar a hipótese de que um determinado investidor detenha uma informação relevante sobre uma empresa, e diante de tal informação resolva adquirir valores mobiliários da companhia, contudo, referida informação também é de conhecimento dos demais investidores. Neste caso não se poderia considerar como *insider* o *player* acima, isso porque não basta o conhecimento de informação relevante, sendo necessário também que a informação seja de conhecimento restrito a um seletivo grupo de pessoas,

⁴⁹ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do Insider Trading. Comissão de Valores Mobiliários, 1978. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp> Acesso em: 05 mai 2008.

de tal sorte que os demais investidores do mercado de capitais não tenham acesso a ela, e que se tivessem, adotariam uma postura diferente nas negociações dos valores mobiliários.

Ressalta-se que os *insiders* praticam *insider trading* quando compram ou vendem títulos, cujos valores ainda não refletem o impacto de determinadas informações (relevantes e privilegiadas), que são de conhecimento exclusivo do *insider*. Ou seja, o *insider* é aquele que possui acesso a informações que influenciam na cotação de determinados valores mobiliários, e que ainda não foram divulgadas ao público.

Insta ressaltar que parte da doutrina classifica os *insiders* em dois grupos distintos, um denominado de *insider* primário, que refere-se às pessoas que no exercício de sua função possuem acesso aos fatos relevantes, ainda não divulgados, de determinada sociedade anônima. A função desempenhada pelo *insider* primário, não necessariamente estará relacionada à administração da sociedade empresária, mas, necessariamente, em virtude de suas obrigações, possibilitará o acesso às informações privilegiadas. Neste íterim, tem-se que um funcionário público, ou um consultor autônomo, bem como qualquer pessoa, que exercendo atividade profissional, tenha acesso a algum fato relevante ainda não divulgado ao público investidor, será considerado um *insider* primário.

Já os secundários, são aqueles que não possuem acesso à informação em virtude de sua profissão, mas sim, devido às informações que lhes foram repassadas pelos *insiders* primários. Importante esclarecer que os *insiders* secundários, podem, inclusive, desconhecer o caráter privilegiado da informação obtida junto ao primário. Esses os ensinamentos de NELSON EIZIRK *et al*:

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

Já os “*insiders* secundários” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders* primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.⁵⁰

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 533.

Neste momento, importante esclarecer que o especulador é figura totalmente distinta do *insider*, isso porque, ao contrário deste, o especulador utiliza as informações amplamente divulgadas aos investidores, para utilizando seus conhecimentos acerca do comportamento do mercado, realizar investimentos de risco, através dos quais poderá obter lucros elevados. Conclui-se que o especulador “atua principalmente com base nas análises técnicas de mercado (gráfico de barras, ponto-figura) ou na intuição. Portanto, o especulador é protagonista ativo do mercado, porém ele não forja o mercado, criando condições artificiais.”⁵¹

Infere-se, pois, que o especulador se vale exclusivamente de sua capacidade de análise do mercado para realizar investimentos de risco e buscar a obtenção de uma boa margem de lucros, não utilizando informações ainda não divulgadas ao público, pelo que não pode ser confundido com o *insider*. Nesta Linha, JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, dissertando sobre a figura do especulador, preleciona que:

O especulador, como se vê não manipula preços, nem mercados, ações que devem ser coibidas e punidas. Ele, ao invés, usa todas as informações públicas e sua capacidade de análise, para com audácia, realizar investimentos de alto risco que, por outro lado, oferecem um retorno, quando positivo, acima da média.⁵²

Logo, claras as diferenças existentes entre o especulador e o *insider*. Uma vez que este, enquanto detentor de informação relevante, ainda não divulgada, antecipa os efeitos que a futura divulgação produzirá no mercado, e visando auferir lucro, negocia valores mobiliários cujo valor será alterado quando da divulgação. Atua, neste sentido, com a certeza, ou ao menos com a previsibilidade, de que terá benefícios. O especulador, por sua vez, atua através da análise de dados e informações já disponíveis a todos os investidores, realizando investimentos em que assume o risco inerente à natureza do investimento.

II.2 Conceito de *insider trading*

⁵¹ ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores Mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas. 2008. In WALD, Arnoldo. Direito empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011, pág.208.

⁵² PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 138.

Como bem preleciona FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH⁵³, para que se entenda o conceito da expressão *insider trading* é preciso acompanhar o desenvolvimento das sociedades empresárias que compõem o mercado de capitais. Importante enfatizar que “o desenvolvimento da empresa moderna como principal instrumento do capitalismo foi sem dúvida o resultado da sua enorme versatilidade como modelo jurídico apropriado de organização.” Mais adiante o mesmo autor subdivide a história das sociedades integrantes do mercado de valores mobiliários em dois grande períodos, sendo que no primeiro “o empresário e a empresa confundiam-se, assim como confundiam-se as noções de administração e capital.” Ou seja, num primeiro momento o fundador ou os acionistas controladores eram os responsáveis direto pela administração das companhias abertas.

O segundo período caracterizou-se pelo surgimento dos administradores profissionais sendo que “nesta fase, as funções usualmente atribuídas aos empresários, vão sendo gradativamente transferidas a esta nova ‘classe’, cuja única função era administrar a empresa, muito embora, na maioria das vezes, nunca tivessem participado da sua criação ou ainda investido capital de risco.” Tal fato, ainda segundo o autor supra, se deveu à alteração do mercado que exigiu um maior conhecimento técnico especializado na administração das companhias, a fim de que alcançassem lucros mais significativos, por isso os poderes de decisão foram ao longo dos anos se transferindo dos acionistas para os administradores das companhias.

A alteração na forma de administração das empresas acarretou o crescimento das mesmas, o que atraiu mais investidores para este mercado. Referidos investidores, como já explanado, não participam diretamente da administração da companhia, possuindo como única preocupação a obtenção de lucro, que pode ser obtida através de dividendos ou da negociação dos valores mobiliários adquiridos. E com esta nova estrutura das sociedades empresárias surgiu a preocupação de que os administradores das companhias utilizassem de maneira desleal fatos relevantes, ainda não divulgados ao público, o que fez transparecer a necessidade de se criarem institutos jurídicos que protegessem os investidores. Oportunamente, pede-se vênia para transcrever um trecho da obra de FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH:

⁵³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “*Insider Trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979, pág. 31/32.

Ficara evidente que a proximidade e conhecimento dos administradores, dos fatores e métodos de produção, possibilitavam a extração de informações privilegiadas, o que assim os colocava em uma situação de superioridade, em comparação com as demais pessoas que não possuíam o mesmo fácil acesso. Permitir a utilização desleal destas informações privilegiadas causaria sérios danos à eficiência do mercado e resultaria no enriquecimento ilícito de alguns às expensas dos outros. (1979, pág. 32)

Ante o exposto, infere-se que neste momento surgiram os primeiros *insiders*, que conforme já explanado, são aqueles que sabem de fato relevante de uma companhia integrante do mercado de capitais, e cuja divulgação necessariamente afetará a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia a que se refere à informação privilegiada. Fato é que a divulgação de referidos fatos relevantes, alteraria a conduta dos demais participantes do mercado de capitais, que na posse desta informação adotariam postura diferente nas transações envolvendo valores mobiliários emitidos pela companhia, a qual se refere o fato relevante. Por óbvio que com o surgimento da preocupação com o uso indevido destas informações levou ao surgimento de mecanismos jurídicos que visavam impedir referida conduta, é o que se extrai do seguinte trecho da obra de MÜSSNICH:

Mesmo conhecendo os perigos que a utilização desleal de informações privilegiadas poderia trazer para os negócios mobiliários, os sistemas legais, sensíveis a este problema, se viram diante de um impasse, pois os administradores eram os únicos e capazes de dirigir as empresas. Era necessário assegurar-lhes uma certa liberdade para uma administração eficiente da empresa e para a elaboração de suas políticas de investimento. A curto prazo, o único meio de se atingir este objetivo, foi o de criar um instrumental jurídico tal, capaz de impedir que eles – os administradores – pudessem tirar proveito dessa situação privilegiada, tratando com rigor ainda maior as suas operações com os negócios da empresa. A longo prazo, pelos tribunais (principalmente nos Estados Unidos da América), com base em conceitos éticos, que originaram o dever de diligência e o dever de lealdade.⁵⁴

Realizada uma breve análise do contexto histórico que deu origem ao surgimento dos *insiders*, bem como do próprio *insider trading*, necessário analisar o conceito desta expressão. Tem-se que o *insider* pratica *insider trading* quando efetua transação envolvendo valores mobiliários da companhia da qual sabe de fato relevante ainda não divulgado aos demais investidores do mercado de capitais, e valendo-se da informação, prevê o comportamento do mercado quando de sua divulgação, e negocia valores da sociedade empresária visando auferir

⁵⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “*Insider Trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro n° 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979, pág. 33.

vantagem indevida. Referida vantagem pode ser tanto o lucro oriundo da negociação de títulos no mercado de capitais (aquisição de valores que irão valorizar após a divulgação do fato relevante), como também pode decorrer de negociações que visem evitar um prejuízo iminente. Essa segunda hipótese fica caracterizada quando o *insider*, valendo-se de informação privilegiada, prevê que determinado título irá sofrer uma grande desvalorização vende à outrem os títulos de sua propriedade, antes que a informação seja divulgada a haja a desvalorização do valor mobiliário. Oportunamente, pede-se vênha para citar NELSON EIZIRIK:

O *insider trading* é, simplificadaamente, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional estão “por dentro” de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim, o “*insider*” compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.⁵⁵

Neste momento, importante destacar o posicionamento de JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, que conceitua o *insider trading* da seguinte forma:

Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está “por dentro”) consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.⁵⁶

Nesta linha são os ensinamentos de NEWTON DE LUCCA:

Esta expressão (*insider trading*), originária do direito norte-americano, é hoje internacionalmente conhecida e consagrada para designar as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste no aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores ignaros dessas mesmas informações. Se estes últimos tivessem ciência, em tempo oportuno, daquelas

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983, pág. 43.

⁵⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 41..

informações privilegiadas, ou não teriam realizado aquelas operações, ou as teriam celebrado em condições diversas.⁵⁷

Insta frisar que a prática de *insider trading* além de violar diversos dispositivos do ordenamento jurídico brasileiro, como se demonstrará adiante⁵⁸, fere frontalmente princípios basilares do sistema jurídico brasileiro, como o princípio da isonomia, da equidade, do não-enriquecimento sem causa e da boa-fé objetiva.

II.3 Insider trading e procedimento arbitral

Conforme já analisado no subcapítulo 1.3, o regulamento do novo mercado e do nível 2 da BM&FBOVESPA exigem que as companhias neles listadas insiram em seu estatuto social cláusulas compromissórias de arbitragem, incentivando, assim, a utilização do procedimento arbitral como método de solução de controvérsias aplicável aos litígios ocorridos no mercado de capitais. Assim, importante averiguar dois pontos básicos relativos ao tema em apreço. É possível que a indenização decorrente do uso indevido de informação privilegiada seja julgada por juízo arbitral? E estaria vinculada à câmara de arbitragem do mercado a responsabilização civil do *insider trading*?

Para responder à tais questionamentos indispensável que sejam analisados alguns pontos relativos ao próprio procedimento arbitral, o que passa-se a fazer.

No ordenamento jurídico brasileiro, compete à lei nº 9.307/1996 a regulamentação da utilização da arbitragem como um método de resolução de controvérsias. Referido dispositivo normativo estabelece que qualquer pessoa que possua capacidade para contratar pode optar por valer-se da arbitragem para solucionar litígios que tenham como objeto direito patrimonial disponível⁵⁹.

Duas são as formas das partes envolvidas optarem por fazer uso da arbitragem em detrimento da análise do conflito de interesses pelo poder judiciário⁶⁰. A primeira delas diz

⁵⁷ LUCCA, Newton De. Prefácio. in PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 20.

⁵⁸ A propósito, verificar capítulo III.

⁵⁹ Confira a redação do art. 1º da Lei 9.307/96: “Art. 1º As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis.”

⁶⁰ Confira a redação do art. 3º da Lei 9.307/96: “Art. 3º As partes interessadas podem submeter a solução de seus litígios ao juízo arbitral mediante convenção de arbitragem, assim entendida a cláusula compromissória e o compromisso arbitral.”

respeito ao compromisso arbitral que é a convenção através da qual as partes submetem um conflito de interesses já existente à arbitragem de uma ou mais pessoas⁶¹.

Por outro lado, podem as partes contratantes no momento da celebração do negócio jurídico adotar a cláusula compromissória, que nada mais é do que uma modalidade de convenção arbitral na qual se comprometam a submeter ao juízo arbitral possíveis controvérsias que venham a surgir em decorrência daquele negócio jurídico. Para possuir validade jurídica, é necessário que esta cláusula seja estipulada por escrito e esteja inclusa no próprio instrumento ou em documento apartado, desde que se refira expressamente ao contrato ao qual se aplicará.

Em se tratando de contratos de adesão, para que seja dotada de eficácia, faz-se necessário que o aderente institua a arbitragem – se autor – ou concorde de maneira expressa e indubitável com tal convenção. Neste caso, será imprescindível que tal cláusula esteja escrito em negrito e tenha visto ou assinatura do aderente especialmente para esta. Ainda nos contratos de adesão, existe a possibilidade da cláusula compromissória seja escrita em documento anexo devidamente assinado pelas partes⁶².

A celebração de cláusulas compromissórias ou compromissos arbitrais válidos gera, para as partes contratantes, um efeito positivo e outro negativo. “o efeito positivo da convenção de arbitragem tem o escopo de garantir que ela seja eficaz e utilizada pelas partes para a solução de conflitos sem a possibilidade de arrependimento posterior unilateral ou discussões acerca da pertinência da sua utilização.”⁶³ Por outro lado, o efeito negativo da convenção arbitral retira do poder judiciário o poder jurisdicional para conhecer dos litígios abarcados pela convenção. O poder jurisdicional é transferido para o árbitro, por previsão legal e, principalmente, pela manifestação expressa de vontade das partes envolvidas.

Dentre as vantagens para que seja realizada a opção pelo juízo arbitral como forma de solução de litígios decorrentes de uma determinada relação jurídica, em detrimento da apreciação

⁶¹ Confira a redação do art. 9º da Lei 9.307/96: “Art. 9º O compromisso arbitral é a convenção através da qual as partes submetem um litígio à arbitragem de uma ou mais pessoas, podendo ser judicial ou extrajudicial.”

⁶² Confira a redação do art. 4º da Lei 9.307/96: “4º A cláusula compromissória é a convenção através da qual as partes em um contrato comprometem-se a submeter à arbitragem os litígios que possam vir a surgir, relativamente a tal contrato.

§ 1º A cláusula compromissória deve ser estipulada por escrito, podendo estar inserta no próprio contrato ou em documento apartado que a ele se refira.

§ 2º Nos contratos de adesão, a cláusula compromissória só terá eficácia se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente, com a sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula.”

⁶³ GUERRERO, Fernando Luis. Convenção de Arbitragem e Processo. São Paulo: Atlas. 2009, pág. 124.

da matéria pelo poder judiciário destacam-se: a) a maior celeridade no julgamento dos litígios, tendo em vista a demora excessiva no julgamento das demandas judiciais; b) a possibilidade de escolha de árbitros que sejam efetivamente especializados no assunto que envolve a relação jurídica. Fato é que não raras as vezes demandas judiciais são julgadas por juízes, que não são especialistas no assunto discutido na lide, o que pode até comprometer o conteúdo da decisão aplicada ao caso concreto. Problema este que pode ser facilmente eliminado nos casos de opção pelo juízo arbitral, tendo em vista a possibilidade de escolha de árbitros com notório saber na matéria que constitui o objeto da pretensão.

Dependendo da natureza do conflito, pode ser mais vantajoso para as partes nomearem como integrantes do Tribunal Arbitral profissionais de uma outra área que não a do direito, como por exemplo, num caso em que esteja sendo discutida a qualidade de um alto-forno, podem as partes optar por incluir no tribunal arbitral um engenheiro mecânico, que terá conhecimentos específicos muito superiores ao de qualquer juiz togado. Todavia, importante ressaltar que o recomendável é que pelo menos um membro do tribunal arbitral possua formação jurídica, a fim de que este assegure que o procedimento irá transcorrer sem nenhuma nulidade.

A lei nº 9.307/1996 regulamenta de forma geral a possibilidade de solução de controvérsias por meio de juízo arbitral, sem especificar sua aplicabilidade ou não, nos mais diversos ramos do direito. O artigo 1º de referido diploma legal apenas estabelece que “as pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis”.

Diante de tal situação, parte da doutrina discute, nos casos em que não há manifestação expressa da vontade de todos os envolvidos, a validade da inserção de cláusulas compromissórias nos estatutos sociais das companhias, bem como seu alcance subjetivo.

II.3.1 Arbitragem nas Sociedades Anônimas

II.3.1.1 Características Básicas das Sociedades Anônimas

Inicialmente, importante destacar que para o Direito Brasileiro existem dois tipos de sociedades empresárias cujo capital é dividido em ações, quais sejam: as Sociedades em Comanditas por Ações e as Sociedades Anônimas, também conhecidas como Companhias. As primeiras são regidas pelos artigos 1090 e seguintes do Código Civil Brasileiro e pela Lei

6.404/76, e não serão objetos de análise na presente obra. Por sua vez as companhias as Sociedades Anônimas são reguladas pelos artigos 1088 e 1089 do Código Civil, e principalmente pela Lei nº 6.404/76.⁶⁴

Realizada esta distinção, necessário estabelecer as características básicas das Sociedades Anônimas, que nos dizeres de WALDO FAZZIO JÚNIOR podem ser conceituadas da seguinte forma:

Sociedade anônima ou companhia é a pessoa jurídica de direito privado, empresária por força de lei, regida por um estatuto e identificada por uma denominação, criada com o objetivo de auferir lucro mediante o exercício da empresa, cujo capital é dividido em frações transmissíveis, compostas por sócios de responsabilidade limitada ao pagamento das ações subscritas.⁶⁵

Ao demonstrar as características específicas das companhias, VERA HELENA DE MELLO FRANCO e RACHEL SZTAJN⁶⁶ vão além e inserem no rol das categorias básicas deste tipo de sociedade a forma empresarial, o capital dividido em ações, a responsabilidade do acionista limitada ao montante de ações subscritas, submissão ao princípio da publicidade, o uso de denominação, existência de estrutura complexa existindo órgãos com atribuições específicas.

Referidas autoras ainda demonstram que as S.A. são sociedades estatutárias, sendo a impessoalidade sua característica básica, e que por possuir estrutura corporativa não pode se reduzir ao conjunto de acionistas, possuindo interesses próprios, que por vezes pode inclusive se opor ao interesse de seus acionistas. Por fim, concluem que a base de constituição das sociedades anônimas “não é o contrato destinado a reger interesses individuais; mas o estatuto, instrumento hábil a regular interesses gerais e abstratos, quais sejam aqueles da sociedade, considerada em si mesma, tendo em vista o seu perfil institucional e corporativo.”⁶⁷

Após a sucinta análise acerca das características básicas das Sociedades Anônimas, faz-se necessário o exame da natureza jurídica de seu estatuto social para que posteriormente seja analisada a aplicação da arbitragem em virtude de previsão estatutária.

II.3.1.2 Natureza jurídica do estatuto social de S.A

⁶⁴ Sobre o tema confira: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial 3. São Paulo: 2008, pág. 69.

⁶⁵ FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de Direito Comercial. São Paulo: Atlas. 2009, pág. 175.

⁶⁶ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Direito Empresarial II. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009. pág. 84/89.

⁶⁷ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Direito Empresarial II. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009. pág. 88/89.

Ao analisar a natureza jurídica dos atos constitutivos das sociedades anônimas, FRAN MARTINS ensina que várias foram as teorias criadas para este fim, sendo que as que mais se destacaram foram a do ato complexo, a teoria da instituição e a teoria do contrato plurilateral.⁶⁸

Contudo, importante ressaltar que a corrente mais adotada no Brasil é aquela desenvolvida por TULLIO ASCARELLI,⁶⁹ segundo a qual o Estatuto Social tem natureza jurídica de pacto plurilateral. Esta teoria faz uma distinção entre os contratos tradicionais, bilaterais, e os de sociedade, criando dentro da categoria dos contratos uma subespécie denominada de plurilaterais.

De um modo geral, apesar da possibilidade de existência de mais de dois contratantes, dois são os pólos da relação contratual, sendo possível a acumulação de várias pessoas num mesmo pólo. Por exemplo, é possível que um único vendedor celebre um contrato no qual se comprometa a vender determinados produtos a três compradores que compõem o negócio jurídico.

Neste caso, a relação é composta por um vendedor de um lado, que possui seu próprio interesse, qual seja vender o produto, e de outro lado, por um grupo de três compradores que possuem um único interesse, qual seja adquirir os produtos da forma pactuada. Portanto, apesar de existirem quatro partes envolvidas, patente a existência de dois interesses distintos e antagônicos, um oriundo do vendedor e outro decorrente do grupo de compradores.

Por sua vez, nos contratos plurilaterais há a possibilidade de existência de mais de duas partes, possuindo cada uma seu próprio interesse, sendo possível que todas as partes possuam interesses antagônicos.

Insiste-se que nesta subespécie pode haver pluralidade de partes com interesses distintos, todas detentoras de direitos e obrigações, sendo que “cada parte, pois, tem obrigações não para com ‘uma’ outra, mas para com ‘todas’ as outras; adquire direitos, não para com ‘uma’ outra, mas para com ‘todas’ as outras.”⁷⁰

Importante ressaltar que no contrato plurilateral os interesses contrastantes das várias pessoas envolvidas devem possuir uma finalidade comum. Ora se todas as partes adquirem

⁶⁸ MARTINS, Fran. Curso de Direito Comercial. Rio de Janeiro: Forense. 2009, pág. 334.

⁶⁹ ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva. 1989, pág. 372/451.

⁷⁰ ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva. 1989, pág. 389.

direitos e obrigações para com todas as outras, nada mais natural que coordená-los em busca de um fim comum, que é o interesse social da sociedade empresária.

Analisando especificamente a natureza jurídica do estatuto social das S.A. BARBARA MAKANT ensina:

Inicialmente, avaliamos não ser possível a comparação entre dois tipos de contratos, de naturezas totalmente distintas, como são o estatuto social e os contratos bilaterais, que pressupõem direitos e deveres contrapostos. O estatuto social tem alicerces completamente diferentes dos contratos bilaterais, pois são contratos plurilaterais, nos quais as partes contratantes não têm contraprestações, mas sim direitos e deveres que convergem a um único fim, qual seja, o interesse social da companhia.⁷¹

Verificada a natureza jurídica do Estatuto Social das companhias, necessário analisar a aplicação da arbitragem nas sociedades anônimas⁷².

II.3.1.3 Aplicabilidade da arbitragem na Lei de S.A

A Lei nº 10.303/01 acrescentou ao art. 109⁷³ da Lei de S.A. o seu §3º que prevê expressamente a possibilidade de utilização da arbitragem como forma de solução de conflitos envolvendo as companhias e seus acionistas, ou litígios entre os próprios acionistas.

Ao analisar referido dispositivo legal JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA afirma que por ser um instrumento que permite uma solução de conflitos de maneira mais célere do que as demandas que tramitam perante o poder judiciário, e em virtude de sua alta aplicação em

⁷¹ MAKANT, Barbara. A arbitrabilidade Subjetiva nas Sociedades Anônimas. In Wald, Arnoldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 7. São Paulo: Revista dos Tribunais.2005, pág. 88.

⁷² Sobre a natureza jurídica do estatuto social das sociedades anônimas ver: ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva. 1989, pág. 372/451; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coordenação). Sociedade Anônima. São Paulo: Quartier Latin. 2007. pág. 266/268; LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A Cláusula Compromissória Estatutária. In Wald, Arnoldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 22. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009, pág. 11/32.

⁷³ Confira a redação do art. 109 da Lei de S.A.: “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

contratos internacionais, sua aplicação ao direito societário pode representar um estímulo ao investimento de empresas estrangeiras em companhias brasileiras.⁷⁴

Importante destacar que mesmo antes de ser acrescido o §3º ao art. 109 da lei de S.A., já existiam no ordenamento jurídico brasileiro elementos suficientes para permitir a adoção da arbitragem como forma de solução de conflitos societários. Isso porque a Lei 9307/96, que regula os aspectos gerais da arbitragem, não faz qualquer restrição à sua aplicação em questões societárias, limitando-se a delimitar seu âmbito de aplicação aos direitos patrimoniais disponíveis. Assim, para utilizar a arbitragem como forma de solução de conflitos societários, bastaria analisar quais são os direitos envolvidos no litígio, e caso sejam disponíveis, a existência de consentimento das partes.

Mesmo assim, deve ser considerada benéfica a remissão expressa ao instituto da arbitragem em textos normativos específicos, pois acaba por reforçar a possibilidade de sua utilização e disseminar o conhecimento sobre tal instituto. Todavia, insiste-se não ser necessária a previsão da aplicabilidade do juízo arbitral nas diversas leis especiais que regulam os vários ramos do direito, tendo em vista que a Lei 9.307/96 (norma geral) já autoriza sua aplicação.⁷⁵

Outro ponto que merece destaque é a redação do §3º do art. 109 da L.S.A. que estabelece que “o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

Uma primeira crítica que se faz à redação utilizada pelo legislador é a utilização da palavra “divergência”, vez que referido termo não é dotado da técnica desejável aos textos normativos, pelo que deveria o legislador ter optado pela expressão “litígios”⁷⁶. Outra crítica relevante é que “o âmbito subjetivo da aplicação da norma está incompleto. Podem surgir conflitos não apenas entre controladores e minoritários, mas de um modo geral, entre acionistas da companhia.”⁷⁷

⁷⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 98.

⁷⁵ Sobre o tema confira: VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. *Arbitragem no Direito Societário*. Belo Horizonte: Mandamentos. 2004. Pág. 162/163.

⁷⁶ Sobre o tema confira: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. *A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas*. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coordenação). *Sociedade Anônima*. São Paulo: Quartier Latin. 2007, pág. 260/261.

⁷⁷ Sobre o tema confira: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. *A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas*. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coordenação). *Sociedade Anônima*. São Paulo: Quartier Latin. 2007, pág. 261.

Todavia, apesar da atecnia do legislador, tem-se que uma interpretação sistemática do dispositivo legal induz à interpretação de que todos os conflitos societários envolvendo a sociedade e acionistas, somente acionistas ou entre órgãos da própria sociedade, devem ser solucionados pela via arbitral, caso haja previsão estatutária para tanto. Este os ensinamentos de ARNOLDO WALD:

Na realidade, embora o artigo da lei societária se refira tão somente aos conflitos entre os acionistas e a companhia ou entre controladores e minoritários, deve o mesmo ser interpretado extensivamente, podendo abranger todos os conflitos societários.⁷⁸

Feitas essas considerações iniciais sobre a previsão legal de possibilidade de existência de cláusula compromissória estatutária, necessário o exame do alcance subjetivo de tal previsão, tendo em vista a existência de divergências doutrinários quanto a este ponto.

II.3.2 Alcance Subjetivo da Cláusula Compromissória Estatutária

Se por um lado é patente a possibilidade de inclusão nos Estatutos Sociais das Sociedades Anônimas de cláusulas que façam opção por adotar a arbitragem como método de solução dos litígios societários, devendo haver uma interpretação extensiva do art. 109, §3º da Lei de S.A, por outro existe grande controvérsia quanto ao alcance subjetivo de tais previsões estatutárias. Não se discute que em se tratando de cláusulas compromissórias originárias, ou seja, que já estavam presentes no momento da constituição da sociedade, todos os acionistas fundadores estarão vinculados a ela, é o que se extrai dos ensinamentos de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa:

Se a sociedade nasce como fruto de um contrato plurilateral, associativo e aberto, conforme entende boa parte da doutrina, segundo tem sido aqui estudado, não há dúvidas quanto à sujeição dos acionistas originários, a partir dos fundadores, ao dispositivo estatutário que haja adotado a arbitragem como a solução das pendências previstas no §3ª do art. 109 da LSA.⁷⁹

Todavia, quando se trata de cláusulas compromissórias que foram inseridas no Estatuto Social em decorrência de alterações estatutárias, a doutrina diverge quanto ao alcance subjetivo

⁷⁸ WALD, Arnaldo. A crise e a Arbitragem no Direito Societário e Bancário. In WALD, Arnaldo. Revista de mediação e arbitragem nº 20. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009, pág. 18.

⁷⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial 3. São Paulo: 2008, pág. 337.

da convenção arbitral. Parte da doutrina entende que somente estariam vinculados ao juízo arbitral aqueles acionistas que votaram a favor da alteração, não se vinculando ao compromisso os ausentes e aqueles que votaram contra sua inclusão. Da mesma forma, para esta corrente, tanto nos casos de cláusulas compromissórias originárias quanto nos casos em que ela foi inserida através de alteração estatutária, os novos acionistas - que adquiram ações posteriormente à sua inclusão no estatuto – somente estarão sujeitos ao estipulado nessas cláusulas se a aderirem de maneira expressa.

Por outro lado, existe o entendimento de que todos os acionistas se vinculam indistintamente à convenção arbitral, independentemente de terem votado contra ou a favor, ou até mesmo de terem adquirido ações sem manifestar concordância expressa com esta cláusula.⁸⁰

II.3.2.1 Teoria restritiva

Conforme já explanado a autonomia da vontade é questão preponderante para que tanto as cláusulas compromissórias quanto os compromissos arbitrais sejam válidos. Assim, havendo qualquer vício na declaração da vontade, a parte não estará vinculada ao juízo arbitral, tendo em vista que a jurisdição estatal somente pode ser afastada por um ato inequívoco de vontade das partes.

Por isso, MODESTO CARVALHOSA defende que somente se vinculam à previsão estatutária aqueles acionistas que expressamente aderirem a esta cláusula. Desta feita, tratando-se cláusula inserida no pacto social através de alteração estatutária, somente aqueles acionistas que tiverem votado a favor da alteração, e aqueles que posteriormente venham a aderir-la de forma inequívoca é que estariam sujeitos aos seus efeitos.

Ao tratar da aquisição de ações após a inserção de convenção arbitral no estatuto da companhia, este mesmo autor sustenta que os novos acionistas somente se vinculariam a esta cláusula se a aderirem de forma expressa. Para justificar tal posicionamento, referido doutrinador compara a compra e venda de ações à celebração de um contrato de adesão, tendo em vista que o adquirente não pode negociar a alteração das cláusulas estatutárias no momento da aquisição da ação, alteração esta, que somente pode ocorrer através da realização de Assembléia Geral. Entende, portanto, que referida cláusula somente produzirá efeitos em relação aos novos

⁸⁰ Sobre o tema ver LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A Cláusula Compromissória Estatutária. *In* Wald, Arnaldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 22. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009, pág. 11/32.

acionistas se fossem respeitadas as disposições do art. 4º, §2º, da Lei de Arbitragem que regula a matéria concernente à arbitragem em contratos de adesão.

Em se tratando de contratos de adesão, conforme já demonstrado, para que tal cláusula seja dotada de eficácia, faz-se necessário que o aderente institua a arbitragem – se autor – ou concorde de maneira expressa e indubitável com tal compromisso, sendo imprescindível que tal cláusula esteja escrito em negrito e tenha visto ou assinatura do aderente especialmente para ela. Ainda nos contratos de adesão, existe a possibilidade da cláusula compromissória seja escrita em documento anexo devidamente assinado pelas partes⁸¹.

Os adeptos desta teoria sustentam que este tipo de cláusula “não é norma organizativa da sociedade, não vinculando, portanto, a todos os seus acionistas. A sociedade aí não aparece como centro de imputação de interesses, mas como parte de num pacto arbitral”⁸², pelo que a cláusula compromissória estatutária teria natureza jurídica de pacto parassocial, assim como o acordo de acionistas e a previsão do art. 36 da Lei de S.A., não vinculando, portanto, a todos os acionistas, mas somente aqueles que optarem por aderir à tal convenção arbitral.

O último argumento trazido pelos adeptos desta teoria restritiva é de que a inserção de cláusula compromissória no estatuto de uma companhia, não poderia vincular aos acionistas que não votaram a favor de tal alteração estatutária, nem aqueles que adquiriram ação posteriormente a tal fato, salvo se anuísem posteriormente com esta cláusula, sob pena de violação ao direito essencial dos acionistas previsto no art. 109, §2º da Lei das S.A.^{83 84} Ou seja, para os adeptos dessa corrente, a existência de convenção arbitral em estatuto de S.A. inviabilizaria que os acionistas fizessem uso dos meios, processos ou ações que a lei lhes faculta para a defesa de seus

⁸¹ Confira a redação do art. 4º da Lei 9.307/96: “4º A cláusula compromissória é a convenção através da qual as partes em um contrato comprometem-se a submeter à arbitragem os litígios que possam vir a surgir, relativamente a tal contrato.

§ 1º A cláusula compromissória deve ser estipulada por escrito, podendo estar inserta no próprio contrato ou em documento apartado que a ele se refira.

§ 2º Nos contratos de adesão, a cláusula compromissória só terá eficácia se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente, com a sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula.”

⁸² CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003, pág. 314.

⁸³ Art. 109 - Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

⁸⁴ Adotam à teoria restritiva as seguintes obras: CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003.; CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson; A Nova Lei das S/A. São Paulo: Editora saraiva. 2002; GUERRERO, Fernando Luis. Convenção de Arbitragem e Processo. São Paulo: Atlas. 2009, pág. 60/70.; CARVALHOSA, Modesto. Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral (§3º do art. 109). In LOBO, Jorge. A Reforma da Lei de S.A. Rio de janeiro: Forense. 2002, pág. 321/343.

direitos, pelo que só poderia ser aplicada àqueles que consentirem com tal previsão estatutária, sob pena de violar direito essencial destes.

II.3.2.2 Teoria extensiva

Apesar do posicionamento dos Autores supra, que defendem a aplicabilidade da cláusula compromissória apenas aos acionistas que a aderirem de forma expressa, a parte majoritária da doutrina é contrária a esta tese. Segundo ARNOLDO WALD:

Trata-se, aliás, de mera explicitação, pois mesmo antes da reforma legislativa de 2001, nada impedia que as partes incluíssem, nos seus estatutos, a cláusula compromissória. A vantagem do novo texto legal consistiu em explicitar, *ex vi legis*, a sua aplicação a todos os acionistas, quer tenham concordado ou não com o estatuto, quer tenham adquirido as suas ações antes ou depois da aprovação do texto, que submeteu os conflitos societários à arbitragem, ou até que se tenham manifestado contrariamente à mencionada disposição estatutária.⁸⁵

Para que se determine qual das correntes melhor soluciona o problema proposto, necessário analisar de forma detida todos os argumentos criados pela corrente extensiva para afastar os elencados pela teoria restritiva.

Necessidade de consentimento expesso

As deliberações das assembleias gerais são soberanas e obrigam a todos os acionistas, independentemente do terem votado a favor ou contra suas deliberações⁸⁶. Por isso, uma vez incluída de maneira legítima, cláusula compromissória no estatuto social, todos os acionistas presentes, ainda que tenham votado desfavoravelmente à inclusão de referida cláusula, e futuros se vincularão à referida previsão, que demonstra a vontade da sociedade, e não daqueles acionistas que participaram do processo de inclusão de convenção arbitral no estatuto social.

Importante ressaltar que não existe nenhuma norma especial que exija que a sociedade anônima somente possa incluir em seu estatuto social cláusula compromissória mediante um quórum especial em assembleia geral, pelo que referida inclusão pode ocorrer pela vontade da

⁸⁵ WALD, Arnaldo. A crise e a Arbitragem no Direito Societário e Bancário. In WALD, Arnaldo. Revista de mediação e arbitragem n° 20. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009, pág. 16.

⁸⁶ Sobre o tema ver : FINKELSTEIN, Cláudio. Arbitragem no Direito Societário. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva. 2007. Pág 313/316.

maioria, como as demais alterações estatutárias⁸⁷. Da mesma forma a previsão estatutária se adéqua às exigências impostas pela lei de arbitragem e pela lei das sociedades anônimas, que em momento algum exigem para este tipo de convenção uma adesão expressa, mas apenas que seja feita na forma escrita.

Acrescenta-se que não é concebível, sob a ótica da lei nº 6406/76⁸⁸ que titulares de ações de uma mesma classe possuam direitos distintos, pelo que não há que falar em possibilidade de vinculação ao compromisso arbitral apenas àqueles que aderissem expressamente à cláusula compromissória estatutária.

Ao discorrer sobre o tema, Marco Aurélio Gumiere Valério sustenta que atribuir ao novo acionista o poder de escolher os direitos e obrigações aos quais está sujeito inviabilizaria a condução das relações internas da companhia, e que o investidor não é obrigado a integrar a companhia. Entretanto, a partir do momento em que adquire as ações, deve haver uma presunção de que avaliou e aceitou todas as disposições estatutárias. Por fim, conclui que “assim, quando um novo acionista integra a sociedade anônima, recebe direitos e obrigações atribuíveis não só a ele, como também a todos os outros sócios. As variações, quando existem, dizem respeito à espécie ou classe das ações adquiridas...⁸⁹”. Desta feita, dúvidas não restam que não se sustenta a alegação de necessidade de consentimento expresso de cada acionista para que todos se vinculem à esta cláusula.

Estatuto Social é contrato de adesão?

Conforme já explanado, a teoria restritiva sustenta que aqueles que adquirirem ações de companhias que possuem em seu estatuto cláusula compromissória, à ela não se vincula se não estiverem presentes os requisitos exigidos pelo §2 do art. 4º da lei de arbitragem. Referido dispositivo legal estabelece que “nos contratos de adesão, a cláusula compromissória só terá eficácia se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente,

⁸⁷ Sobre o tema ver: MAKANT, Barbara. A arbitrabilidade Subjetiva nas Sociedades Anônimas. In Wald, Arnaldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 7. São Paulo: Revista dos Tribunais.2005, pag. 83/103; FINKELSTEIN, Cláudio.Arbitragem no Direito Societário. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins.Sociedades anônimas. São Paulo: saraiva. 2007. Pág 313.

⁸⁸ Confira a redação do art. 109 da Lei de S.A.: “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

⁸⁹ VALÉRIO, Marco Aurélio Gumiere. Arbitragem nas Sociedades Anônimas. In BULGARELLI, Waldirio (Coordenação). Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 139. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2005, pag. 166.

com a sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula.” Assim, para esta teoria seria necessário que o adquirente mostrasse concordância expressa com a cláusula compromissória.

Todavia, referida exigência somente se aplica aos contratos de adesão. De acordo com PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES TOLEDO⁹⁰ e JOSÉ VIRGÍLIO LOPES ENEI⁹¹ para que um contrato seja classificado como contrato de adesão, pressupõe-se a existência de um contrato bilateral, em que existam duas partes com interesses antagônicos.

Ressalta-se, que conforme já demonstrado o Estatuto Social das Sociedades Anônimas possuem natureza jurídica de contrato plurilateral. Importante destacar as lições de TULLIO ASCARELLI:

À pluralidade corresponde a circunstância de que os interesses contrastantes das várias partes devem ser unificados por meio de uma finalidade comum; os contratos plurilaterais aparecem como contratos com comunhão de fim. Cada uma das partes obriga-se, de fato, para com todas as outras, e para com todas as outras adquire direitos; é natural, portanto, coordená-los, todos, em torno de um fim, de um escopo comum.⁹²

Sobre a distinção e existente entre contratos de adesão e contratos plurilaterais ORLANDO GOMES preleciona:

Do contrato de adesão distingui-se o contrato aberto, figura interessante do contrato plurilateral que admite o ingresso, numa relação contratual, de outros sujeitos que não as partes iniciais, como sucede no contrato de associação.⁹³

Portanto, como os estatutos sociais possuem natureza distinta dos contratos de adesão não há que falar em exigência dos requisitos impostos pelo dispositivo legal em comento, para que a cláusula compromissória vincule aos novos acionistas. Insiste-se que a determinação do §2º do art. 4º da Lei de Arbitragem tem por escopo regular relações contratuais comerciais (nos quais não se inserem os contratos de sociedade e estatutos sociais), e no mais das vezes, de consumo, o

⁹⁰ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coordenação). Sociedade Anônima. São Paulo: Quartier Latin. 2007.

⁹¹ ENEI, José Virgílio Lopes. Arbitragem nas Sociedades Anônimas. In Revista Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2003, pág.152..

⁹² ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva. 1989, pág. 394.

⁹³ GOMES, Orlando. CONTRATOS. Rio de Janeiro: Forense. 2009. Pág. 142.

que não pode nem deve ser tomado como paralelo na discussão atinente à aplicabilidade das cláusulas compromissórias em análise.⁹⁴

Cláusula compromissória estatutária e pactos parassociais

Outro argumento utilizado pela teoria restritiva é a alegação de que assim como o acordo de acionistas e a cláusula preferencial para circulação da ações, a cláusula compromissória seria uma espécie de pacto parassocial que não vincula à todos os acionistas, pelo que sua aplicabilidade estaria restrita aos acionistas que aderissem à tal pacto (convenção arbitral).

Neste momento oportuno demonstrar o conceito de pactos parassociais elaborado por CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO:

Os pactos parassociais são contratos coligados ao de sociedade, em que sócios, colocando-se fora do ato constitutivo e do âmbito do estatuto, regulam entre si seu comportamento na sociedade. Os pactos parassociais não se confundem com o estatuto social nem dele fazem parte: colocam-se à margem. Existem justamente para não fazerem parte do estatuto social. Não criam normas objetivas de aplicabilidade geral: conferem direitos subjetivos e impõem obrigações às partes.⁹⁵

O pacto parassocial, portanto, possui natureza jurídica de contratos celebrados entre determinados acionistas, que livremente pactuam uma forma de comportamento na sociedade, sem que a companhia possua qualquer poder de interferência no mesmo, não se confundindo, assim, com o estatuto social. Desta feita, não há fundamento jurídico que viabilize a equiparação da cláusula compromissória a estes pactos, tendo em vista que ela está prevista no próprio estatuto social, e não em contrato em separado, e que sua inclusão ou retirada no estatuto ocorrerá sempre através de alteração estatutária realizada pela assembléia geral. Ou seja, a inclusão ou exclusão de referida cláusula depende da participação direta e indispensável de um dos principais órgãos da Sociedade anônima. Se no pacto parassocial o contrato celebrado representa a vontade dos acionistas que o estipularam, a convenção arbitral estatutária representa a vontade da sociedade, e não dos acionistas que votaram a favor de sua inclusão no estatuto, pelo que não há semelhanças de tal previsão com os acordos de acionista.

⁹⁴ Sobre o tema ver : FINKELSTEIN, Cláudio. Arbitragem no Direito Societário. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva. 2007. Pág 313/316.

⁹⁵ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A Cláusula Compromissória Estatutária. In Wald, Arnaldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 22. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009, pág. 22.

Some-se a isto o fato de que para participar dos segmentos mais desenvolvidos e atrativos ao público investidor as companhias devem inserir em seus estatutos cláusulas compromissórias, pelo que não há que falar em vontade de alguns acionistas em estipular tal previsão, mas sim, em um anseio da sociedade em se vincular a segmentos do mercado acionário brasileiro que gozam de maior credibilidade e atratividade junto ao público investidor, proporcionando assim maior liquidez de seus valores mobiliários. Daí, conclui-se que tal inclusão, pode estar vinculada à estratégia de financiamentos de novos projetos pela companhia.

Cláusula compromissória estatutária e a previsão do art. 109, §2º da Lei de S.A.

Ao justificar a necessidade de ratificação expressa da cláusula compromissória estatutária pelos novos acionistas, os adeptos da teoria restritiva sustentam que, a vinculação dos novos acionistas ao juízo arbitral, sem que houvesse consentimento expresso para tanto, caracterizaria uma violação ao art. 109, §2º da Lei de S.A., que estabelece “109 - Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...)§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.”

Ocorre que nos casos em que existe a previsão estatutária de que os conflitos societários deverão ser solucionados por meio de juízo arbitral, não há limitação ao direito dos acionistas de valer-se das ações cabíveis para a solução dos litígios societários por ventura existentes, o que ocorre é tão somente a alteração da competência para processar e julgar a demanda. Fato é que a cláusula compromissória apenas desloca a competência para conhecer da lide da jurisdição estatal para um juízo arbitral, que em regra possui condições de decidir a controvérsia de maneira mais célere que a jurisdição estatal, sem contar a possibilidade de eleição de árbitros especializados na matéria em análise, o que minimiza o risco de que seja proferida uma decisão com *error in iudicando*, tendo em vista a especialidade do árbitro.

Portanto, se a convenção arbitral não restringe às partes envolvidas a possibilidade de obtenção de uma sentença de mérito neutra, que seja proferida após procedimento no qual sejam resguardados todos os princípios constitucionais do processo, apenas transferindo a competência para julgar a demanda da jurisdição estatal para um juízo arbitral, não há que falar em lesão ao direito dos acionistas em valer-se dos meios, processos ou ações que a lei lhe conferir para

assegurar seus direitos. Nesta linha também são os ensinamentos de MARCELO DIAS GONÇALVES VILELA⁹⁶:

Ressalta-se que o fato de se eleger o juízo arbitral como competente para decidir acerca dos conflitos societários não traduz qualquer perda do direito pelos associados que figuram como minoria vencida, uma vez que, como já dito, deverá ser assegurado a todos, e à própria sociedade (quando parte no conflito), o direito ao processo arbitral informado, obrigatoriamente, sob pena de ser decretada sua nulidade pelo próprio Poder Judiciário, pelos princípios da imparcialidade dos árbitros, do tratamento isonômico das partes, do contraditório e da ampla defesa.

Como todos os argumentos trazidos pela teoria restritiva foram devidamente refutados, infere-se que uma vez inserida no estatuto social de uma companhia, a cláusula compromissória irá vincular seus acionistas, independentemente de terem manifestado a favor ou contra tal inclusão, bem como aqueles que futuramente adquirirem ações desta, ainda que não se manifestem expressamente quanto à concordância com a convenção arbitral, sem que isso importe em qualquer vício de manifestação da vontade.

II.3.3 Cláusula compromissória estatutária e o direito de recesso

Parte da doutrina entende que apesar da cláusula compromissória estatutária vincular a todos os acionistas, independentemente de terem votado a favor ou contra a inclusão de referida disposição no estatuto social, ou mesmo de terem adquirido seus valores mobiliários em momento posterior a tal fato, poderiam aqueles que estiverem presente na assembléia geral e votaram de maneira contrária à opção pelo juízo arbitral como forma de solução das controvérsias societárias, optar por retirar-se da sociedade. Para esta parte da doutrina, tal fato (inclusão da cláusula compromissória estatutária), apesar de não estar inserida no direito rol de situações que constituem ao acionista minoritário o direito de recesso, deve ser considerada uma hipótese excepcional, não prevista em lei que permitiria ao acionista dissidente retirar-se da

⁹⁶ VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. Arbitragem no Direito Societário. Belo Horizonte: Mandamentos. 2004. Pág. 202.

sociedade por não concordar com a opção pelo juízo arbitral. Sobre o tema, CLÁUDIO FINKELSTEIN⁹⁷ afirma:

A retirada do sócio inconformado, a despeito de não se inserir no rol das causas possíveis do art. 137 da Lei das S.A., justificar-se-ia por haver alteração essencial na mecânica operacional e supressão de direito adquirido, direito este elencado entre aqueles do art. 5º da Constituição Federal, ao qual a parte não deseja renunciar, mas cuja alteração e validade resta autorizada por lei e pela maioria do capital social.

Todavia, este entendimento não se coaduna com a ordem jurídica vigente, pois o direito de retirada dos acionistas dissidentes em Sociedades Anônimas deve ser interpretado de maneira restritiva, somente sendo permitido seu exercício nas hipóteses expressamente previstas em lei, sendo o rol inserto no art. 137 da Lei nº 6.404/76 taxativo, inexistindo outra situação distinta daquelas ali expostas que autorize a retirada do acionista dissidente, salvo aquelas estipuladas em legislação especial. Apesar do fundamento do direito de retirada ser a proteção aos direitos da minoria, tem-se que seu exercício somente é possível quando a assembléia geral deliberar sobre matérias que permitam o recesso do acionista que discordar da alteração estatutária votada. “Essas matérias são previstas na lei, que o faz de forma exaustiva. Em consequência, não se admite exista direito de recesso em hipóteses análogas às previstas na lei, não se permite ao estatuto aditar outras hipóteses”⁹⁸. Sobre o tema NELSON EIZIRIK⁹⁹ ensina:

Os casos em que se considera sacrificado o interesse dos minoritários em benefício do interesse social são expressa e taxativamente enumerados em lei. Assim, o que dá ensejo ao direito de recesso é a aprovação de matéria que, por implicar um rompimento do *pacto social*, tal como reconhecido em lei, permite ao dissidente a retirada com o reembolso de sua participação societária.

A Lei das S.A. enumera expressa e taxativamente os casos ensejadores do direito de recesso; trata-se de um sistema de tipicidade fechada, não se admitindo a interpretação analógica, muito menos a criação de novas hipóteses de recesso não previstas em lei.

⁹⁷ FINKELSTEIN, Cláudio. Arbitragem no Direito Societário. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva. 2007. Pág 316; Sobre o tema ver também: VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. Arbitragem no Direito Societário. Belo Horizonte: Mandamentos. 2004. Pág. 206.

⁹⁸ FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de Direito Comercial. São Paulo: Atlas. 2009. Pág. 243.

⁹⁹ EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. Pág. 248. Sobre o tema ver também: PROENÇA, José Marcelo Martins. Direitos e Deveres dos Acionistas. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coordenação). Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva. 2007. pág.45/49; PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. São Paulo: Lumen Juris. 2000, pág. 17; PIMENTA, Eduardo Goulart. Exclusão e Retirada de Sócios. Belo Horizonte: Mandamentos. 2004. Pág. 57/67.

Osmar Brina Correa-Lima ensina que o exercício do direito de retirada, com o conseqüente reembolso dos acionistas remissos descapitaliza a sociedade empresária, podendo, inclusive, colocar em risco a estabilidade e o princípio da preservação da empresa, pelo que “o critério inspirador da exegese do instituto do direito de retirada deve ser restritivo¹⁰⁰”. Diante da impossibilidade de se atribuir o direito de retirada aos acionistas que votarem de forma contrária à inserção da cláusula compromissória no Estatuto Social, a estes somente restaram duas escolhas: a) permanecer na sociedade e se vincular à convenção arbitral; b) alienar as ações que possui e se desvincular da sociedade empresária sem que haja participação da mesma.

II.3.4 Arbitragem e Direito Societário – uma visão de Direito e Economia

II.3.4.1 Noções gerais sobre Direito e Economia

Várias são as diferenças existentes entre o direito e a economia, o que gerou ao longo do tempo uma certa “rivalidade” entre economistas e juristas, acarretando uma separação cada vez maior entre estas duas ciências. E em meio a esta turbulência, e a partir das obras de Ronald Coase e Guido Calabresi, veio à tona uma disciplina que surge como um ponto de confluência entre o Direito e a Economia. Disciplina esta que é conhecida, no Brasil, como análise econômica do direito, ou simplesmente como direito e economia.

SEGUNDO BRUNO MEYERHOF SALAMA¹⁰¹, “o Direito e Economia é tido por muitos como o movimento de maior impacto na literatura jurídica da segunda metade do século passado”, podendo-se conceituar a disciplina como “um corpo teórico fundado na aplicação da Economia às normas e instituições juridico-políticas”. Por sua vez, ARMANDO CASTELAR PINHEIRO E JAIRO SADDI demonstram ser necessária a aproximação do Direito e da Economia:

Quer pela justificativa da estabilidade econômica, hoje reconhecida como imprescindível a um sistema legal eficiente, quer por meio da estabilidade das normas e do respeito aos contratos, igualmente reconhecidos como fundamentais ao desenvolvimento econômico, é preciso pôr mãos à obra e aproximar as duas áreas. Por óbvio, ainda restam muitas arestas a ser aparadas, e as dificuldades de comunicação a que se refere Stigler mostram

¹⁰⁰ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade Anônima. Belo Horizonte: Del Rey. 2005, pág. 242.

¹⁰¹ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é “Direito e Economia”? In TIMM, Lucinano Benetti (coord.). Direito & Economia. Porto Alegre: Livraria do Advogado. 2008, pág. 50/51.

a extrema dificuldade com que confluem os significados e os institutos jurídicos, assim como os conceitos da teoria econômica.”¹⁰²

Importante destacar que não se pretende que o advogado se torne um profissional de economia, no entanto, é inquestionável que o conhecimento acerca de da lógica econômica que dirige a atividade empresarial facilita a atuação dos juristas que atuam na área empresarial. Analisada a importância da aproximação entre direito e economia, importante esclarecer que o presente trabalho não tem o intuito de esgotar o assunto, mas apenas abordará de forma os tópicos de direito e economia que se relacionam diretamente com o tema proposto.

II.3.4.2 Teoria dos custos da transação e convenção arbitral

Antes de analisar especificamente o que são os custos da transação, necessário esclarecer que “transação, no jargão dos economistas, é qualquer operação econômica ajustadas entre agentes econômicos”¹⁰³, pelo que não se confunde com o conceito jurídico da expressão transação, que é utilizado no direito para representar as recíprocas concessões que as partes fazem para prevenir ou encerrar conflitos de interesses.

Custos de transação são aqueles incorridos em uma negociação, e decorrentes da adoção das medidas necessárias para realizar uma determinada operação (transação), ainda que não haja um efetivo gasto financeiro. Ao celebrar um negócio, as partes analisam todas as incertezas e riscos que o envolvem, computando-os na relação custo benefício. Quanto maiores os esforços necessários para garantir o bom resultado da operação, maiores os custos da desta, e consequentemente, menores os seus benefícios.

Assim, caso os custos superem, ou quase eliminem, os benefícios que uma das partes, pretende alcançar, tem-se que a transação tende a não se concretizar por não possuir uma boa relação custo-benefício. Portanto, como afirma EDUARDO GOULART PIMENTA, os custos de transação “representam aquilo que dispenderem ou deixarem de ganhar as partes de um contrato

¹⁰² PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Campus. 2005, pág. 8.

¹⁰³ SZTAJN, Rachel; VERÇOZA, Haroldo Malheiros Duclerc. A incompletudo do contrato de sociedade. *in*. In BULGARELLI, Waldirio (Coordenação). Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 131. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2003, pág. 7. Sobre a teoria dos custos de transação ver: ARAÚJO, Fernando. Teoria Econômica do Contrato. Coimbra: Almedina. 2007, pág. 207/215.

com o objetivo de constituí-lo ou executá-lo. São custos que os contratantes enfrentam para elaborar, manter e fazer cumprir o contrato.”¹⁰⁴

Os AUTORES ARMANDO CASTELAR PINHEIRO E JAIRO SADDI,¹⁰⁵ demonstram que os custos de transação compreendem os custos de todas as etapas necessárias para a concretização da transação, quais sejam: a) a busca pela informação sobre todos os pontos que podem influenciar na operação; b) a negociação entre as partes; c) a realização e a formalização dos contratos; d) o monitoramento do cumprimento das obrigações contratuais; e) a correta aplicação do contrato, bem como a adoção das medidas judiciais cabíveis, caso alguma das partes não tenha cumprido todas as obrigações pactuadas.

Importante destacar que apesar da tentativa de cercar de garantias uma determinada transação, prevendo de forma antecipada, todas as situações que podem influir nas condições da operação, e apresentando uma solução para o problema, caso ocorra, necessário reconhecer que tal esforço invariavelmente apresenta lacunas, o que acarreta aquilo que denominamos incompletude dos contratos.

Os contratos incompletos surgem por diversos fatores, dentre os quais destaca-se a racionalidade limitada dos partícipes do contrato. Ou seja, apesar da busca pela normatização completa de todas as situações que podem ocorrer durante e após a celebração do contrato, as partes não conseguirão prever todas as circunstâncias capazes de influenciar os termos da transação, em virtude da limitação da razão humana. Um segundo fator que, em regra, impossibilita a elaboração de um contrato completo, que não possua qualquer tipo de lacuna, sendo capaz de prever e apontar soluções para todos os problemas que surjam durante seu cumprimento, é que para que tal contrato seja redigido acarretaria uma necessária prolongação das etapas a serem cumpridas para a concretização da transação, o que elevaria sobremaneira os custos da transação. FERNANDO ARAÚJO¹⁰⁶ ainda acrescenta que por vezes, a própria impossibilidade de acesso preciso às informações, ou o acesso assimétrico à elas impede a realização de um contrato completo.

¹⁰⁴ PIMENTA, Eduardo Goulart. A disciplina legal das sociedades empresárias sob uma perspectiva de direito e economia. *in* TIMM, Lucinano Benetti (coord.). Direito & Economia. Porto Alegre: Livraria do Advogado. 2008, pág. 252.

¹⁰⁵ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Campus. 2005, pág. 62.

¹⁰⁶ ARAÚJO, Fernando. Teoria Econômica do Contrato. Coimbra: Almedina. 2007, pág. 207.

Custos da transação elevados podem inviabilizar certos mercados, que para funcionarem dependam do apoio de instituições que possam minimizar os custos de transação, seja no que tange à procura de parceiros, ao acesso à informação, de negociação e elaboração do contrato, ou monitoramento do cumprimento das obrigações. Referidas instituições podem ser de natureza privada, mas em alguns mercados é necessário que o Estado se responsabilize por diminuir tais custos.

O papel de tais órgãos na economia é tão relevante que um país que possua instituições minimamente adequadas é capaz de ter um crescimento mais célere do que outros países que não gozam de tal estrutura. Existem “evidências empíricas de que países com boas instituições são duas vezes mais eficientes e crescem três vezes mais rápido do que aqueles com instituições ruins”.¹⁰⁷ ARMANDO CASTELAR PINHEIRO E JAIRO SADDI, ainda demonstram que o papel dos sistemas legal e judicial é extremamente importante para a economia, podendo influenciar de maneira positiva no desenvolvimento de um determinado mercado, bem como de toda a economia, se forem capazes de reduzir os custos de transação, “facilitando transações entre desconhecidos, balizando o que pode ser negociado e identificando as responsabilidades de cada um, permitindo a elaboração de contratos mais simples e fornecendo mecanismos que garantam seu cumprimento.”¹⁰⁸

Realizada esta breve análise sobre os custos da transação e sua relevância para a concretização dos negócios jurídicos, importante ressaltar que a opção de se incluir nos Estatutos das Companhias, e Contratos Sociais das sociedades limitadas, cláusulas compromissórias, é um fator que tem o condão de diminuir os custos da transação, principalmente quando uma das partes é investidor estrangeiro, tendo em vista que as partes de antemão possuem a segurança de que possíveis conflitos decorrentes daquela relação jurídica serão solucionados por meio de decisão arbitral, que tende a ser mais célere do que a decisão proferida pela justiça estatal, bem como, em regra, é proferida por profissional especializado no objeto da lide, o que pode propiciar elaboração de laudos arbitrais extremamente técnicos e precisos.

Destaca-se que o Mercado de capitais além de ser mecanismo fundamental para o desenvolvimento da economia, é um importante veículo de captação de investimentos

¹⁰⁷ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Campus. 2005, pág 11.

¹⁰⁸ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Campus. 2005, pág 64.

internacionais, e que o ingresso de capital estrangeiro numa economia pode trazer vários benefícios, dentre os quais destacam-se a melhora na imagem internacional do país; o fato de que com a entrada de divisas o governo pode financiar seu déficit por prazos maiores, e com taxa de juros reduzida; e o de que o aumento no fluxo de divisas propicia, às sociedades empresárias, uma maior facilidade para ampliação da produção e investimentos em imobilizado.

Todavia, o investidor internacional, peça importantíssima para o desenvolvimento econômico de um país, é extremamente sensível à conjuntura internacional e somente deixa de investir em seu próprio mercado em busca de uma maior segurança (riscos menores) e maiores lucros.¹⁰⁹ Assim, como a inclusão de cláusulas compromissórias no estatuto das companhias e contratos sociais das limitadas não viola qualquer dispositivo constitucional, bem como podem servir como importante fator de redução dos custos de transação, e incentivo ao ingresso de investidor estrangeiro no mercado brasileiro, tem-se que não há razão para negar a validade de tais cláusulas, bem como a vinculação de todos os acionistas à ela.

II.3.4 Arbitragem no Novo Mercado e no Nível 2

Analisada a incidência de cláusula compromissória arbitral nos estatutos das sociedades anônimas, importante verificarmos especificamente o regulamento do Novo Mercado e do Nível 2 da BM&FBOVESPA, ambos os regimentos possuem idêntica cláusula em relação à opção pelo juízo arbitral, e que possui a seguinte redação:

Arbitragem. A BM&FBOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os demais acionistas da Companhia, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada com ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de participação no Novo Mercado, do Regulamento de Sanções, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem.

A informação sobre a existência e a vinculação da Companhia à Cláusula compromissória de arbitragem deve constar da página da Companhia na rede mundial de computadores.

¹⁰⁹ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pág. 46/47.

Uma simples leitura do dispositivo acima elencado demonstra que o regulamento da BM&FBOVESPA exige não só a inclusão de uma cláusula compromissória no estatuto da companhia, como também que tal cláusula não pode ter como alcance subjetivo apenas a sociedade e seus acionistas, mas também os administradores e fiscais da sociedade, e deve abarcar além dos litígios societários, aqueles que decorram da regulamentação própria da BM&FBOVESPA e da própria Câmara de Arbitragem do Mercado.

Assim, estariam excluídas do âmbito de aplicação da cláusula compromissória os litígios decorrentes de indenizações oriundas de ilícitos praticados na negociação de valores mobiliários, pelo que a princípio eventual ação de indenização ajuizada com o escopo de reparar danos sofridos em virtude da prática do Insider Trading, não seriam solucionadas pela via arbitral. Até porque a cláusula compromissória inserida nos estatutos da sociedade anônima não abarcam todas as lides que tenham nos pólos os acionistas, mas apenas e tão somente aquelas que decorrem do exercício de seus direitos e deveres para com a sociedade. Ou seja, os litígios que não sejam de cunho societário como, por exemplo, a compra e venda de valores mobiliários¹¹⁰, não encontram-se inseridos na convenção em apreço.

Contudo, ressalta-se que o direito à tal indenização fatalmente encontra-se no seio dos direitos patrimoniais disponíveis, pelo que podem as partes optar por celebrar compromisso arbitral e afastar a jurisdição estatal.

Por fim, quanto à responsabilidade administrativa e criminal do *insider*, tem-se que o bem jurídico tutelado não é disponível, pelo que não há possibilidade de tais questões serem decididas pelo juízo privado.

II.4 O *insider trading* nos Estados Unidos da América

Os Estados Unidos, assim como a maioria dos países desenvolvidos, executa rigorosamente a legislação de combate ao *insider trading*, ao passo que os países emergentes tendem a ser mais coniventes com tal prática.¹¹¹ E foram o primeiro país a criar uma regulamentação sobre o *insider trading*, e o fizeram no início da década de 1930, ao passo que a

¹¹⁰ Alguns autores optam por chamar a compra e venda de valores mobiliários de cessão onerosa, mas independentemente da nomenclatura adota o regime jurídico não se altera.

¹¹¹¹¹¹ BHATTCHARYA, Utpal. HAZEM, Daouk. The Word price of insider trading. Kelley School of Business, Indiana University. Disponível em: http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2006/BD_The_world.pdf, consultado em 15.10.2011.

maioria dos demais países somente regulamentou tal questão no final da década de 1980 ou 1990.¹¹²

Os dois principais dispositivos da legislação norte americana, naquilo que tange o combate ao *insider trading*, são a Seção 16(b) da Securities Exchange Act de 1934, que versa sobre a responsabilidade do *insider* perante a própria companhia, e a Regra 10 b-5 de 1942, que versa sobre a responsabilidade do *insider* perante a vítima.

A Seção 16(b) da Securities Exchange Act de 1934, deve ser interpretado em conjunto com o a Seção 16(a) que estabelece os acionistas detentores de pelo menos 10% das ações de uma mesma categoria, os administradores e os empregados de alto escalão , possuem o dever de informar a SEC sobre sua participação acionária, devendo enviar relatório mensal contendo eventuais alterações.

Por sua vez, a seção 10(b) faz uma presunção absoluta de que há utilização abusiva de informação quando uma das pessoas mencionadas acima obtém vantagem na negociação de valores mobiliários daquela companhia, desde que se enquadre em uma das seguintes hipóteses: a) comprou ações da companhia, e as revendeu num prazo igual ou menor que 6 meses, obtendo lucro, ou evitando prejuízo; b) vendeu ações da companhia e em prazo inferior a 6 meses a recomprou, obtendo vantagem econômica. Em qualquer dessas hipóteses exista em desfavor do *insider* uma presunção absoluta de utilização abusiva de informação privilegiada, pelo que ele terá que repassar todo o benefício econômico obtido para a companhia. A cobrança de tais valores deve ser feita pela própria companhia, mas se esta não o fizer no prazo de 60 dias, qualquer acionista tem legitimidade para fazê-lo enquanto substituto processual.

Tal dispositivo foi severamente criticado por não permitir uma reparação pelos danos suportados pela vítima do uso indevido de informação privilegiada, por não coibir o uso de informação de segunda mão, bem como por possuir um prazo prefixado de alcance.¹¹³

Posteriormente, foi criada a regra 10 b-5 de 1942, uma vedação a utilização de declarações inexatas, ou a omissão de informação que interfira na celebração do negócio. Trata-se de norma extremamente ampla que pode ser utilizada para coibir o uso de informação

¹¹² BENNY, Laura Nyantung. The political economy of insider trading legislation and enforcement: international evidencer. Havard Law School.2002. Disponível em http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/No345.01.Beny.pdf, consultado em 20.10.2011.

¹¹³ Sobre o tema ver: EIZIRIK, Nelson. "Insider Trading" e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983; e LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais & "Insider Trading". São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1982, pág.

privilegiada por qualquer pessoa, independentemente da relação que possua com a sociedade e com seus diretores. E “é com base nessa regra, de enunciado intencionalmente vago, que a SEC tem reprimido ultimamente grande parte das manifestações de insider trading, sem as limitações contidas no art. 16(b) da Lei de 1934.”¹¹⁴

Ressalta-se que referida norma foi elaborada com o escopo de permitir à SEC a imposição de sanções administrativas, entretanto, a jurisprudência norte-americana tem concedido direito de indenização aos prejudicados.¹¹⁵

Recentemente a legislação norte-americana tem incorporado novos mecanismos de combate ao uso de informação privilegiada, tendo criado a regra 14E-3 de 1982, que reforça o dever de sigilo. Em 1984 foi sancionado o Insider trading Sanctions Act que instituiu uma multa civil que pode alcançar 3 vezes o valor do benefício alcançado, bem como tornou mais rigorosa a legislação criminal de combate ao uso abusivo de informação privilegiada.

Em 2002 foi criada a Sarbanes-Oxley Act para coibir a divulgação de informações financeiras inverídicas ou fraudulentas, dentre outras normas de menor relevância.¹¹⁶

¹¹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *In* BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1971, pág43.

¹¹⁵ Sobre o tema ver: EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *In* BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983.

¹¹⁶ Sobre o tema ver: PROENÇA, José Marclo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo; Quartier Latin. 2010, págs.233/240.

CAPÍTULO III – O *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO

III.1 Considerações iniciais

Conforme já demonstrado, o *insider trading* é o uso desleal de informações privilegiadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste, portanto na utilização de fatos relevantes, ainda não divulgados, que quando tornados públicos causariam uma alteração no valor econômico de títulos emitidos por uma companhia, visando auferir vantagem indevida.

No ordenamento jurídico brasileiro vários são os dispositivos legais que regem a matéria, existindo normas repressivas e preventivas à prática do *insider trading*. As normas preventivas são aquelas que estabelecem o sistema de transparência da informação, ao passo que as normas repressivas se caracterizam por estabelecer sanções de natureza civil, penal ou administrativa à utilização de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais.¹¹⁷

Tem-se, portanto, que normas preventivas dizem respeito ao dever dos administradores de informar ao público todas as informações relevantes das companhias, ao passo que as normas repressivas são aquelas que impõem sanções àqueles que praticam o *Insider Trading*. No ordenamento jurídico brasileiro, o art. 157¹¹⁸, da Lei nº 6.404/76, que prevê que os

¹¹⁷ Sobre o tema ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 525/526.

¹¹⁸ Confira a redação do artigo citado: "Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

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

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

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

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

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

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

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

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

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou

administradores devem informar os títulos de emissão da companhia dos quais sejam titulares, bem como as alterações em sua posição acionária, é exemplo claro de norma preventiva, ao passo que o art. 27-D da Lei nº 6.385/76¹¹⁹ é exemplo expresso de norma repressiva, vez que trata do crime do uso indevido de informação privilegiada. Ressalta-se, mais uma vez, que apesar da previsão de referido crime, a estudo do aspecto criminal do *insider trading* não é objeto da presente análise.

Ao analisar a regulamentação do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA¹²⁰ ensina que a repressão à obtenção de vantagem indevidamente através de seu uso vem evoluindo bastante no ordenamento jurídico brasileiro. Acrescenta, ainda, que a legislação nacional consagrou "os princípios inerentes aos deveres de diligência, de lealdade e de informar", pelo que o combate à prática de tal conduta pode ser considerado como produto natural destes princípios.

Acerca do dever de informar, também conhecido como princípio da transparência, ou princípio do *disclosure* (como é denominado no direito norte-americano), tem-se que, para que o *insider trading* efetivamente seja evitado, faz-se necessária não só a divulgação dos fatos relevantes, mas a adoção das medidas necessárias para que todos os participantes do mercado de capitais tenham acesso simultâneo à nova informação divulgada. Esta a lição de LUIS GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES:

fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

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

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

¹¹⁹ Confira a redação do artigo citado: "Uso Indevido de Informação Privilegiada (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

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: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)"

¹²⁰ José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág 271

O princípio do *disclosure* não se esgota apenas com a prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao *insider trading* é, destarte, corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores. Ora, adotado o princípio em tela pela legislação de mercado brasileiro, natural que se excogitasse da proibição do *insider trading*.¹²¹

A principal relevância deste princípio é que ele representa uma medida que resguarda os interesses dos investidores, vez que põe ao seu alcance os fatos necessários à avaliação precisa do valor do título transacionado, sendo importante mecanismo de prevenção ao uso indevido de informação privilegiada. Tem-se que o “sub-produto mais importante do ‘princípio da exposição plena dos fatos’ reside, porém, na influência sutil, generalizada e salutar, que exerce sobre os padrões da ética de financiamento das empresas.”¹²²

Entretanto, é importante destacar que o princípio do *disclosure* comporta uma exceção, os administradores podem postergar a publicidade da informação se sua divulgação for ferir interesse legítimo da companhia, conforme previsão do art. 157, §5º¹²³, mas deverá informar à CVM que poderá deliberar, por iniciativa própria ou a pedido de algum acionista, pela divulgação da informação. Fato é que alguns fatos que *a priori* deveriam ser divulgados podem se referir a negócios em andamento e cujos dados devam permanecer em sigilo, sob pena de não se concretizarem. Sobre o tema FRAN MARTINS esclarece:

¹²¹ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais & "Insider Trading". São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1982, pág. 172/173. Sobre o tema ver também: DOTTA, Eduardo Montenegro. A Responsabilidade dos Administradores dos Fundos de Investimento no Novo Código Civil. São Paulo: Editora Textonovo. 2005, pág. 93/94; e Sobre o tema ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 527.

¹²²SAPERSTAIN, David. A regulamentação governamental das atividades de investimentos. *in* BARROS, Benedicto Ferri de Barros. O Mercado de Capitais dos Estados Unidos. São Paulo: Associação das empresas de investimentos crédito e financiamento. 1970, pág. 298.

¹²³Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

(...)

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

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

“Não seria, assim, possível a divulgação de tais fatos (entendimentos para grandes contratações etc.) sob pena de ser a sociedade prejudicada com o conhecimento dos mesmos por parte de terceiros, o que, levando ao desfazimento ou à não concretização do negócio, em última instância consistiria em prejuízo para a sociedade.”¹²⁴

Após a análise do dever de informar, necessário examinar os deveres de lealdade e diligência. Sendo que o primeiro refere-se ao dever que os administradores possuem de exercer sua profissão sempre objetivando o bem da companhia, se furtando a usar em proveito próprio, oportunidades comerciais que surjam em virtude do cargo ocupado. Por outro lado, o dever de diligência está relacionado ao zelo que os administradores devem possuir no exercício profissional, devendo sempre agir de maneira cuidadosa, evitando possíveis falhas. Estes são os ensinamentos de FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH:

O dever de diligência é basicamente uma obrigação de caráter geral imposto aos administradores e pode ser definido como sendo o cuidado que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. No direito norte-americano, os tribunais julgam estes casos considerando as suas particularidades e prova de fraude, tem sido, invariavelmente, o fator determinante na solução destas lides.

O dever de lealdade impede que os administradores usem em benefício próprio ou de outrem, as oportunidades comerciais que lhes são proporcionadas em decorrência do cargo que ocupam. O fundamento legal desta obrigação é que os administradores devem exercer suas funções no interesse da empresa tendo em vista a sua função social¹²⁵.

Após o exame dos princípios supra, insta demonstrar a existência de razões de ordens éticas e econômicas para a proibição da prática do *insider trading*. As razões de cunho econômico decorrem do simples fato de que mercado de capitais eficiente é aquele em que os valores mobiliários possuem cotação que reflita exatamente as informações já divulgadas pela companhia. Além do que é necessário que os participantes possuam segurança de que não correm risco de negociar com outros integrantes que possuam informações relevantes ainda não divulgadas. Isso porque os investidores somente farão aporte de recursos em mercados cujos riscos existentes se limitem aos oriundos do próprio investimento.

Importante frisar que o mercado de capitais além de ser mecanismo fundamental para o desenvolvimento da economia¹²⁶, é um importante veículo de captação de investimentos

¹²⁴ MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense. 2010, pág. 592.

¹²⁵ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “*Insider Trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979, pág. 33.

¹²⁶ ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas. 2006, pág. 75.

internacionais, e que o ingresso de capital estrangeiro numa economia pode trazer vários benefícios, dentre os quais destacam-se a melhora na imagem internacional do país; o fato de que com a entrada de divisas o governo pode financiar seu déficit por prazos maiores, e com taxa de juros reduzida; e o de que o aumento no fluxo de divisas propicia, às sociedades empresárias, uma maior facilidade para ampliação da produção e investimentos em imobilizado.

Todavia, o investidor internacional, peça importantíssima para o desenvolvimento econômico de um país, é extremamente sensível à conjuntura internacional e somente deixa de investir em seu próprio mercado em busca de uma maior segurança (riscos menores) e maiores lucros.¹²⁷ Assim, não restam dúvidas de que para que haja um bom funcionamento do mercado de capitais é necessário conferir o máximo de segurança possível aos seus participantes.

Destaca-se, ainda, que os mercados de capitais que asseguram maior proteção aos investidores são mais desenvolvidos, e que dentre as condições básicas para o seu desenvolvimento encontra-se a necessidade de uma ampla divulgação das informações, permitindo que os acionistas não controladores e demais investidores possuam informações adequadas sobre o valor da companhia¹²⁸, e, por conseguinte de seus fatos relevantes.

Por outro lado, as razões éticas são patentes, à medida que é inegável a disparidade existente numa negociação em que um investidor tem acesso a mais informações do que aquele com quem negocia, sendo reprovável a obtenção de vantagens por meio do uso de informações privilegiadas, caracterizando, inclusive lesão ao princípio constitucional da isonomia.¹²⁹

Importante destacar que o desenvolvimento do mercado de capitais influencia toda a economia de um país, razão pela qual sua regulação e proteção se tornam claro interesse público, fato este que leva à inarredável conclusão de que o *Insider Trading* deve ser combatido de maneira eficaz, assegurando, assim, uma maior confiabilidade aos investidores.

Realizada esta prévia análise acerca dos fundamentos que dão azo ao combate à prática do *insider trading*, necessário esclarecer que no Brasil há uma clara tentativa de tornar o mercado de

¹²⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pág. 46/47.

¹²⁸ Sobre o tema ver: ANDREZO, Andrea Fernande. Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária –Efetivo Avanço? *In* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 130. Malheiros Editores.abril-junho de 2003, pág161/162.

¹²⁹ Sobre o tema ver: Sobre o tema ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 524/525; e PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág 182.

capitais cada vez mais eficiente naquilo que tange a divulgação de informações, tendo a CVM regulamentado a matéria em diversas instruções normativas, dentre as quais cita-se a mero título exemplificativo as instruções 480/09, 481/09, 488/10, dentre outras. Contudo, apesar da edição de recentes instruções que versam sobre a divulgação de informação no âmbito do mercado de capitais, tem-se que os principais dispositivos normativos de combate ao *insider trading* continuam sendo os arts. 153, 155, 156 e 157 da LSA, bem como a instrução normativa 358/02 da CVM, que sofreu alterações pelas instruções normativas 369/02 e 449/07 e o artigo 27-D da Lei de Valores Mobiliários¹³⁰ (Lei 6.385/76).

A Lei de nº 6.404/76 (Lei de S.A.) é o principal diploma legal que trata da matéria em exame. Referida lei consagra em seu art. 153 o dever de diligência, ao estabelecer que "O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios", previsão esta que também encontra-se inculpada no artigo 1.011 do Código Civil Brasileiro. Comentando o art. 153 da Lei nº 6404/76, MODESTO CARVALHOSA ensina que para a responsabilização do administrador, em casos de possíveis equívocos na administração da sociedade empresária aberta, necessário analisar a presença da boa-fé, assim não será responsável por erros caso tenha agido de boa-fé e de forma diligente.¹³¹

Mais adiante, referida Lei, em seus artigos 155, que será analisado em momento oportuno, e 157, consagrou, respectivamente, os deveres de lealdade e de informar.

Importante destacar que o art. 157¹³², *caput*, da Lei de S.A. estabelece que a necessidade do administrador de companhia aberta divulgar, ao firmar o termo de compromisso, os valores

¹³⁰ Neste primeiro momento não será analisado o art. 27-D da LVM, tendo em vista que será objeto de estudo específico ao longo do presente artigo.

¹³¹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003.

¹³² Confira, novamente, a redação atual do artigo 157 da Lei nº 6404/76: "Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

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

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

mobiliários de emissão da companhia, de sociedades controladas, ou pertencentes do mesmo grupo, dos quais seja titular.

Acrescenta-se que o § 1º deste mesmo artigo estabelece que um grupo de acionistas que representem pelo menos 5% do capital social da companhia, poderá solicitar ao administrador informações acerca das transações que tiver realizado, envolvendo valores mobiliários de emissão da companhia, de sociedades controladas, ou pertencentes ao mesmo grupo, bem como questioná-lo acerca dos benefícios e vantagens que tenha recebido ou esteja recebendo de referidas sociedades. Tais acionistas, podem, ainda, requerer informações sobre as condições de contrato de trabalho dos diretores e empregados de alto nível da companhia, e sobre quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

Por força do §3º do dispositivo legal em exame, a revelação dos fatos supra, só poderá ser utilizada em proveito de interesse legítimo da companhia ou do acionista, devendo os solicitantes serem responsabilizados por possíveis abusos que praticarem, o que pode ocorrer, dentre outras hipóteses, se utilizarem as informações obtidas para praticar o *insider trading*.

Por força dos parágrafos 4º e 5º deste dispositivo legal, os administradores possuem o dever de comunicar imediatamente à bolsa de valores e divulgar ao público, qualquer fato que possa influir na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, ou seja, devem divulgar qualquer informação que possa alterar a decisão dos investidores de negociar títulos emitidos pela sociedade. Contudo, caso sua divulgação da informação coloque em risco interesse legítimo da companhia, os administradores poderão recusar-se a prestar informação aos acionistas que solicitarem, bem como pode deixar de divulgá-la aos demais investidores.

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

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

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

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

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

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

Todavia, não pode o administrador deixar de informar à Comissão de Valores Mobiliários sobre os fatos ou atos relevantes, cabendo a esta autarquia, a pedido dos administradores, acionista, ou por iniciativa própria decidir sobre a prestação de informações, bem como, se for o caso, responsabilizar os administradores.¹³³

Cumprido destacar que através da Lei n° 10.303/2001, foi inserido no artigo em comento, o §6° que determina que os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia em que exercem atividade profissional.

O §6° do art. 157 da Lei de S.A., introduzido pela Lei n° 10.303/01, que trata do dever dos administradores em informar alterações em sua posição acionária, é mais uma forma de prevenção à prática do *insider trading*. Apesar do §6° se referir expressamente às negociações de ações, uma análise conjunta do art. 157 da Lei em apreço, leva à inarredável conclusão de que o dever ali estampado se estende aos demais valores mobiliários previstos no *caput* de referido artigo, quais sejam: ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações.¹³⁴

Após análise do artigo 157, que conforme demonstrado consagrou o dever de informar, impõe-se uma análise precisa do artigo 155¹³⁵ da Lei de S.A., que em seu *caput* estabelece que "o

¹³³ Sobre o tema ver: STUBER, Walter Douglas. As Novas Regras Para a Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileira. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem n° 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002, pág. 258.

¹³⁴ Sobre o tema ver: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson; A Nova Lei das S/A. São Paulo: Editora Saraiva. 2002, pág. 323/324.

¹³⁵ Confira a redação atual do artigo 155, da Lei n° 6.404/76: Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

- 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.

§ 1° Cumprido, 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.

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

administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios", vedando, ainda, em seus incisos que o administrado utilize em benefício próprio ou alheio, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais que surjam em virtude do cargo por ele ocupado; A omissão no exercício ou proteção dos direitos da companhia ou, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia, para obter vantagem indevida para si ou para outrem; bem como a aquisição, para revenda, com lucro de bem ou direito de que a companhia necessite ou pretenda adquirir.

Os parágrafos 1º e 2º do artigo 155, da Lei nº 6.404/76, atribuem ao administrador o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação, que tenha tomado conhecimento em função do cargo que ocupa, que ainda não tenha sido divulgada e, cuja divulgação, possa causar uma variação na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia (informação privilegiada), vedando, também, a utilização, pelo administrador, de referida informação para a obtenção de lucro para si ou para outrem. Insta enfatizar que o administrador da companhia deve zelar para que seus subordinados e terceiros de sua confiança não violem referidas proibições.

Por força da previsão contida no §3º deste mesmo artigo, aquele, que em violação ao disposto nos §§ 1º e 2º negociar valores mobiliários com terceiros, que desconhecem a informação, deverá indenizar a pessoa prejudicada por perdas e danos. Sobre o tema, WALTER DOUGLAS STUBER ensina que:

Outro importante dever que cumpre aos acionistas controladores, administradores e empregados da companhia é guardar sigilo das informações relativas a atos ou fatos relevantes às quais tenham acesso privilegiado (*insider information*), em razão do cargo ou profissão que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam. Em caso de descumprimento da obrigação de guardar sigilo por parte desses subordinados ou de terceiros, os acionistas controladores, administradores e empregados da companhia responderão solidariamente com estes pelos danos causados pelo referido descumprimento.¹³⁶

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

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

¹³⁶ Sobre o tema ver: STUBER, Walter Douglas. As Novas Regras Para a Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileira. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002.

Por fim, acrescenta-se que a Lei nº 10.303/2001, acrescentou o §4º ao artigo em análise, que veda a utilização de informação relevante e privilegiada, com a finalidade de auferir vantagem indevida, para si ou para outrem, no mercado de capitais.

Ao se realizar um breve exame sobre referidos dispositivos normativos, face às divergências doutrinárias sobre o alcance da proibição da prática do *insider trading*, impõe-se uma análise mais detida de referida proibição. Todavia, antes de adentrar no debate acerca da extensão da vedação supra, necessário esclarecer que, aquele que pratica o *insider trading*, necessariamente estará obrigado a indenizar a pessoa que foi vítima do uso indevido de informações privilegiadas. Contudo, a legislação que rege a matéria, não prevê a hipótese de se anular o negócio jurídico realizado entre o *insider* e o investidor prejudicado, até porque previsão legislativa nesse sentido causaria grande dano ao mercado, tendo em vista a existência de transações em massa e consecutivas.¹³⁷

III.2 O alcance da proibição à prática do "*insider trading*"

Apesar do art. 155, §6º, da Lei de S.A., estabelecer que "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", a doutrina diverge quanto ao alcance da expressão "qualquer pessoa". Para parte da doutrina, a inclusão de referida expressão teve o intuito de alargar a prática do *insider trading*, a qualquer pessoa que utilize informação privilegiada para negociar no valores mobiliários com o intuito de auferir vantagem indevida. Ao passo que parte da doutrina, entende que a expressão supra deve ser interpretada de maneira restritiva, limitando-se às pessoas que, em virtude de exercício de profissão obtenham acesso às informações privilegiadas.

Neste íterim, imperioso destacar os ensinamentos de NELSON EIZIRIK *et al*¹³⁸ que ensina que a lei 6.404/76, em sua redação original, considerava como *insiders* apenas os administradores das companhias abertas, conceito este que fora ampliado pela instrução CVM nº 31/1984. Posteriormente, a instrução CVM nº 358/2002, estabeleceu, em seu artigo 13, que

¹³⁷ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. pág 308.

¹³⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008. Pág. 527.

podem se considerados *insiders*, a companhia; seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, ou de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criadas por disposição estatutária, bem como quem quer que em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia, sua controladora, controlada ou coligada, tenha acesso a informação relativa a fato relevante ainda não divulgado. Neste aspecto necessário transcrever o seguinte trecho da obra de NELSON EIZIRIK *et al*:

O parágrafo primeiro do art. 13 da instrução CVM nº 358/2002 proíbe a negociação por quem quer que tenha conhecimento de informação confidencial, especialmente aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição¹³⁹.

Logo após o trecho acima colacionado, NELSON EIZIRIK *et al*¹⁴⁰, relata que a lei nº 10.303/2001 acrescentou o §4º ao art.155 da Lei de S.A., passando a vedar a utilização de informação privilegiada, utilizada por qualquer pessoa, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem. Contudo, referido autor entende que a expressão qualquer pessoa deve ser interpretada de maneira restritiva, devendo abranger apenas aqueles que tomem conhecimento da informação em virtude de sua atividade profissional. Nesta mesma linha, pede-se vênia para citar MODESTO CARVALHOSA, que analisando o §4º, do art. 155, da Lei de S.A. ensina que:

Há no entanto um limite para o termo "qualquer pessoa" utilizado na norma em estudo (§4º). Com efeito, deve haver um *nexo profissional* entre o vazamento das informações e os terceiros para que estes possam ser considerados *tippees*. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos, etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, *nexo pessoal* entre administrador (*tipper*) e os terceiros (*tippees*) que com ele tenham algum contato de natureza profissional ou como controladores. Assim, o *conhecimento ocasional* da informação por razões outras que não a do exercício de alguma profissão ou função junto à empresa é de difícil configuração. E o terceiro souber em uma reunião social que haverá a incorporação de determinada companhia ou a venda de seu controle, não tendo essa mesma pessoa qualquer acesso de natureza profissional e permanente a tal informação, não poderá ser considerada como um *tippee*. Se, com efeito, a informação relevante vazou além do âmbito dos administradores e dos controladores e dos envolvidos profissionalmente com ela, os terceiros ocasionalmente informados não poderão ser considerados *insiders*. Caberá, nesse caso, diretamente ao administrador a

¹³⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008. Pág. 527.

¹⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008. Pág. 528.

responsabilidade por não ter mantido a reserva necessária sobre o fato relevante, a ponto de este ter vazado para o âmbito meramente social.¹⁴¹

Infere-se, pois, que referidos autores entendem que, caso a informação privilegiada e ainda não divulgada aos investidores do mercado de capitais vaze, para uma terceira pessoa que não tenha tido acesso ao fato relevante em virtude de exercício de atividade profissional. E ainda que este terceiro utilize a informação para obter vantagem negociando valores mobiliários no mercado de capitais, não estará praticando *insider trading*, razão pela qual não poderá ser responsabilizado. Portanto, segundo esta corrente, o *insider trading* só pode ser praticado por aqueles que têm acesso às informações privilegiadas em virtude da profissão que exercem.

Assim, caso uma pessoa que tivesse conhecimento ocasional, ou seja, não relacionado à prática de atividade profissional, de fato relevante ainda não divulgado, e utilizasse a informação obtida para obter vantagem indevida, através da negociação de valores mobiliários, não poderiam ser responsabilizadas pela conduta, devendo a responsabilidade pelo ocorrido, perante o prejudicado, ser imputada ao administrador que não cumpriu o dever de sigilo. Nesse sentido o escólio de JOSÉ WALDECY LUCENA, que ao analisar o artigo 155,§4º, da LSA comenta:

E embora utilizando locução de caráter geral, há de se observar, contudo, que a norma não tem essa amplitude, devendo ser interpretada, no contexto em que inserida, como exigente de que haja algum vínculo entre o administrador, que transmite a informação confidencial, e o terceiro que a recebe, para então encetar negócio com valores mobiliários da companhia, ou sejam, as figuras do *tipper* e do *tippee*. Tanto que se terceiro, em eventual evento social, ou em uma reunião clubística, por exemplo, vem a ouvir uma informação relevante de determinada companhia, por indiscrição de seu administrador, e se aproveita da informação assim obtida para realizar negócio com papéis da companhia, não há que falar, nesse caso, nas figuras do *tipper* e do *tippee*, em razão do que não poderá o negociante dos papéis ser acusado da prática do *insider trading*, somente o administrador respondendo por quebra de sigilo.¹⁴²

Contudo, apesar do entendimento supra, existe uma corrente cujo entendimento é de que toda e qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada, e cuja divulgação afetar a cotação dos valores mobiliários emitidos por ela, e negocie no mercado de capitais visando auferir vantagem, estará praticando *insider trading*. Sobre a possibilidade de qualquer pessoa,

¹⁴¹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. pág 288/289.

¹⁴² LUCENA, José Waldecy. Comentários à Lei das sociedades anônimas, V2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, pág.494.

independentemente da forma como teve conhecimento do fato relevante e sigiloso, praticar o *insider trading* Paulo F. C. Salles de Toledo:

Faltava coibir de modo expreso o *insider trading* praticado diretamente pelas pessoas que, mesmo sem serem administradores da companhia, tivessem tido acesso a informações relevantes, capazes de repercutir na cotação dos valores mobiliários de emissão da sociedade anônima. (...)

A nova lei sanou a omissão. Hoje o dever de sigilo estende-se a todos os que tenham tido acesso a informações relevantes para a companhia aberta. O objetivo é garantir a todos os investidores no mercado de capitais igualdade efetiva de acesso às informações necessárias à decisão de negociar valores imobiliários. Enquanto não divulgada a notícia, de modo que todos os interessados potenciais possam ponderar sobre seus efeitos, ninguém pode fazer uso dela para operar no mercado.¹⁴³

Nesse caso a ilicitude da conduta de um terceiro que utilize informação privilegiada para auferir vantagem através de negociação de valores mobiliários decorreria não só das disposições do art. 155 da LSA, como também da violação ao princípio da boa-fé objetiva, consagrado pelo Código Civil Brasileiro já que “a boa fé, em sua modalidade objetiva, como conduta ética entre as partes que negociam, impõe correlação e lealdade”.¹⁴⁴

No caso em apreço, não se pode falar em lealdade na conduta da pessoa, detentora de informação privilegiada que negocia com outrem com visando a obtenção de vantagem. Tem-se, assim, que a conduta adotada viola o princípio da boa-fé objetiva, que exige um comportamento ético entre as partes contratantes, sendo imperativo que transacionem com lealdade. Conforme já explanado, não restam dúvidas que a falta desta está presente na conduta dos investidores que valem-se de fatos relevantes ainda não divulgado para obter benefícios econômicos.

No atual contexto legislativo, bem como em virtude da necessidade econômica de se atribuir segurança aos investidores do mercado de capitais, tem-se que a coibição ao uso indevido de informações privilegiadas, dentre outros motivos se justifica em fatores econômicos, pelo que

¹⁴³ TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. Modificações Introduzidas na Lei das Sociedade por Ações, quanto à Disciplina da Administração das Companhias. In Jorge Lobo (Coordenação). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2002. Pág. 444. Sobre o tema ver também: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Reforma da Lei das S.A. Comentada. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2002, pág 195; STUBER, Walter Douglas. As Novas Regras Para a Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileira. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002, pág. 262; PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005. Pág. 293.

¹⁴⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2004, pág. 502.

deve prevalecer a segunda teoria. Ou seja, tal vedação pauta-se na necessidade de se conferir segurança ao mercado, para que desta forma sejam atraídos novos investidores. Certo é que para o investidor não difere se quem está usando indevidamente as informações é pessoa ligada à companhia, ou um terceiro que tomou conhecimento de informação relevante e sigilosa, o que realmente importa ao investidor é se ele efetivamente está negociando com pessoas que detêm às mesmas informações que ele.

Os investidores que aportam grande quantidade de recursos no mercado de valores mobiliários necessitam indubitavelmente de segurança para fazê-lo. Ou seja não investirão se desconfiarem da credibilidade do mercado. Isso porque os participantes aceitam os riscos do empreendimento, que por sua própria natureza são elevados, mas não querem se sujeitar a estabelecer relações de investimento na qual não possuem certeza quanto às condições que podem interferir na negociação. Assim, deve prosperar a tese de que qualquer que pessoa utilize informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários pratica o *insider trading*. Isso porque, além da lesão ao princípio da boa fé objetiva, estaria realizando um negócio jurídico que fere a equidade, isonomia e gera um conseqüente enriquecimento ilícito por parte do detentor da informação, que ao contrário dos outros investidores, pode prever alteração na cotação de determinados valores mobiliários.

Importante ressaltar que não se defende a ausência de responsabilidade do administrador, ou qualquer outra pessoa intimamente ligada à companhia e que deixou vaziar a informação, mas tão somente que esta responsabilidade não se limita a estas pessoas, abarcando também aqueles que efetivamente alcançaram um benefício econômico em virtude da informação privilegiada. Sobre a necessidade de se dar segurança ao investidor, o próprio NELSON EIZIRK, que defende a primeira teoria exposta, entende que:

As razões éticas são evidentes. Há um total desequilíbrio entre a posição ocupada pelo *insider* e aquela ocupada pelos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a realização de lucros em função única e exclusiva do acesso e utilização privilegiada de informações por parte do *insider*. Trata-se, ademais, de manter um nível mínimo de confiabilidade no mercado. Com efeito, é absolutamente impossível o desenvolvimento de um mercado acionário no qual, sabidamente, podem ganhar apenas aqueles poucos que têm acesso às informações confidenciais das empresas.

Os investidores, particularmente os individuais, devem ter a certeza de que o sistema não está estruturado de molde a favorecer apenas aqueles que detêm as informações privilegiadas. Assim, as razões éticas e econômicas estão evidentemente interligadas. Com efeito, de nada adianta a estruturação de um complexo e sofisticado sistema de *disclosure* se aos investidores não for assegurado que o custo por eles incorrido na

análise das informações não corresponder ao benefício da possível realização de lucros: tal possibilidade pode evidentemente ser elidida pela atuação do *insider*.¹⁴⁵

Outro fato que reforça o caráter extensivo da proibição, não impondo limites à expressão "qualquer pessoa" é o fato de que um terceiro que tenha acesso à informação privilegiada e em virtude de tal informação negocie títulos com outra pessoa que não possua as mesmas informações, auferindo vantagem, celebrou com esta um negócio jurídico no qual não houve isonomia. Sobre a lesão à isonomia, previsto no art. 5º, *caput*, da CR/88, CELSO RIBEIRO BASTOS¹⁴⁶ ensina que tal princípio, caracterizado pela igualdade, "não assegura nenhuma situação jurídica específica, mas na verdade garante o indivíduo contra toda má utilização que possa ser feito da ordem jurídica." Acrescenta, ainda, que a igualdade (isonomia) "é o mais vasto dos princípios constitucionais". Por fim, exalta que a igualdade não é apenas um princípio informador de todo o sistema jurídico, mas um verdadeiro direito subjetivo dos cidadãos.

Por isso, não restam dúvidas que o uso de informações privilegiadas, ainda que por pessoa que não possua qualquer vínculo com a companhia, acarreta uma lesão a este princípio. Isso porque uma das partes envolvidas na transação possui mais informações do que a outra, o que lhe possibilita prever uma alteração na cotação dos valores mobiliários, ao passo que a outra parte não possui referida possibilidade, pelo que pode-se dizer que aquele que é vítima do *insider trading* possuía, indubitavelmente, direito subjetivo de acesso às mesmas informações que o *insider*, para que diante delas, negociasse os títulos pelo seu real valor. Diante do exposto, há uma clara desigualdade na relação jurídica, razão pela qual a transação realizada não observou o princípio da isonomia.¹⁴⁷

III.3 Responsabilidade civil do *insider*

Já foram analisados pontos importantes acerca do conceito da caracterização do uso de informação privilegiada, bem como do alcance da proibição contida no art. 155, §4º, da LSA.

¹⁴⁵ EIZIRIK, Nelson. "Insider Trading" e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983, pág. 44.

¹⁴⁶ BASTOS, Celso Ribeiro. Curso de Direito Constitucional. São Paulo: Celso Bastos Editora. 2002, pág. 323/324.

¹⁴⁷ Sobre a lesão ao princípio da isonomia quando da prática do *insider trading* confira: LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais & "Insider Trading". São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1982, pág. 175.

Contudo, importante analisar, também alguns aspectos decorrentes da responsabilidade civil da prática de tal conduta.

Uma análise superficial sobre o tema pode levar à conclusão de que à cessão onerosa ou compra e venda de valores mobiliários, inclusive aquelas realizadas com infração ao disposto no dispositivo legal em apreço, poderiam ser regidas não só pelas disposições da LSA, como também pelas normas gerais aplicáveis aos negócios jurídicos.

Ocorre que apesar do Código Civil estabelecer uma infinidade de regras que devem ser observadas por qualquer negócio jurídico, tem-se que sua aplicação à prática em estudo deve ser conduzida com muita cautela. Isso porque em virtude da própria natureza das negociações realizadas no mercado de capitais alguns dispositivos do código civil possuiriam aplicação prática impossível. Ressalta-se que não constitui objeto do presente estudo a análise dos dispositivos da legislação civil que seriam aplicáveis a todos os negócios jurídicos realizados no âmbito do mercado de valores mobiliários, pelo que tal exame se limitará aos institutos que poderiam, *a priori*, ser invocados pelo investidor lesado pela *insider*.

III.3.1 Anulabilidade do negócio jurídico celebrado com dolo

O código civil estabelece que é anulável o negócio jurídico celebrado por erro ou dolo.¹⁴⁸ Analisando o dolo, previsto nos arts. 145/150 do CC, CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA ensina:

O mecanismo psíquico do dolo, por ação ou omissão, é o mesmo, e se verifica na utilização de um processo malicioso de convencimento, que produza na vítima um estado de erro ou ignorância, determinante de uma declaração da vontade que não seria obtida de outra maneira. Em todo dolo há, então, uma emissão volitiva enganosa ou eivada de erro, na qual, porém, é este relegado a segundo plano, como defeito em si, uma vez que sobreleva aqui a causa geradora do negócio jurídico, e é por isso que o procedimento doloso de uma parte leva à ineficácia do ato, ainda que atinja seus elementos essenciais ou a motivação interna. Não se pode, pois, confundir o *erro vício de consentimento*, que somente atinge a eficácia do negócio quando revestido das circunstâncias estudadas no n° 89, *supra*, com o erro gerado pela manobra do interessado, o qual é causa eficiente da anulação sob condição apenas de ser *determinante* do negócio.”¹⁴⁹

¹⁴⁸ Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.

¹⁴⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil, V 1. Rio de Janeiro: Forense. 2010, págs. 450/451.

Assim, quando alguém, agindo de má-fé, maliciosamente valer-se de erro ou ignorância alheia com o intuito de se beneficiar num determinado negócio jurídico, tem-se que tal negócio poderá ser anulado em virtude do dolo de uma das partes. Tal possibilidade se amolda perfeitamente ao caso do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, notadamente quando se leva em consideração a previsão do art. 147, do CC, que estabelece “nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado”.

Todavia, tal causa de anulabilidade dos negócios jurídicos não deve ser aplicado ao ilícito *sub examine*, isso porque o legislador brasileiro ao regulamentar a questão no art. 155, §1º ao §4º, previu que o *insider trading*, no âmbito da responsabilidade civil, somente é punível por meio de indenização pelos danos causados. E não poderia ser diferente, isso porque a LSA não cogitou a possibilidade de anulação em virtude da “conturbação que tal medida traria ao regime de transações em massa do mercado de capitais”.¹⁵⁰ Fato é que a anulação do negócio jurídico, além de em alguns casos seria de difícil aplicabilidade prática, em virtude da ampla circulação dos títulos transacionados no mercado de valores, não restam dúvidas que até que haja o julgamento de eventual medida judicial ajuizada pela vítima, o mesmo valor mobiliário pode ter sido transferidos a dezenas de pessoas. Ademais, a possibilidade de anulação do negócio jurídico afetaria a credibilidade do mercado e poderia ter como efeito o abalo da confiança dos investidores, com uma conseqüente retração de aporte de capitais, pelo que não se admite tal hipótese. Este o posicionamento de JOSÈ WALDECY LUCENA:

A razão da opção do legislador tão-somente pela indenização do prejudicado, sem permitir a anulação do ato negocial dos valores mobiliários, decorre da ponderação entre os interesses então em jogo. Assim, do ponto de vista do lesado, basta-lhe o ressarcimento dos prejuízos que teve com o comportamento do *insider*. Já a anulação do ato negocial, com repercussões fora do restrito círculo dos envolvidos no negócio, traria de um modo geral intranqüilidade aos investidores, que confiam na seriedade e eficiência do mercado.¹⁵¹

III.3.2 O enriquecimento sem causa

¹⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, v3. São Paulo: Saraiva. 2009, pág. 314.

¹⁵¹ LUCENA, José Waldecy. Comentários à Lei das sociedades anônimas, V2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, pág.498.

A vantagem obtida com o negócio jurídico em comento, caracteriza claro enriquecimento sem causa, cuja respectiva indenização é prevista no art. 884¹⁵² do Código Civil. Antes de analisar a existência ou não do enriquecimento sem causa, necessário esclarecer que por força do art. 886¹⁵³ do Código Civil, só há dever de indenizar por ato ilícito se o indenizado não puder ser ressarcido por outro meio, por isso a demonstração do descabimento de possível indenização oriunda de ato ilícito.

Mesmo antes da legislação brasileira rever o enriquecimento sem causa, ORLANDO GOMES, já afirmava a existência deste instituto jurídico, definindo-o da seguinte forma:

Há enriquecimento ilícito quando alguém, a expensas de outrem, obtém vantagem patrimonial sem causa, isto é, sem que tal vantagem se funde em dispositivo de lei ou em negócio jurídico anterior. São necessários os seguintes elementos: a) o enriquecimento de alguém; b) o empobrecimento de outrem; c) o nexos de causalidade entre o enriquecimento e o empobrecimento; d) a falta de causa ou causa injusta. O enriquecimento compreende todo aumento patrimonial e todo prejuízo que se evite.¹⁵⁴

Oportuno esclarecer que o conceito acima esposado não destoa do conceito trazido pelo Novo Código Civil, estes os ensinamentos de NEWTON DE LUCCA, que comentando o art. 844 de referido diploma legal preleciona:

O *caput* do art. 884, primeira parte, revela os requisitos necessários para a ocorrência do enriquecimento sem causa, quais sejam: um aumento patrimonial, obtenção à custa de outrem e ausência de justa causa.

1º) *Aumento patrimonial*: refere-se à melhoria de situação patrimonial experimentada pela pessoa obrigada a restituir, apurável segundo as circunstâncias do caso concreto (...)

2º) *obtenção às custas de outrem*: O enriquecimento havido por uma das partes deverá ocasionar um sacrifício econômico (*empobrecimento*) suportado pela outra, manifestado por um aumento do passivo patrimonial ou diminuição do ativo. Não há necessidade de que a perda sofrida e a vantagem alcançada sejam iguais. (...)

3º) *Ausência de justa causa*: (...) numa tentativa didática, pode-se dizer que a justa causa é o motivo abrigado na ordenação jurídica, ali encontrando respaldo para justificar a aquisição, modificação ou extinção de um direito. Em sentido contrário, inexistindo este respaldo, haverá ausência de justa causa porque o direito não aprova o enriquecimento fora daquelas hipóteses que contemplou(...).¹⁵⁵

¹⁵² Confira a redação do art. 884 do Código Civil: "Art. 884. Aquele que, sem justa causa, se enriquecer à custa de outrem, será obrigado a restituir o indevidamente auferido, feita a atualização dos valores monetários."

¹⁵³ Confira a redação do art. 886 do Código Civil: "Art. 886. Não caberá a restituição por enriquecimento, se a lei conferir ao lesado outros meios para se ressarcir do prejuízo sofrido."

¹⁵⁴ GOMES, Orlando. Obrigações. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2000, pág.250.

¹⁵⁵ LUCCA, Newton De. Comentários ao Novo Código Civil: Dos Atos Unilaterais. Dos Títulos de Crédito Vol. XII. Rio de Janeiro: Editora Forense: 2003, pág. 103/109.

Patente, pois a presença de todos os requisitos, visto que o *insider*, obteve vantagem indevida, em virtude de uma negociação envolvendo valores mobiliários, cuja cotação iria ser alterada, em virtude de informação privilegiada da qual tinha conhecimento, ainda que não soubesse ser sigilosa. Referido enriquecimento, claramente se deu as custas de outrem, visto que se não tivesse ocorrido referida transação, a pessoa a ser beneficiada pela alteração na cotação dos valores mobiliários envolvidos na negociação era aquele que os transacionou com o *insider*. Por fim, tem-se que a inexistência de justa causa, decorre que do fato de que o §4º, do art. 155 da Lei de S.A., veda a ocorrência de transação envolvendo valores mobiliários, cuja cotação será afetada, em virtude da divulgação de fato, de conhecimento exclusivo de um dos negociantes (*insider*). Presentes todos os requisitos, inegável a caracterização do enriquecimento ilícito, pelo que restaria configurado o dever de indenizar, com fulcro no art. 844 do CC. Contudo, como já explanado a indenização por enriquecimento ilícito somente é cabível quando o ordenamento jurídico não contempla outras hipóteses de responsabilização, pelo que incabível a aplicação do art. 844, do cc, tendo em vista que a LSA já prevê em seu art. 155, §3º, que o *insider* deverá pagar perdas e danos à parte prejudicada.

Todavia, não restam dúvidas de que as normas repressivas e preventivas do uso indevido de informação privilegiada possuem como fundamento a manutenção da confiabilidade do mercado, a coibição do enriquecimento ilícito do *insider*, bem como a manutenção da equidade na celebração do negócio jurídico.¹⁵⁶

Por fim, destaca-se que a LSA, como já dito, estabelece o dever do *insider* em indenizar a parte lesada pelas perdas e danos sofridos, pelo que somente há que falar em direito à indenização nos casos em que o uso de informação privilegiada efetivamente acarretar uma perda para vítima. Assim, se o infrator não soube prever adequadamente a reação futura do mercado, e não obteve qualquer tipo de vantagem, não há que falar em responsabilidade civil.

III.4 A responsabilidade criminal do *insider*

¹⁵⁶ Sobre o tema ver: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “*Insider Trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro n° 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979, pág 32.

III.4.1 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional

A Constituição da República Federativa do Brasil estabelece em seu artigo 192 que “o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.” Contudo, o legislador não cuidou de conceituar no texto constitucional a expressão Sistema Financeiro Nacional(SFN), e nem tampouco, o fez, de maneira satisfatória, na legislação infraconstitucional, pelo que a doutrina cuidou de estabelecer os contornos do SFN¹⁵⁷. Assim, JULIANO LIMA PINHEIRO o descreve como “conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança de unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias.”¹⁵⁸ Ou seja, a função primordial do Sistema Financeiro é transferir os recursos disponíveis dos poupadores para os investidores. Importante destacar que o sistema financeiro subdivide-se nos seguintes mercados: a) de crédito; b) monetário; c) cambial; d) de capitais ou de valores mobiliários.¹⁵⁹

Num primeiro momento não existia no Brasil nenhuma legislação que tipificasse como crime as infrações praticadas no âmbito do sistema financeiro, mas com o passar do tempo, tendo em vista a grande relevância deste para o desenvolvimento da economia do país, foram criadas diversas normas que criminalizaram algumas condutas que lesam o SFN. Dentre tais normas, cita-se a mero título exemplificativo a Lei 7.492/86 e a Lei 6.385/76.

De uma maneira geral todos os diplomas legais que criminalizaram condutas praticadas no âmbito do sistema financeiro possuem um mesmo bem jurídico tutelado, que LUIZ REGIS PRADO, ao analisar a lei 7.402/86, assim delimita:

¹⁵⁷ Importante esclarecer que o SFN não se confunde com o Direito Financeiro, que representa o conjunto de normas que regulamentam as finanças públicas e encontra-se regido pelos arts. 157 a 169 da Cf/88. Sobre o tema ver: MARTINS, Ives Gandra da Silva. Comentários ao art. 192. In BONAVIDES, Paulo; MIRANDA, Jorge; RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz.(Coord.). Comentários à Constituição Federal de 1988. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pág. 2095/2098.

¹⁵⁸ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pág. 34.

¹⁵⁹ Para uma explicação mais detalhada sobre cada uma destas subdivisões do SFN ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008. Pág. 6.

Em termos gerais, o bem jurídico tutelado nesse diploma é fundamentalmente, o sistema financeiro nacional, consistente no conjunto de instituições (monetárias, bancárias e sociedades por ações) e do mercado financeiro (de capitais e valores mobiliários). Tem por objetivo gerar e intermediar crédito (e empregos), estimular investimentos, aperfeiçoar mecanismos de financiamento empresarial, garantir a poupança popular e o patrimônio dos investidores, compatibilizar crescimento com estabilidade econômica e reduzir desigualdades, assegurando uma boa gestão da política econômico-financeira do Estado, com vistas ao desenvolvimento equilibrado do país. Trata-se de bem jurídico de natureza macrossocial ou transindividual, de cunho institucional ou coletivo, salvo exceções.¹⁶⁰

Portanto, de uma forma genérica o legislador pretendeu através da criação de diversos tipos penais ligados às atividades do sistema financeiro dar segurança e confiabilidade a tais operações, a fim de que seja possível permitir seu adequado funcionamento, de forma a propiciar uma relocação dos recursos disponíveis entre poupadores e tomadores, viabilizando o cumprimento do fim insculpido no art. 192 da CF/88, qual seja: desenvolver o crescimento equilibrado do país, dando estabilidade às operações financeiras e financiando as atividades produtivas¹⁶¹.

Dentre as diversas condutas tipificadas como crime contra o sistema financeiro, analisaremos de maneira mais detida o art. 27-D da lei 6.385/76, incluído pela lei 10.303/01, que dentre os delitos inerentes ao mercado de capitais estabelece:

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

Uma análise detida de tal tipo penal possibilita afirmar que o bem jurídico tutelado por esta norma se adéqua ao quadro geral dos delitos contra o sistema financeiro. Isso porque é cediço que o mercado de capitais, órgão integrante do sistema financeiro, é um dos principais responsáveis pelo financiamento das sociedades empresárias que o compõem¹⁶², possuindo como

¹⁶⁰ PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2007, pág.170.

¹⁶¹ Não se trata de financiamento exclusivo de atividades empresariais, pois também se incluem neste conceito os exploradores de atividade puramente intelectual, seja de natureza científica, artística ou literária, e que, portanto, exercem atividade não-empresarial.

¹⁶² Importante esclarecer que somente integram o mercado de valores mobiliários as sociedades anônimas, que por expressa previsão legal sempre serão consideradas empresárias, independentemente do objeto social que possuam, pelo que não há que falar em financiamento de sociedades simples (não-empresárias pelo mercado de capitais).

principal função, portanto, a captação de recursos não exigíveis¹⁶³ para o financiamento de projetos de investimento.

Patente, pois, a relevância econômica do mercado de valores mobiliários e a necessidade de garantir sua eficiência, e por isso, conforme já demonstrado anteriormente, deve ser combatido o uso de informações privilegiadas. Assim, como tal dispositivo é peça fundamental no combate a uma determinada conduta que impacta negativamente a credibilidade e eficiência do mercado de capitais, afastando os demais investidores nacionais e internacionais, tem-se que referido dispositivo resguarda um dos mais importantes segmentos do sistema financeiro.

III.4.2 O crime de uso indevido de informação privilegiada

Conforme amplamente analisado o uso indevido de informação privilegiada no âmbito do mercado de valores mobiliários é uma conduta que não pode ser aceita tanto por questões éticas como econômicas, pelo que o legislador brasileiro optou por criar diversas normas preventivas e repressivas a referida prática, tendo inclusive tipificado tal uso como crime. Já foi debatida no presente trabalho a responsabilidade do *insider* no âmbito civil, ponto extremamente controverso na doutrina. Contudo, a questão ainda não foi analisada, no presente trabalho, na perspectiva do direito penal.

A lei 10.303/01 criou a figura do tipo penal denominado “uso de informação privilegiada”, acrescentando na lei 6.385/76 o art. 27-D que estabelece:

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

Como já dito, referido artigo visa resguardar a eficiência e confiabilidade do mercado de valores mobiliários, e, por conseguinte tutela de maneira ampla o próprio sistema financeiro nacional. Ocorre que por versar sobre questões diretamente ligadas ao mercado acionário vale-se de conceitos trazidos pelo direito empresarial para tipificar a conduta, podendo ser chamada,

¹⁶³ Tendo como exceção os recursos obtidos com a emissão de debêntures e *commercial papers*, em regra a sociedade emissora não se obriga a devolver o recurso dos investidores, mas apenas a remunerá-los através do pagamento de dividendos.

portanto, de norma penal em branco. Ou seja, não é possível descrever de maneira satisfatória a conduta descrita no tipo penal, sem que o intérprete faça uso de conhecimentos técnicos jurídicos ligados à área das sociedades anônimas e do mercado de valores mobiliários.

Exatamente por se tratar de uma norma penal em branco somente é possível completar o tipo penal através da análise de outros dispositivos normativos que expliquem o conceito de valor mobiliário, do dever de lealdade, dever de informar, e do conceito de informação relevante.

O dever de informar, o de lealdade e o conceito de informação privilegiada estão ligados aos arts. 157 e 155 da LSA, e já foram objeto de análise no presente trabalho, representando respectivamente: a) dever dos administradores de divulgar ao público investidor as informações sobre atos e fatos relevantes; b) o dever inerente aos cargos de administração que obriga os administradores a exercer a função em proveito do interesse legítimo da companhia, sendo-lhe vedado valer-se de qualquer oportunidade comercial, que lhe surja em virtude do cargo ocupado, para obter benefício para si ou para outrem, bem como impede que os administradores utilizem informações privilegiadas para obter vantagens para si ou para outrem; c) aquela informação ainda não divulgada, e cuja divulgação é capaz de impactar o preço de cotação dos valores mobiliários de uma determinada companhia.

Por outro lado, o conceito de valores mobiliários pode ser obtido através da leitura do art. 2º da lei 6.385/76 que elenca uma série de documentos específicos como valores mobiliários, e, ainda, estabelece em seu inciso IX que serão considerados valores mobiliários, “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 serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.¹⁶⁴

Feitos estes breves esclarecimentos sobre os conceitos necessários para completar a norma penal em branco, necessário analisar os requisitos inculpidos em referido artigo para delimitar o alcance subjetivo de referido tipo penal. A questão a ser respondida é quem está sujeito às sanções penais descrita na norma em apreço. Descreve o tipo penal que comete o crime em comento aquela pessoa que “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

¹⁶⁴ Sobre o conceito de valores mobiliários ver: LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Valores Mobiliários. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais nº 36. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2007.

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

Ora, da simples leitura de tal dispositivo se infere a necessidade do autor da conduta possuir uma informação relevante e privilegiada, isto é, conhecimento de fatos ainda não revelados e capazes de alterar o preço de valores mobiliários emitidos por uma companhia; que faça uso desta informação em detrimento de outro investidor que não há possua, e tenha o intuito de obter benefício econômico para si ou para outrem; que haja uma negociação de valores mobiliários; e que o detentor da informação tenha o dever de guardar sigilo da mesma.

Ou seja, se por um lado ao elaborar acrescentar o §4º, ao art. 155, da LSA o legislador agiu acertadamente estabelecendo uma vedação que atinge indiscriminadamente a todas as pessoas que tiverem acesso à informação privilegiada e a usarem para obter vantagem indevida, ao regulamentar a questão sob a perspectiva do direito penal e estabelecer como elemento tipológico o dever de guardar sigilo da norma, excluiu, equivocadamente, aquelas pessoas que não tiveram acesso à informação em virtude de exercício de atividade profissional. Isso porque aquele investidor que tomou conhecimento da informação privilegiada em virtude de uma relação não-profissional está isento de tal obrigação, que nos termos do art. 154 da LSA incumbe apenas aos diretores e demais pessoas que a obtiverem em virtude do cargo que ocupam. Sobre o tema HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA relata:

O dever especial de lealdade para com a própria companhia, para com os acionistas atuais e para com o mercado diz respeito aos subordinados e terceiros de confiança do administrador, que deve zelar para que estes, tendo conhecimento antecipado da mesma informação, não venham a utilizá-la em seu benefício. Neste caso, o grupo de pessoas profissionalmente ligadas ao administrador em tela está sujeito a um *pacto de silêncio* e de inatividade quanto aos valores mobiliários da companhia até que a informação seja transmitida ao mercado, dando-se, assim, a mesma oportunidade a todos¹⁶⁵.

Desta feita, o alcance subjetivo da do art. 27-D, da LVM é mais restrito do que o ilícito civil e administrativo constante na Lei de SA, caracterizando, portanto, um crime próprio, que somente pode ser praticado pelos administradores das companhias (condição especial exigida para caracterização ilícito penal, em virtude da necessidade de violação ao dever de lealdade).¹⁶⁶

¹⁶⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial, v3. São Paulo: Malheiros Editores. 2008, pág.463.

¹⁶⁶ Sobre o tema ver: PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 320; e EIZIRIK, Nelson;

Importante ressaltar que tal limitação decorre da própria redação do artigo em análise, mas que destoa de todos os demais instrumentos normativos brasileiros e da tendência mundial de ampla repressão ao *Insider Trading*. Nos Estados Unidos, por exemplo, qualquer pessoa pode praticar o crime de *insider trading*, pouco importando a origem da informação privilegiada, mas apenas e tão somente sua utilização.

Agiu mal o legislador brasileiro ao isentar o *tippee*¹⁶⁷ da responsabilidade criminal, pois a medida que a eficiência do mercado de valores mobiliários está ligada à sua confiabilidade, sendo necessário que o preço de cotação dos títulos representem aquele inerente às informações disponíveis ao mercado, é indiferente para os investidores quem praticou a conduta, mas apenas se ocorreu ou não o uso de informação privilegiada. Assim, o mais adequado seria um tipo penal capaz de abranger a todas as pessoas, e não um tipo penal aplicável somente a um seletivo grupo de investidores. Sobre o tema JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA ensina:

Este é sem dúvida, o grande pecado do legislador brasileiro, por restringir a autoria do delito sob comento aos administradores, acionistas controladores e membros fiscais das companhias, além de profissionais ligados ao dever de sigilo, como advogados, contadores, etc, que a ela prestem serviços. Conquanto a legislação societária haja evoluído, incluindo o §4º ao art. 155 da LSA, as normas de caráter penal, embora posteriormente editadas, mostram-se tímidas e lacunosas, omitindo-se à penalização do *tippee*, figura atualmente combatida no direito norte-americano.¹⁶⁸

Destaca-se também que o direito penal brasileiro não estabelece penalidades ao administrador que vazar a informação para que um terceiro se beneficie, punindo exclusivamente o administrador, ou outro profissional que obteve acesso ao fato relevante em virtude de sua atividade, e a utilize pessoalmente. Assim, patente que tal norma penal mostra-se insuficiente para coibir o *insider trading*, que, inegavelmente merece uma melhor regulamentação na esfera criminal.

Por fim, importante ressaltar que NELSON EIZIRIK *et.al* sustenta que além de ser crime penal próprio a norma em comento regulamenta tipo penal material, ou seja, o delito somente se consuma caso o detentor da informação privilegiada realmente obtenha vantagem para si ou para outrem, não havendo que falar em crime se não houver obtenção de vantagem:

GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008.

¹⁶⁷ *insider* secundário, que obteve acesso à informação privilegiada em virtude de relações não-profissionais.

¹⁶⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 320

O delito é material, de forma que o momento consumativo é o da realização do resultado, a vantagem indevida e obtida com a utilização da informação privilegiada. A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação de valores mobiliários; não há como caracterizar “vantagem indevida” sem a realização do resultado.¹⁶⁹

Contudo, insta chamar a atenção para a redação do art. 27-D da LVM que estabelece como tipo penal a seguinte conduta “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”. Ora, apesar de não gozar de uma boa técnica legislativa o artigo em comento não criou um crime material, mas sim verdadeiro crime formal que exige apenas a realização de uma conduta, e não a real obtenção de vantagem.

O legislador estabeleceu como conduta passível de punição penal a utilização de informação capaz de gerar benefício econômico indevido. Caso pretendesse criar um crime material o legislador teria utilizado a expressão “obter vantagem indevida para si ou para outrem...”, e não “utilizar informação..” . Ou seja, o núcleo do tipo penal é a utilização de informação relevante com o intuito de obter vantagem indevida e não propriamente a obtenção do benefício econômico, até porque o *insider* possui mais informações do que o outro investidor com o qual negociou e tinha uma melhor condição de prever o comportamento do mercado, e não pode ser isento da penalidade por ter sido incompetente ao analisar a futura reação mercadológica. Outro fato que demonstra o equívoco do entendimento supra é a própria caracterização do bem jurídico tutelado, qual seja a eficiência e confiabilidade do mercado de capitais, de modo a toná-lo apto ao cumprimento de sua finalidade social descrita no art. 192 da CF/88. Finalidade esta que somente será alcançada se houver ampla repressão ao uso indevido de informações não divulgadas ao público investidor.¹⁷⁰

III.5 Responsabilidade administrativa do *insider*

¹⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 534.

¹⁷⁰ Neste sentido ver: PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005, pág. 320/322.

Além da responsabilidade civil e criminal, o *insider* também se sujeito a penalidades administrativas que lhe poderão ser imputadas em processo administrativo no âmbito da CVM¹⁷¹, que deverá dar prioridade aos casos de infração grave. Da decisão proferida pelo colegiado desta autarquia federal em regime especial caberá recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRFN¹⁷².

A Lei 6.385/76 ao estabelecer, em seu art. 11, que “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(...)” , nada mais fez do que determinar quais pessoas estão sujeitas à aplicação de penalidades, pela CVM, em virtude de atos ilícitos praticados no âmbito do mercado de capitais. Assim, da simples leitura do artigo em comento infere-se que qualquer pessoa que atue no mercado de capitais, seja em virtude de exercício profissional ou simplesmente na qualidade de investidor, e infrinja as normas que o regulam poderão sofrer as sanções administrativas descritas em tal dispositivo legal.¹⁷³

Antes de analisar as punições administrativas aplicáveis à conduta em análise, faz-se necessária uma breve incursão sobre o procedimento administrativo sancionador a ser aplicado pela CVM.

III.5.1 Procedimento administrativo sancionador

A aplicação de qualquer tipo de penalidade aos infratores das normas responsáveis pela regulamentação do mercado de valores mobiliários pressupõe a existência de um processo

¹⁷¹ Sobre o tema a Lei 6.385/76 estabelece: Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: ([Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#)); (...)V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))(...) § 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado. ([Parágrafo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

¹⁷²Sobre o tema a Lei 6.385/76 estabelece: 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: (..) § 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

¹⁷³ Importante destacar que o art. 9º, V, da Lei 6385/76, estabelece este mesmo critério para o alcance subjetivo do poder de fiscalização e disciplinar da CVM. Sobre o tema ver: MARTINS. Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense. 2010, pág 585.

administrativo sancionador, no qual seja assegurado aos acusado o direito ao contraditório e à ampla defesa. Referido processo administrativo deverá observar as normas previstas na Lei nº 9.784/99, que regulamenta o processo administrativo no âmbito da administração pública federal, além de normas específica, constantes nas instruções da CVM. Desde já, faz-se necessário esclarecer que somente serão analisados aspectos do procedimento administrativo ordinário, vez que por ser infração de natureza grave¹⁷⁴ o *insider trading* não pode ser julgado em processo administrativo conduzido sob o rito sumário¹⁷⁵.

Com o intuito de garantir a imparcialidade dos julgadores, divide-se o procedimento administrativo em duas etapas, a instrutória e a decisória, cada uma delas dirigidas por um órgão distinto. Na fase instrutória os órgãos técnicos da CVM irão analisar se existem indícios de prática de ato ilícito, bem como de autoria e irão realizar o termo de acusação, no qual deverá constar a suposta prática irregular, bem como o nome daqueles aos quais se imputa a conduta ilegal.

Caso tais órgãos entenderem que não há elementos suficientes de materialidade e autoria, sendo necessário aprofundar as investigações, será instaurado um inquérito administrativo, a ser conduzido pela Comissão de Inquérito, para que esta comissão reúna os elementos necessários para realização de acusação formal.

Nesta fase do procedimento a CVM, por intermédio da Comissão de Inquérito, poderá solicitar às instituições financeiras a quebra de sigilo bancário dos indiciados. É o que se extrai do

¹⁷⁴ A classificação do insider trading como infração grave decorre de previsão constante na Instrução CVM nº 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, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

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

Art. 18 - Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.

¹⁷⁵ Sobre a impossibilidade de ser aplicado o rito sumário no julgamento das infrações de natureza grave ver: AMENDOLARA. Leslie. O processo Administrativo Sancionador no âmbito do mercado de capitais.Rio de Janeiro: Forense Universitária. 2008, pág. 25/26.

art. 1º, §3º, IV, da LCP 105/01.¹⁷⁶ Se ao final das investigações existirem elementos suficientes para a acusação do indiciado a Comissão de Inquérito irá realizar um relatório contendo todos os elementos indispensáveis para a caracterização do ilícito. Tal relatório representa a peça acusatória, que será encaminhada para parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM, que emitirá parecer.

Concluída esta etapa (instrutória), os autos seguem para a Coordenação de Controle de Processos que intimará os acusados para a apresentação de defesa. Logo em seguida os autos são enviados ao colegiado, onde será definido, por sorteio, o relator, que analisará eventual pedido de dilação probatória realizado pela defesa, e também poderá, de ofício, requerer novas diligências. Realizadas as diligências o colegiado decidirá o processo administrativo, em sessão pública, e facultada a sustentação oral pela defesa.

Da decisão proferida cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (Lei 6.385/76, art.11, §4º)^{177 178}.

Transitada em julgado a decisão administrativa a parte poderá questioná-la perante o poder judiciário, em virtude do princípio da inafastabilidade da jurisdição previsto no art. 5º, XXV, da CR/88, que estabelece: “a lei não excluirá da apreciação do poder judiciário lesão ou ameaça a direito.” Analisando referido princípio J. J. GOMES CANOTILLO afirma:

Visando o princípio a uma melhor definição judiciário-material das relações entre Estado/cidadão e particulares/particulares, e, ao mesmo tempo, assegurar uma defesa dos direitos segundo os meios e métodos de um processo juridicamente adequado', a abertura da via judiciária é uma imposição directamente dirigida ao legislador no sentido de dar operatividade prática à defesa dos direitos. Essa imposição é de particular importância nos aspectos processuais.¹⁷⁹

¹⁷⁶ Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados.(...)§ 3º Não constitui violação do dever de sigilo: (...)IV – a comunicação, às autoridades competentes, da prática de ilícitos penais ou administrativos, abrangendo o fornecimento de informações sobre operações que envolvam recursos provenientes de qualquer prática criminosa; sobre a possibilidade de quebra do sigilo bancário ver:AMENDOLARA. Leslie. O processo Administrativo Sancionador no âmbito do mercado de capitais.Rio de janeiro: Forense Universitária. 2008, pág. 22.

¹⁷⁷ Art.11,§ 4º: As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

¹⁷⁸ Sobre o procedimento administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 272/278; e AMENDOLARA. Leslie. O processo Administrativo Sancionador no âmbito do mercado de capitais.Rio de janeiro: Forense Universitária. 2008.

¹⁷⁹ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Direito Constitucional. Coimbra:Almedina, 6ª ed., pg. 386.

Assim, caso o acusado julgue ter sofrido alguma lesão a direito, poderá valer-se do poder judiciário para tentar modificar a decisão administrativa. Contudo, existe uma forte tendência entre os participantes do mercado de acatar a decisão administrativa e não impugná-la judicialmente. Fato é que o julgamento administrativo é realizado por pessoas extremamente capacitadas e especializadas, ao passo que o Poder Judiciário não detém a mencionada especialização.

Ainda que existam varas especializadas em direito empresarial, o magistrado que as ocupa não necessariamente o será, pois não há concurso para a magistratura voltado para uma ou outra área do direito. Assim, existe a possibilidade da medida judicial ser apreciada por magistrados que não possuem qualquer afinidade com a matéria questionada, o que aumenta a possibilidade de ocorrência de *error in iudicando*. Além do que a falta de jurisprudência sobre os temas ligados ao mercado de capitais afasta qualquer previsibilidade das decisões judiciais, fazendo com que os participantes do mercado se sintam inseguros em relação ao desfecho da questão perante o Poder Judiciário.

Ademais, em relação à dúvidas sobre a interpretação de determinado dispositivo legal ligado ao mercado de valores mobiliários, os *players* e a própria mídia especializada procuram pautar-se pelas decisões proferidas pelo Colegiado da CVM e sequer se dão ao trabalho de fazer uma pesquisa jurisprudencial sobre o tema, demonstrando que a decisão da CVM possui hoje uma grande aceitação perante seus destinatários.¹⁸⁰

Para comprovar a tese aqui exposta, basta realizar uma consulta na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça para verificarmos que até hoje aquele tribunal julgou apenas 58¹⁸¹ casos em que a autarquia foi parte, sendo que a esmagadora maioria relativa a cobranças de taxa de fiscalização, sendo que a minoria deles questionava a decisão proferidas pelo colegiado.

III.5.2 Sanções Administrativas

Antes de analisar as sanções administrativas previstas na Lei 6.385/76, necessário esclarecer que o art. 155, §1º e §4º estabelece a proibição do uso de informação privilegiada, senão veja-se:

¹⁸⁰ Sobre o tema ver: ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades. *in* WALD, Arnaldo. Direito empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011, pág.833/845.

¹⁸¹ Dados extraídos do site: WWW.stj.jus.br, consulta realizada em 27.10.2011.

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

(...)

§ 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.

(...)

§ 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.

Ora, da simples leitura de tais dispositivos infere-se que o *insider trading* é ilícito de cunho formal, ou seja, a punição administrativa pelo uso de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais independe do resultado, pois a vedação abarca a utilização da informação com o intuito (finalidade) de obter vantagem indevida. Assim, não é necessário que o *insider* alcance o resultado desejado, mas apenas que tenha a intenção de obter algum benefício.¹⁸²

Feito esse breve esclarecimento importante verificar quais punições são aplicáveis ao ilícito em estudo. Por ser infração de natureza grave o *insider, a priori*, está sujeito a todas as punições previstas no art. 11, da Lei 6.375/11, que estabelece:

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.

§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:

¹⁸² Sobre o tema ver: CARVALHOSA, Modesto: Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v3. São Paulo: Saraiva. 2009, pág. 303.

- I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);
 - II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou
 - III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.
- § 2º Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo.
- § 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários.(...)

Contudo, necessário um exame individual de cada uma delas. A advertência, não se aplica ao caso do *insider trading*, tendo sido utilizada apenas no caso de infrações de natureza leve, ou cuja infração foi apenas de cunho formal, ou seja, quando o infrator deixou de realizar alguma formalidade da qual estava obrigado.

Por sua vez, a multa é importante instrumento de repressão à prática de ilícitos administrativo, e perfeitamente aplicável ao combate ao *insider trading*, devendo ser aplicada levando-se em conta a capacidade financeira do infrator e a gravidade do ato praticado. Ressalta-se que a aplicação desta pena pecuniária deve ter caráter educativo-punitivo, mas não pode levar o infrator à ruína, bem como não o exime da responsabilidade civil e criminal. A lei estabelece três critérios distintos para quantificação do valor da multa, mas no caso específico do *insider trading* entende-se que sempre deve prevalecer aquele que leva em consideração o benefício econômico alcançado, seja o lucro ou o prejuízo evitado. Nesse caso a pena pode chegar até o limite de três vezes o valor do benefício auferido.

Os incisos III e IV do artigo em comento distinguem-se em função do prazo e da gravidade da conduta. O inciso III, por se tratar de suspensão pressupõe um prazo de duração menor, do que a inabilitação prevista no inciso IV, mas ambas somente são aplicáveis aos *insiders* que ocupam cargo de diretor, conselheiro de administração ou conselheiro fiscal de entidade que dependa de autorização da CVM para funcionar.

Os incisos V, VI e VII são absolutamente incompatíveis com a conduta em apreço. Já o inciso VIII é plenamente aplicável ao caso do uso indevido de informação privilegiada, pelo que o *insider* pode ser proibido de atuar no mercado de valores mobiliários por até 10 anos.¹⁸³

¹⁸³ Sobre as penalidades administrativas que podem ser aplicadas pela CVM ver: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 319/324; e AMENDOLARA, Leslie. O processo Administrativo Sancionador no âmbito do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Forense Universitária. 2008, pág 30/34.

III.6. Mecanismos de prova do *insider trading*

A relevância da análise dos mecanismos ,de provas do *insider trading* decorre do fato de que todas as normas repressivas à referida conduta, somente poderão produzir efeitos jurídicos, após a verificação da existência ou não de provas capazes de justificar a aplicação de penalidades. Vale ressaltar que para que se aplique as normas repressivas, necessária a existência de processo administrativo ou judicial, em que se assegure ao acusado o exercício do direito ao contraditório e à ampla defesa, referido direito decorre da previsão do art. 5º, LV, da CF¹⁸⁴.

Analisando o tema, NORMA JONSSSEN PARENTE¹⁸⁵ ensina que a proibição ao *insider trading* não possuiria efeitos práticos se não fosse possível a prova acerca da realização da conduta vedada, e que para provar sua ocorrência, as presunções devem desempenhar um papel relevante. Segundo referida autora a prova do *insider trading*, na maioria das vezes, será feito com base em indícios, que têm por consequência a criação de presunções.

Acerca da possibilidade de uso de indícios como meios de prova, HUMBERTO THEODORO JÚNIOR¹⁸⁶ afirma que os indícios e as presunções estão inclusos entre os meios de prova moralmente legítimos previstos no art. 332¹⁸⁷ do Código de Processo Civil. Contudo, ressalta, que havendo no negócio jurídico exigência de observância de aspecto formal, não podem os indícios suprirem a ausência de um possível documento exigido para a celebração do negócio, pelo que os indícios só podem ser utilizados para provar fatos passíveis de serem provados por prova testemunhal.

Necessário esclarecer que a prova do *insider trading* não necessita da observância de formalidades, podendo efetivamente ocorrer através de indícios, desde que suficientes para demonstrar a ocorrência da infração. Contudo, a punição baseada apenas em indícios só pode ocorrer, se não existirem outros indícios que demonstrem a inexistência da infração.

¹⁸⁴ Confira a redação de referido dispositivo legal: "Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...)LV - aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes;"

¹⁸⁵ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do Insider Trading. Comissão de Valores Mobiliários, 1978. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp> Acesso em: 05 mai 2010.

¹⁸⁶ THEODORO JR, Humberto. *Curso de direito processual civil*, v.1. 51ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

¹⁸⁷ Confira a redação do artigo 332 do Código de Processo Civil: "Art. 332. Todos os meios legais, bem como os moralmente legítimos, ainda que não especificados neste Código, são hábeis para provar a verdade dos fatos, em que se funda a ação ou a defesa."

Destaca-se, ainda, a necessidade de se permitir ao acusado o exercício ao contraditório e a ampla defesa, sob pena de lesão ao disposto no art. 5º, LV, da CF. Nesta linha são as lições de NELSON EIZIRIK *et al*:

Os indícios, que constituem modalidade de prova indireta, devem ser apreciados com muita cautela pela autoridade julgadora, posto que as decisões que não resultam de provas diretas são normalmente fontes de inúmeros equívocos. A prova indiciária somente é suficiente para permitir a condenação do acusado quando existe uma cadeia de indícios que relacione a atuação do acusado à infração supostamente praticada e quando não existam contra-indícios que lancem dúvidas sobre a efetiva responsabilidade do indiciado.¹⁸⁸

Ressalta-se que a prova indiciária é válida até mesmo para a comprovação do ilícito penal, não se limitando à responsabilidade civil/administrativa. Fato é que apesar de ser prova indireta o indício não possui menor importância que os demais tipos de prova e “tem valor relativo como todas as demais, podendo lastrear validamente sentença condenatória ou absolutória”.¹⁸⁹

Ademais, tem-se que muitas vezes a prova do *insider trading* é muito difícil, senão impossível, de ser produzida, pelo que pode-se classificá-la como prova diabólica. Assim, como se trata de prova diabólica, e caso existam indícios e presunções que levam a conclusão, ainda que não definitiva, mas aparente, de que houve o ilícito, não há motivos para não aplicar a distribuição dinâmica do ônus da prova. Este o entendimento de FREDIE DIDIER JR., PAULA SARNO BRAGA e RAFAEL OLIVEIRA:

Quando se está diante de uma prova diabólica deste viés, insusceptível de avaliação a ser produzida por aquele que deveria fazê-lo, de acordo com a lei, mas apta a ser realizada pelo outro, o ônus probatório deverá ser distribuído dinamicamente, caso a caso, na fase de saneamento ou instrutória – em tempo do onerado dele desincumbir-se-, como se verá no item a seguir.¹⁹⁰

Fato é que se já existem indícios de prática do ilícito e, aliado a isso, o acusado se recusa a colaborar e produzir uma prova que estava a seu alcance, deve-se aplicar a teoria em comento e lhe atribuir tal ônus, equiparando-lhe a recusa a mais um indício em seu desfavor:

¹⁸⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág. 299.

¹⁸⁹ TÁVORA, Nestor; ALENCAR Rosmar Rodrigues. Curso de direito processual penal. Salvador: JusPODIVM. 2009, Pág. 390.

¹⁹⁰ DIDIER JR., Fredie; BRAGA, Paula Sarno; OLIVEIRA, Rafael. Curso de Direito Processual Civil, v2.Salvador: JusPODiVM. 2011, pág 93.

Se se ordena a uma parte produzir uma prova ou esclarecimento a seu alcance, e se esta, sem justificar a recusa, omite-se no cumprimento da ordem judicial, autorizado estará o uso de seu comportamento como indício, que juntamente com outros elementos de prova ou outros indícios já presentes nos autos, funcionará como elemento útil ao julgamento da causa. É, pois, no terreno das provas indiciárias ou circunstanciais que o emprego do dinamismo do ônus da prova será melhor empregado.¹⁹¹

Contudo, ressalta-se que a teoria da distribuição do ônus da prova somente se aplica a casos em que é possível ao acusado produzir provas que demonstrem sua inocência ou ao menos trazem indícios de que não praticou o ato ilícito, sob pena de cercear seu direito de defesa caso lhe seja atribuído o ônus de produzir prova impossível.

Ressalta-se que dependendo dos indícios existentes eles podem fundamentar uma decisão condenatória, independentemente da aplicação da teoria da distribuição dinâmica.

Por fim, ressalta-se que caso os administradores, seus subordinados e terceiros de confiança negociem valores mobiliários, quando existam fatos relevantes ainda sigilosos, milita contra eles a presunção de que fizeram a negociação com o intuito de obter a vantagem indevida. E em relação ao administrador ainda existe a presunção, repita-se, relativa, de que tinha conhecimento do fato. Já em relação aos seus subordinados e terceiros de confiança deve-se provar o conhecimento da informação. Sobre tema ALFREDO LAMY FILHO E JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA ensinam:

É que, com relação aos administradores, a doutrina (Eizrik, 1983, p. 40 e segs., e Barros Leães 1982, p. 178-180), adotou uma presunção relativa não só de conhecimento da informação privilegiada por parte deles, mas de que a negociação na pendência de informação privilegiada tinha por finalidade auferir vantagem com a negociação.¹⁹²

Diante do exposto, infere-se ser possível a prova do *insider trading* mediante a utilização de indícios, desde que não haja outros indícios que demonstrem que o acusado não praticou a conduta supra.

¹⁹¹ THEODORO JR, Humberto. *Curso de direito processual civil*. 51ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. V. I, p. 434.

¹⁹² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pág. 1164.

CONCLUSÃO

Esta dissertação tinha por objetivo delimitar o alcance da proibição do uso de informação privilegiada no mercado de capitais, bem como a responsabilidade do *insider*. E para que fosse possível solucionar tal questão foram enfrentados temas ligados à conceituação do mercado, das bolsas de valores, o funcionamento do mercado de capitais secundário, bem como os poderes e atribuições da CVM.

Posteriormente analisou-se o conceito de *insiders* e do *insider trading*, chegou-se a conclusão de que a reparação civil dos danos dele decorrentes não está vinculada ao juízo arbitral, mas é possível que as partes optem por solucionar o conflito por meio da jurisdição privado, desde que façam o compromisso arbitral.

Ao longo desta dissertação, restou demonstrado que existem duas razões para a coibição da prática ao *insider trading*. Uma de ordem ética, que diz respeito, à condenável conduta daquele, que possuindo informações relevantes, as utiliza visando auferir vantagem indevida, causa dano a outros investidores que não tiveram acesso às mesmas informações. Realizando, assim, negócio jurídico desprovido de equidade.

O outro motivo que levou proibição do uso indevido de informações privilegiadas fundamenta-se em razões econômicas, visto que o mercado de capitais é considerado eficiente quando os valores mobiliários refletem exatamente todas as informações relevantes da companhia que os emitiu, e que estão colocadas em circulação. Assim, ao permitir que um *player* negocie valores mobiliários com mais informações, do que os demais, lhe viabiliza antever o comportamento futuro do mercado e obter vantagem indevida através da negociação de títulos. Fato este que abala a confiabilidade e credibilidade do mercado de valores mobiliários, impactando o aporte de recursos neste setor.

Analisados os fundamentos que levaram à proibição do *insider trading* foi esclarecido que toda e qualquer pessoa (*insider*), que tenha acesso a uma informação sigilosa, e cuja divulgação afetará a cotação de determinados valores mobiliários, poderá praticar o *insider trading*, independentemente do motivo que a levou a ter acesso à informação.

Tal corrente se justifica pelo fato de que a legislação brasileira, através do § 4º do art. 155, da Lei de S.A., a utilização de informações privilegiadas, por qualquer pessoa, sem restringir expressamente o alcance da norma. Fato este que aliado aos fundamentos, de ordem ética e

econômica que deram origem à coibição do *insider trading*, e que demonstram a necessidade de se proibir o uso abusivo de informação privilegiada.

Não bastassem os argumentos acima esposados, restou demonstrado que o uso de informações privilegiadas fere o princípio da isonomia, a medida que as partes celebram negócio jurídico em situação de completa disparidade, pois o *insider*, possui informações sigilosas que lhe permitem prever um comportamento do mercado, o que não é facultado à outra parte,. Assim não são assegurados os mesmos direitos aos contratantes e os riscos do investimento deixam de ser aqueles decorrentes de sua própria natureza, para somar-se àqueles decorrentes ausência de credibilidade do mercado, que não fornece boas condições de segurança ao seu investidor.

Verificou-se, ainda, que a responsabilidade civil se limita à indenização por perdas e danos prevista no art. 155, §3º, da LSA, não sendo possível a anulação do negócio jurídico. Assim, como responde o infrator pelas perdas e danos, se não houver perda ou dano suportado por outrem não há que falar em indenização.

Por outro lado, as sanções administrativas podem ser aplicadas independentemente do resultado final obtido na negociação de valores mobiliários, tendo em vista que trata-se de infração de mera conduta. Ou seja, uma vez realizada a conduta vedada pelo ordenamento jurídico, independentemente de se obter o resultado almejado, estará o *insider sujeito* a tais punições.

Quando ao aspecto criminal, vimos que este também não exige a obtenção da vantagem pretendida, mas por outro lado exige que o *insider* tenha o dever de sigilo em relação à informação obtida. Assim, não estão incluídas no alcance subjetivo do tipo penal aquelas pessoas que obtiveram a informação por qualquer outro meio que não esteja ligado à sua atividade profissional, pelo que andou mal o legislador ao restringir a incidência deste crime.

Ultrapassada esta análise, verificou-se que o *insider trading* pode ser comprovado através de indícios, que analisados de forma conjunta demonstrem que efetivamente ocorreu o uso indevido de informações privilegiadas. Todavia, havendo indícios que demonstrem que o acusado não praticou a conduta supra, faz-se necessária uma prova mais contundente.

Conclui-se, portanto, que qualquer pessoa que faça uso de informações privilegiadas, visando auferir vantagem no mercado de capitais, poderá ser responsabilizada pela conduta, independentemente de saber ou não que a informação sobre a qual pautou a negociação é privilegiada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores Mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas. 2008. *In* WALD, Arnaldo. Direito empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011.

AMENDOLARA, Leslie. O processo Administrativo Sancionador no âmbito do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Forense Universitária. 2008.

ANDREZO, Andrea Fernande. Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária –Efetivo Avanço? *In* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 130. Malheiros Editores. abril-junho de 2003.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades. *in* WALD, Arnaldo. Direito empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011.

ARAÚJO, Fernando. Teoria Econômica do Contrato. Coimbra: Almedina. 2007.

ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva. 1989.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas. 2006.

BASTOS, Celso Ribeiro. Curso de Direito Constitucional. São Paulo: Celso Bastos Editora. 2002.

BENNY, Laura Nyantung. The political economy of insider trading legislation and enforcement: international evidencer. Harvard Law School. 2002. Disponível em http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/No345.01.Beny.pdf, consultado em 20.10.2011.

BHATTCHARYA, Utpal. HAZEM, Daouk. The Word price of insider trading. Kelley School of Business, Indiana University. Disponível em: http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2006/BD_The_world.pdf, consultado em 15.10.2011.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 7 sub edition. McGraw-Hill College. 2003, pág. 981.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Direito Constitucional. Coimbra: Almedina, 6ª Ed.

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

CARVALHO, Antônio Gledson de. Efeitos de migração para os níveis de governança da Bovespa. Jan. 2003, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/usp niveis.pdf>, acessado em 22.10.2011.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, v3. São Paulo: Saraiva. 2009.

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

CARVALHOSA, Modesto. Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral (§3º do art. 109). In LOBO, Jorge. A Reforma da Lei de S.A. Rio de Janeiro: Forense. 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial Volume 2. São Paulo: Editora Saraiva. 2006.

COMPARATO, Fábio Konder. Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1971.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade Anônima. Belo Horizonte: Del Rey. 2005.

DELGADO, José Eduardo Carneiro. Valor Mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. Dez. 1998. In WALD, Arnaldo (org.). Direito empresarial: Mercado de Capitais, v8. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011.

DIDIER JR., Fredie; BRAGA, Paula Sarno; OLIVEIRA, Rafael. Curso de Direito Processual Civil, v2. Salvador: JusPODiVM. 2011.

DIREITO, Carlos Alberto Menezes Direito. Comentários ao Novo Código Civil: Da Responsabilidade Civil. Das Preferências e Privilégios Creditórios. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2004.

DOTTA, Eduardo Montenegro. A Responsabilidade dos Administradores dos Fundos de Investimento no Novo Código Civil. São Paulo: Editora Textonovo. 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983.

ENEI, José Virgílio Lopes. Arbitragem nas Sociedades Anônimas. *In* Revista Waldério (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2003, pág.152..

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. Direito dos Contratos. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2011.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de Direito Comercial. São Paulo: Atlas. 2009..

FINKELSTEIN, Cláudio. Arbitragem no Direito Societário. *In* FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva. 2007.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Direito Empresarial II. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009.

GUERRERO, Fernando Luis. Convenção de Arbitragem e Processo. São Paulo: Atlas. 2009.

GOMES, Orlando. CONTRATOS. Rio de Janeiro: Forense. 2009.

GOMES, Orlando. Obrigações. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2000.

ISHIKAWA, Sérgio; FILHO, Armando Mellagi. Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Editora Atlas. 2003.

KÜMPEL, Siegfried. Direito do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense. 2009.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais & "Insider Trading". São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1982.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A Cláusula Compromissória Estatutária. *In* Wald, Arnaldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 22. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Valores Mobiliários. *In* WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais nº 36. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2007.

LUCCA, Newton De. Comentários ao Novo Código Civil: Dos Atos Unilaterais. Dos Títulos de Crédito Vol. XII. Rio de Janeiro: Editora Forense: 2003.

LUCENA, José Waldecy. Comentários à Lei das sociedades anônimas, V2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009.

MAKANT, Barbara. A arbitrabilidade Subjetiva nas Sociedades Anônimas. *In* Wald, Arnaldo (Coordenação). Revista de arbitragem e mediação nº 7. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2005.

- MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense. 2010,
- MARTINS, Fran. Curso de Direito Comercial. Rio de Janeiro: Forense. 2009.
- MARTINS, Ives Gandra da Silva. Comentários ao art. 192. In BONAVIDES, Paulo; MIRANDA, Jorge; RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz.(Coord.). Comentários à Constituição Federal de 1988. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “*Insider Trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979.
- MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Editora Malheiros. 2003.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coordenação). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Editora Dilética. 1999.
- NEGRÃO, Ricardo. Manual de Direito Comercial e de Empresa Volume I. São Paulo: Editora Saraiva. 2005.
- NETO, Alexandre Assaf. Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas. 2006.
- PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do Insider Trading. Comissão de Valores Mobiliários, 1978. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp> Acesso em: 05 mai 2010.
- PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. São Paulo: Lumen Juris. 2000.
- PAULIN, Luiz Alfredo. DAS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELO NOVO VÓDIGO CIVIL NO MERCADO DE CAPITAIS. In WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 21. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2003.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2004.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil, V 1. Rio de Janeiro: Forense. 2010.
- PIMENTA, Eduardo Goulart. A disciplina legal das sociedades empresárias sob uma perspectiva de direito e economia. in TIMM, Lucinano Benetti (coord.). Direito & Economia. Porto Alegre: Livraria do Advogado. 2008.

- PIMENTA, Eduardo Goulart. Exclusão e Retirada de Sócios. Belo Horizonte: Mandamentos. 2004.
- PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Campus. 2005.
- PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009.
- PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2006.
- PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2007.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. Direitos e Deveres dos Acionistas. *In* FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coordenação). Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva. 2007.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2005.
- REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial 2º volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. São Paulo: Editora Atlas. 2006.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é “Direito e Economia”?. *In* TIMM, Lucinano Benetti (coord.). Direito & Economia. Porto Alegre: Livraria do Advogado. 2008
- SAPERSTAIN, David. A regulamentação governamental das atividades de investimentos. *in* BARROS, Benedicto Ferri de Barros. O Mercado de Capitais dos Estados Unidos. São Paulo: Associação das empresas de investimentos crédito e financiamento. 1970.
- SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; ELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas Sobre o Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na Atualidade. *In* WALD, Arnoldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2006.
- SILVA, Alexandre Couto. Distribuição de Dividendos nas Sociedades Cíveis e Comerciais. *In* WALD, Arnoldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002.
- SILVA, Rodrigo Alves da. Fundos de Investimento Financeiro à Luz do Código de Defesa do Consumidor: A Proteção Jurídica do Investidor. *In* JÚNIOR, Nelson Nery; NERY, Rosa Maria de Andrade. Revista de Direito Privado nº 17. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais. 2004.
- SZTAJN, Rachel; VERÇOZA, Haroldo Malheiros Duclerc. A incompletude do contrato de sociedade. *in*. *In* BULGARELLI, Waldirio (Coordenação). Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 131. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2003.

STUBER, Walter Douglas. As Novas Regras Para a Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileira. *In* WALD, Arnaldo (Coordenação). Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 16. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2002.

TÁVORA, Nestor; ALENCAR Rosmar Rodrigues. Curso de direito processual penal. Salvador: JusPODIVM. 2009.

THEODORO JR, Humberto. *Curso de direito processual civil, v.1.* 51ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas. *In* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coordenação). Sociedade Anônima. São Paulo: Quartier Latin. 2007.

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. Modificações Introduzidas na Lei das Sociedade por Ações, quanto à Disciplina da Administração das Companhias. *In* Jorge Lobo (Coordenação). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2002. Pág. 444. Sobre o tema ver também: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Reforma da Lei das S.A. Comentada. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2002,

VALÉRIO, Marco Aurélio Gumiere. Arbitragem nas Sociedades Anônimas. *In* BULGARELLI, Waldirio (Coordenação). Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 139. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 3. São Paulo: Malheiros editores. 2007.

VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. Arbitragem no Direito Societário. Belo Horizonte: Mandamentos. 2004.

WALD, Arnaldo. A crise e a Arbitragem no Direito Societário e Bancário. *In* WALD, Arnaldo. Revista de mediação e arbitragem nº 20. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2009.

ANEXO A – INSTRUÇÃO CVM 358/02

INSTRUÇÃO CVM Nº 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002.

Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências.

O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, e com fundamento no disposto nos arts. 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra "a", e 22, § 1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, **resolveu** baixar a seguinte Instrução:

ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º - São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por 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, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

DEFINIÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

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

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

Parágrafo único. Observada a definição do "caput", são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

- I. assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
- II. mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- III. celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- IV. ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- V. autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- VI. decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- VII. incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
- VIII. transformação ou dissolução da companhia;
- IX. mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X. mudança de critérios contábeis;
- XI. renegociação de dívidas;
- XII. aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- XIII. alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV. desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV. aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
- XVI. lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII. celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- XVIII. aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- XIX. início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX. descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI. modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- XXII. impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

DEVERES E RESPONSABILIDADES NA DIVULGAÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

Art. 3º - Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

§ 1º 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, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação.

§ 2º Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

§ 3º O Diretor de Relações com Investidores deverá divulgar simultaneamente ao mercado ato ou fato relevante a ser veiculado por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.

§ 4º A divulgação deverá se dar através de publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores - Internet, onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§ 5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no parágrafo anterior, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

§ 6º A CVM poderá determinar a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante.

Art. 4º - A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos adicionais à comunicação e à divulgação de ato ou fato relevante.

Parágrafo único. Na hipótese do "caput", ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.

Art. 5º - A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§ 1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser

feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá, ao comunicar o ato ou fato relevante, solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante.

§ 3º A suspensão de negociação a que se refere o parágrafo anterior não será levada a efeito no Brasil enquanto estiver em funcionamento bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado de outro país em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e em tal bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado os negócios com aqueles valores mobiliários não estiverem suspensos.

EXCEÇÃO À IMEDIATA DIVULGAÇÃO

Art. 6º - Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no "caput" ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

Art. 7º - A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, poderá decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do "caput" do art. 6º.

§ 1º O requerimento de que trata o "caput" deverá ser dirigido ao Presidente da CVM em envelope lacrado, no qual deverá constar a palavra "Confidencial".

§ 2º Caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, determinará ao interessado, ou ao Diretor de Relações com Investidores, conforme o caso, que o comunique, imediatamente, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e o divulgue na forma do art. 3º desta Instrução.

§ 3º Na hipótese do parágrafo único do art. 6º, o requerimento de que trata o "caput" não eximirá os acionistas controladores e os administradores de sua responsabilidade pela divulgação do ato ou fato relevante.

DEVER DE GUARDAR SIGILO

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 terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO EM OFERTAS PÚBLICAS

Art. 9º - Imediatamente após deliberar realizar oferta pública que dependa de registro na CVM, o ofertante deverá divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, nos termos do art. 3º desta Instrução.

§ 1º O disposto no "caput" não se aplica ao procedimento de análise preliminar confidencial para pedidos de registro de distribuição pública de valores mobiliários, nos termos da regulamentação em vigor.

§ 2º Caso a realização da oferta pública esteja sujeita ao implemento de condições, fica o ofertante obrigado a divulgar aviso de fato relevante, sempre que tais condições se verificarem, esclarecendo se mantém a oferta, e em que condições, ou se ela perderá sua eficácia.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Art. 10 - O adquirente do controle acionário de companhia aberta deverá divulgar fato relevante e realizar as comunicações de que trata o art. 3º, na forma ali prevista.

Parágrafo único. A comunicação e a divulgação referidas no "caput" deverão contemplar, no mínimo, as seguintes informações:

- I. nome e qualificação do adquirente, bem como um breve resumo acerca dos setores de atuação e atividades por ele desenvolvidas;
- II. nome e qualificação do alienante, inclusive indireto, se houver;
- III. preço, total e o atribuído por ação de cada espécie e classe, forma de pagamento e demais características e condições relevantes do negócio;
- IV. objetivo da aquisição, indicando, no caso do adquirente ser companhia aberta, os efeitos esperados em seus negócios;
- V. número e percentual de ações adquiridas, por espécie e classe, em relação ao capital votante e total;
- VI. indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia;
- VII. declaração quanto à intenção de promover, ou não, no prazo de um ano, o cancelamento do registro da companhia aberta; e

- VIII. outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover na companhia, em especial reestruturação societária envolvendo fusão, cisão ou incorporação.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE NEGOCIAÇÕES DE ADMINISTRADORES E PESSOAS LIGADAS

Art. 11 - Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ficam obrigados a comunicar à CVM, à companhia e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e de sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhias abertas, ou a eles referenciados, de que sejam titulares, bem como as alterações em suas posições.

§ 1º A comunicação deverá conter, no mínimo, as seguintes informações:

- I. nome e qualificação do comunicante, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;
- II. quantidade, por espécie e classe, no caso de ações, e demais características no caso de outros valores mobiliários, além da identificação da companhia emissora; e
- III. forma, preço e data das transações.

§ 2º Os diretores, os membros do conselho de administração, os membros do conselho fiscal e os de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão efetuar a comunicação de que trata o "caput" imediatamente após a investidura no cargo ou quando da apresentação da documentação para o registro da companhia como aberta, e no prazo máximo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificar alteração das posições por eles detidas, indicando o saldo da posição no período.

§ 3º As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração anual de imposto sobre a renda, e de sociedades controladas direta ou indiretamente.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE A AQUISIÇÃO E ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA RELEVANTE, E SOBRE NEGOCIAÇÕES DE CONTROLADORES E ACIONISTAS

Art. 12 - Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve enviar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da

companhia sejam admitidos à negociação, assim como divulgar, nos termos do art. 3º, declaração contendo as seguintes informações:

- I. nome e qualificação do adquirente, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;
- II. objetivo da participação e quantidade visada;
- III. número de ações, bônus de subscrição, bem como de direitos de subscrição de ações e de opções de compra de ações, por espécie e classe, já detidos, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada;
- IV. número de debêntures conversíveis em ações, já detidas, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada, explicitando a quantidade de ações objeto da possível conversão, por espécie e classe; e
- V. indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia.

§ 1º Está igualmente obrigada à divulgação das mesmas informações a pessoa ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, titular de participação acionária igual ou superior ao percentual referido no "caput" deste artigo, a cada vez que a referida participação se eleve em 5% (cinco por cento) da espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia.

§ 2º As obrigações previstas no "caput" e no parágrafo 1º se estendem também à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados.

§ 3º A comunicação à CVM, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, será feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no "caput".

§ 4º As pessoas mencionadas no "caput" também deverão informar a alienação ou a extinção de ações e demais valores mobiliários mencionados neste artigo, ou de direitos sobre eles, a cada vez que tal alienação ou extinção atingir o percentual referido no "caput".

§ 5º A CVM poderá autorizar a dispensa da divulgação pela imprensa, em face do grau de dispersão das ações da companhia no mercado, e da declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, desde que assegurada a efetiva publicidade por meio de divulgação julgado satisfatório pela CVM.

VEDAÇÕES À NEGOCIAÇÃO

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

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

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

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

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

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

§ 6º A vedação prevista no "caput" não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembléia geral.

§ 7º As vedações previstas no "caput" e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.

Art. 14 - Caso tenha sido celebrado qualquer acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário respectivo, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária, e enquanto a operação não for tornada pública através da publicação de fato relevante, o conselho de administração da companhia não poderá deliberar a aquisição ou a alienação de ações de própria emissão.

POLÍTICA DE NEGOCIAÇÃO

Art. 15 - A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão por ela própria, 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.

§ 1º A política de negociação referida no "caput" não poderá ser aprovada ou alterada na pendência de ato ou fato relevante ainda não divulgado, e deverá necessariamente:

- I. contar com a adesão expressa das pessoas mencionadas no "caput" que queiram dela se beneficiar, as quais deverão observá-la estritamente; e,
- II. incluir a vedação de negociações, no mínimo, no período de 15 (quinze dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia; e,
- III. adotar procedimentos que assegurem que em nenhuma hipótese a companhia negociará com as próprias ações nos períodos de vedação estabelecidos nesta Instrução e na própria política de negociação;

§ 2º A critério da companhia, a adesão de que trata o inciso I do parágrafo anterior poderá contemplar a indicação detalhada de política de negociação própria do interessado, a qual deverá observar os mesmos elementos mínimos referidos no parágrafo anterior.

POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO

Art. 16 - A companhia aberta deverá, por deliberação do conselho de administração, adotar política de divulgação de ato ou fato relevante, contemplando procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.

§ 1º A companhia deverá comunicar formalmente os termos da deliberação aos acionistas controladores e às pessoas que ocupem ou venham a ocupar as funções referidas no art. 13, delas obtendo a respectiva adesão formal, em instrumento que deverá ser arquivado na sede da companhia enquanto a pessoa com ela mantiver vínculo, e por cinco anos, no mínimo, após o seu desligamento.

§ 2º A companhia deverá manter em sua sede, à disposição da CVM, a relação de pessoas mencionadas no "caput" deste artigo e respectivas qualificações, indicando cargo ou função, endereço e número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas, atualizando-a imediatamente sempre que houver modificação.

DISPOSIÇÕES COMUNS ÀS POLÍTICAS DE NEGOCIAÇÃO E DIVULGAÇÃO

Art. 17 - A aprovação ou alteração da política de negociação e da política de divulgação da companhia aberta deverá ser comunicada à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, devendo a comunicação ser acompanhada de cópia da deliberação e do inteiro teor dos documentos que disciplinem e integrem as referidas políticas.

§ 1º Sem prejuízo de posterior investigação e sanção, a CVM poderá determinar o aperfeiçoamento ou a alteração da política de negociação, se entender que seu teor não impede a utilização da informação relevante na realização da negociação, ou da política de divulgação, se entender que não atende adequadamente aos termos desta Instrução.

§ 2º As políticas de negociação e divulgação poderão ser aprovadas conjuntamente, e constituir um único conjunto de normas e procedimentos.

§ 3º A companhia, quando da aprovação das políticas de negociação e divulgação, deverá indicar um diretor responsável pela sua execução e acompanhamento.

INFRAÇÃO GRAVE

Art. 18 - Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.

Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.

DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 19 - Qualquer mudança nos fatos ou intenções objeto das declarações feitas nos termos desta Instrução deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.

Art. 20 - As vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Instrução:

- I. aplicam-se tanto às negociações realizadas em bolsa de valores e em mercado de balcão, organizado ou não, quanto às realizadas sem a interveniência de instituição integrante do sistema de distribuição; e
- II. estendem-se às negociações realizadas direta ou indiretamente pelas pessoas nela referidas, quer tais negociações se dêem através de sociedade controlada, quer através de terceiros com quem for mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações.

Parágrafo único. Não se consideram negociações indiretas aquelas realizadas por fundos de investimento de que sejam cotistas as pessoas mencionadas nesta Instrução, desde que tais fundos não sejam exclusivos, nem as decisões de negociação do administrador possam ser influenciadas pelos cotistas.

Art. 21 - As normas desta Instrução aplicam-se às empresas patrocinadoras de programas de BDR níveis II e III, naquilo que não forem incompatíveis com as disposições aplicáveis nos países em que emitidos os valores mobiliários respectivos.

Art. 22 - O Superintendente Geral da CVM fica autorizado a aprovar normas relativas a procedimentos eletrônicos de apresentação de informação.

Art. 23 - O descumprimento das obrigações contidas nos arts. 11, § 2º, 12 e 16 desta Instrução enseja a aplicação de multa cominatória diária, que incidirá a partir do primeiro dia útil subsequente ao término do prazo para a entrega das informações, independente de intimação, no valor de R\$ 500,00 (quinhentos reais).

Art. 24 - A aprovação da política de divulgação de ato ou fato relevante e dos procedimentos da companhia aberta previstos no art. 16 deverá ser efetivada em até sessenta dias após a entrada em vigor da presente Instrução.

Art. 25 - As pessoas referidas no art. 11 estarão obrigadas a realizar as comunicações ali previstas após o decurso do prazo indicado no artigo anterior.

Art. 26 - Ficam revogadas a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999.

VIGÊNCIA

Art. 27 - Esta Instrução entra em vigor 90 (noventa) dias após sua publicação no Diário Oficial da União.

Original assinado por

JOSÉ LUIZ OSORIO DE ALMEIDA FILHO

PRESIDENTE

