

**RITA DE CÁSSIA ZUCCO**

***FULL DISCLOSURE NO MERCADO DE CAPITAIS***

Curitiba  
2001

**RITA DE CÁSSIA ZUCCO**

***FULL DISCLOSURE NO MERCADO DE CAPITAIS***

Monografia apresentada como requisito para obtenção do grau de Especialista. Curso de Pós-Graduação em Direito Societário. Universidade Federal do Paraná.

Curitiba

2001

## Índice

|  |    |
|--|----|
| 1. Introdução.....   | 03 |
| 2. Ampla divulgação de informações – Justificativas .....                              | 05 |
| 3. Críticas ao processo de ampla divulgação de informações .....                       | 07 |
| a) Substrato econômico .....   | 10 |
| b) A eficiência do mercado .....   | 12 |
| c) Sob a ótica contábil .....  | 16 |
| d) Custos de <i>agency</i> .....   | 20 |
| 4. Destinatários do processo de <i>disclosure</i> .....                                | 24 |
| 5. A importância do <i>full disclosure</i> .....                                       | 26 |
| 6. Evolução da legislação brasileira sobre o tema .....                                | 27 |
| 7. Repressão ao <i>insider trading</i> como corolário do amplo <i>disclosure</i> ..... | 30 |
| a) Natureza jurídica.....  | 31 |
| b) Tipos de reações jurídicas ao <i>insider trading</i> .....                          | 36 |
| c) Normas aplicáveis no Brasil.....  | 38 |
| 8. Conclusão.....  | 45 |
| 9. Bibliografia.....   | 48 |

## 1. Introdução

O princípio da ampla divulgação de informações (*full disclosure*) poderia ser considerado, como a verdade fundante do mercado de capitais, ao representar o pressuposto, a base e o elemento orientador de todas as normas que o integram.

Esse também é o entendimento de Fábio Konder Comparato, para quem “ a *full disclosure* passou a ser, realmente, um dos pilares em que se assenta o sistema normativo das companhias”<sup>1</sup>

Tal princípio está indubitavelmente inserido no ordenamento do mercado de capitais, tendo adquirido verdadeira força coercitiva.

Fundado em razões éticas, mas também como forma de controle social, o princípio do *full disclosure* encontra sua origem na legislação federal norte-americana reguladora do mercado de capitais: o *Securities Act*, de 1933 e o *Securities and Exchange Act*, de 1934.

Tais normas jurídicas, editadas na ótica interventiva do *New Deal*, impuseram a ampla divulgação de informações às companhias que colocassem no mercado emissões de valores mobiliários ou tivessem seus títulos admitidos à negociação em bolsa de valores.

Nesse mercado, regido por regras específicas, é que o princípio da ampla divulgação de informações foi abarcado como um dos fundamentos para a sua eficiência.

---

<sup>1</sup> COMPARATO, Fábio Konder. A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas de Aquisição de Ações, Artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, nº 49, p. 60, janeiro-março/1983.

Discutir-se-á o conceito de ampla divulgação de informações, seus fundamentos, o seu substrato econômico, que tão profundamente se encontra ligado ao comportamento do mercado de capitais.

Pretende-se, ainda, discutir as melhores formas de implementar o princípio da ampla divulgação de informações em nossa realidade, tendo em vista problemas, custos, e essa tendência irreversível, imposta pela globalização dos mercados, à ampliação e efetivação dos processos de *disclosure*.

Outro ponto que se encontra interrelacionado com o tema abordado são as práticas conhecidas como *insiders trading*, as quais serão objeto de avaliação específica, juntamente com os meios disponíveis à sua prevenção ou combate.

## 2. Ampla divulgação de informações - Justificativas

O tópico a ser desenvolvido diz respeito aos efeitos que poderiam ser obtidos em função de uma eficaz implementação de políticas de divulgação de informações.

Em primeiro lugar, cabe notar que as políticas de ampla divulgação de informações tendem a contribuir no desenvolvimento do mercado de capitais, junto com outros fatores, podem motivar o aumento das bases acionárias e conseqüente pulverização de capital. Vejamos como se atingiriam esses propósitos.

O aumento das bases acionárias, ou aumento do número de investidores, decorre de uma melhor possibilidade de julgamento que os mesmos possuem, quanto ao retorno e riscos do seu investimento. Presume-se que esse melhor julgamento seja gerado por fatores tais como a plena satisfação de seus anseios e necessidades informativas.

Por outro lado, a existência de um número maior de investidores possibilita a pulverização de capital, o que, em termos práticos, pode representar a obtenção de preços mais justos, uma melhor remuneração dos profissionais de mercado, além de uma perspectiva de captação mais ampla para as companhias emissoras.

Por último, teríamos que a pulverização de capital propicia a exposição completa das companhias e dos demais sujeitos à prestação de informações, em seus diversos graus hierárquicos e organizacionais, perante toda a opinião pública, o que é mais um fator a contribuir para a democratização dos capitais.

Não se deve esquecer, ainda, que a ampla divulgação de informações se apresenta, para as companhias, como manto protetor das suas atividades de gestão frente ao comportamento do mercado. Assim atesta CARVALHOSA: "Pelo exato cumprimento do sistema de *disclosure*, a companhia e os seus administradores desvinculam-se de quaisquer perdas materiais sofridas pelos acionistas ou investidores, no que diz respeito a negócios realizados com valores emitidos pela sociedade".<sup>2</sup>

No exame do princípio do *disclosure* à luz das demandas do mercado de capitais, caberia mencionar que a divulgação de informações pelas companhias emissoras vêm apresentando um alargamento no quadro dos destinatários finais das informações produzidas.

Com efeito, as informações não se dirigem apenas aos acionistas das companhias, mas a todo o público com quem estas se relacionam, a pretexto da função social que as mesmas devem perseguir.

Lembre-se de que a função social se encontra consagrada na legislação societária brasileira, ao proclamar-se que o acionista controlador tem "deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender" (artigo 116, parágrafo único da Lei das Sociedades por Ações).

---

<sup>2</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n.º 6404, de 15 de dezembro de 1976. São Paulo: Saraiva. Ed. de 1997, vol. 3, p. 286.

### 3. Críticas ao processo de ampla divulgação de informações

Apesar de tão fundamentadas justificativas, sabe-se que as exigências de inúmeras e pormenorizadas informações nem sempre foram entendidas como garantia de um mercado eficiente.

De fato, a validade do processo de *disclosure* foi objeto de críticas e manifestações contrárias, que vão desde o conteúdo sofisticado dos dados exigidos, até os altos custos envolvidos, sem a conseqüente utilidade para o mercado.

Nos Estados Unidos, as principais críticas foram formuladas na década de 1960, ao questionar-se a implementação das políticas de *disclosure* pela SEC, em vista dos custos adicionais que as mesmas representavam, sem que houvesse qualquer progresso com relação às taxas de retomo dos investimentos.<sup>3</sup>

No direito italiano, a prestação de informações e sua utilidade também têm sido objeto de críticas, quais sejam:<sup>4</sup>

- a impossibilidade de estabelecer-se igualdade nas posições de negociação, já que o mercado não está pronto para absorver e refletir toda a informação imediatamente, o que levaria a que, por um período de tempo determinado,

---

<sup>3</sup> " As discussões estão relatadas por Robert H. Mundheim, *Tendências do Processo de Disclosure* nos Estados Unidos. p. 181 a 184 e Morris Mendelson, *Uma Avaliação da Regulação de Disclosure* sob a ótica dos economistas, p. 363 e ss. Em resumo, as principais críticas consistiam em atacar os custos envolvidos, que afetariam as taxas de retomo e foram formuladas por George Stigler, Henry Manne (este último mais no tocante à efetividade da legislação de, George Benston e R.R. Officer). Os defensores do *disclosure* apontaram que os custos no mercado primário iliminariam as possibilidades de fraudes, sendo que os investidores não se sujeitariam a preços de subscrição excessivos. Nessa linha manifestaram-se Irwin Friend, Edward Herman, Randolph Westerfield e o próprio Morris Mendelson.

<sup>4</sup> M Stamp e C. Welsh, C. (General Editors), *Internacional Insider Dealing*, London: FT Law & Tax., 1960, p. 290.

não importa quão curto seja, os participantes do mercado não tivessem todos acesso a informações iguais;

- a capacidade (econômica ou outra) de diferentes participantes do mercado para adquirir informações varia e conseqüentemente a exclusão de *insiders* do mercado somente transferiria eventual vantagem informativa para os participantes profissionais do mercado;
- as solicitações visando a imediata publicação de informações resultaria numa falta de incentivo para a procura de informações pelos participantes do mercado;
- os participantes individuais de mercado seriam levados a acreditar que estão adequadamente protegidos, e que, portanto, não precisariam de aconselhamento profissional de investimentos, fato que, por si, seria bastante perigoso.

No direito brasileiro, encontramos referências em LEÃES, compartilhando idêntica opinião de COMPARATO e EIZIRIK. "No caso brasileiro, inexistindo uma tradição de mercado, e sendo o investidor médio despreparado, para absorver a massa de informações colocadas à sua disposição .... pareceria falacioso dizer que os investidores, de posse desses dados, estão devidamente protegidos".<sup>5</sup>

PAULO SÁ aponta que a adoção do princípio da ampla informação ou divulgação foi feita pelo legislador brasileiro sem os requisitos do prospecto constantes da legislação norte-americana. Sem entrar no mérito de quais seriam os pontos substantivos que deveriam constar das exigências legais, especialmente à luz da "falta de sofisticação dos investidores em potencial", o referido autor avalia que, nos Estados Unidos, a grande efetividade dos

---

<sup>5</sup> Leães, Luiz G.. Mercado de Capitais e *Insider Trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 133.

prospectos está no fato de que os mesmos podem ser usados "como uma apólice de seguro" pelos investidores, em ações de responsabilidade civil contra os emissores.

A despeito dessas críticas, as autoridades fiscalizadoras dos mercados têm considerado os processos de divulgação de informações como instrumentos essenciais de sua atividade regulatória, a qual vem sendo sentida de forma cada vez mais abrangente.<sup>6</sup>

—

---

<sup>6</sup> Nos Estados Unidos, como noticiado por Luiz G. Leães (*Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais. 1982, p. 17), outros campos de legislação interventiva começaram a adotá-lo, citando a prestação obrigatória de informações sobre a política de contratação de empregados, informações sobre cumprimento da legislação ambiental, bem como exigências de informações na prestação de crédito aos consumidores. No Brasil, a CVM colocou em audiência pública minuta de Instrução visando a prestação de informações de cunho social através do chamado "Balanço Social". Entretanto, em da falta de consenso, decidiu aquela autarquia transferir a competência legislativa sobre a matéria para o Congresso Nacional, onde a matéria receberia uma "abordagem mais ampla".

### a) Substrato econômico

Outro fundamento de especial importância que está a justificar a ampla divulgação de informações é aquele relacionado ao seu substrato econômico. Este não pode deixar de ser enfrentado, e por diversas razões:

- 1) o mercado de capitais tem sua base em fenômenos econômicos;
- 2) foram razões de ordem econômica que motivaram o conteúdo informacional constante da legislação;
- 3) o conteúdo econômico do *disclosure* justifica e dá valor a princípios gerais aplicáveis em direito que nos permitirão chegar a um modelo cada vez mais justo para os mercados de capitais, tais como o da isonomia, da autonomia da vontade, da liberdade de contratar, da boa fé, da proibição de locupletamento ilícito, equilíbrio dos contratos, etc.;
- 4) a análise econômica de fatos aplicáveis à ciência jurídica tem encontrado maior suporte em países de tradição na *common law* mas também vem sendo admitida em países com tradição na *civil law*, como é o caso do Brasil;
- 5) a análise econômica do direito não é uma análise normativa, nem uma análise positivista, mas sim um instrumento analítico-reconhecedor, o qual, como ferramenta de análise, não libera o jurista da sua responsabilidade, mas concorda em enquadrar os problemas em perfis já conhecidos, tentando se obter, por meio dessa metodologia, um conhecimento dos fenômenos jurídicos mais completo;
- 6) logo, aplicando-se aspectos econômicos à questão do *disclosure*, é possível traçar perfis exclusivos de tutela civil para os sujeitos a que se deve

proteger com base em sua assimetria informativa: os investidores, a sociedade, o mercado.

Em estudo de WILLIAM LAN-DES e RIC POSNER, Professores da Universidade de Chicago, é feita uma retrospectiva, nos Estados Unidos, da influência da economia no direito, trazendo alguns exemplos quantitativos de artigos e opiniões publicadas e utilizadas como base de decisões judiciais. Na sua maioria, trata-se de estudos em que é feita uma análise econômica de temas jurídicos como monopólios, matéria antitruste, organização societária, falências, empréstimos, responsabilidade civil, contratos e valores mobiliários.<sup>7</sup>

De fato, sabe-se que todas essas matérias são inegavelmente influenciadas por fenômenos econômicos, seja no que se refere aos custos envolvidos, quanto aos cálculos de danos e prejuízos.

Desta forma, é possível visualizar a importância do fundamento econômico do *disclosure* e ainda, verificar suas duas importantes concepções:

- 1) o *disclosure* e a hipótese de mercados eficientes e,
- 2) o *disclosure* e os custos de *agency*.

---

<sup>7</sup> William Landes e Richard Posner, *The Influence of Economics on Law: A Quantitative Study*, artigo publicado no *Journal of Law & Economics*, vol XXXCI, Abril 1993, p. 385 e ss.

## b) A eficiência do mercado

A eficiência, conceito econômico fundamental aplicável a outros mercados, tem presença obrigatória nos mercados de capitais, já que foi com base em dados obtidos nesses mercados que a sua teoria foi concebida.

Com efeito, a "teoria dos mercados eficientes" foi desenvolvida com base em estudos de economistas da chamada Escola de Chicago no final da década de 1960, tendo sido materialmente sumarizada por EUGENE FAMA.<sup>8</sup>

O mérito deste autor está em ter afirmado que, se há incerteza no mercado, a eficiência e o equilíbrio dependem fundamentalmente do papel desenvolvido pela informação nos processos de formação e de ajuste de preços.

De uma forma bem simples, teríamos como mercados eficientes aqueles que reflitam todas as informações disponíveis a respeito dos títulos e valores mobiliários negociados.

FAMA definiu os mercados eficientes "em termos da diferença entre o preço efetivo e o preço esperado pelos investidores, com base num conjunto específico de informações..... Um mercado eficiente é aquele em que o valor esperado desta diferença é zero".<sup>9</sup>

No modelo original proposto por FAMA em 1970, entendia-se haver três categorias para o conceito de eficiência, avaliadas com relação à velocidade de certas informações poderem afetar os preços, quais sejam:

---

<sup>8</sup> FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, artigo publicado no *Journal of Finance* 25, maio de 1990, p. 383-417.

<sup>9</sup> FAMA, Eugene, *op. cit.*

1) eficiência fraca: nesta categoria, os investidores verificam apenas de que maneira as séries históricas podem prever retornos no futuro.

2) eficiência semi-forte: nesta categoria, avalia-se quão rápido os preços de ações refletem anúncios públicos de informações.

3) eficiência forte: já nesta categoria, além de refletir-se as informações publicamente divulgadas, são consideradas também outras fontes de informações privadas que digam respeito, por exemplo, à economia como um todo.

Tendo passado por diversos testes e avaliações, a teoria de mercados eficientes teve seus fundamentos e implicações revisados por FAMA, em 1991, à luz da literatura produzida a respeito no período.<sup>10</sup>

Nessa revisão, entendeu FAMA que as três categorias haviam sido aceitas de forma geral, mas deveriam receber uma nova avaliação e novas denominações, que são a seguir indicadas:

- 1) previsões de retomo (nova denominação da eficiência fraca): nesta categoria, além de séries de preço passados, foram incluídos testes sobre as previsões de retorno esperadas, bases de dividendos, taxas de juros e volatilidade e índices de preço/lucro;
- 2) estudos de eventos (nova denominação da eficiência semi-forte): foi mantida a conceituação de que os ajustes dos preços são feitos à luz de informações sobre eventos específicos, os quais continuam sendo a melhor prova sobre a eficiência de mercado;

---

<sup>10</sup> FAMA, Eugene, Efficient Capital Markets: II, artigo publicado no The Journal of Finance, vol. XLVI, n.5, dezembro /1999, p. 1575-1617.

- 3) informação privada (nova denominação da eficiência forte): nesta categoria os testes envolvem toda a informação privada, ou seja, que ainda não tenha sido tornada pública. Os principais personagens envolvidos são os *insiders*, administradores profissionais de fundos e carteiras, empresas de *rating* e alguns analistas de investimentos, tendo sido constatado que: (i) as empresas de *rating*- e alguns analistas possuem informações não refletidas nos preços, e (ii) a causa da demora na divulgação de informações seria o custo da informação.

Para a área de finanças empresariais, algumas implicações são evidentes:

- 1) não se pode aumentar o valor das empresas de forma artificial;
- 2) as decisões dos gestores financeiros podem basear-se nos dados do mercado, mas não podem se antecipar a movimentos nas cotações dos valores mobiliários;
- 3) pode ser feita uma distribuição secundária de valores mobiliários sem que isso necessariamente implique numa queda brusca das cotações;
- 4) os investidores recebem um retorno normal por seus investimentos, não existindo possibilidades de obterem retornos extraordinários. Isso não significa que possam existir valores mobiliários que não reflitam o seu próprio valor intrínseco. mas, pelo contrário, significa que tais valores mobiliários não puderam, ainda, ser identificados por nenhum dos operadores;
- 5) as companhias, ao emitirem títulos, também recebem o preço justo pelos mesmos;
- 6) a mudança de métodos contábeis não é fator que deva afetar os mercados, pois é uma informação que deve constar expressa nas

demonstrações financeiras, tampouco pode afetar os mercados o aumento artificial de lucros.

Os aspectos apontados em (1), (2), (3) e (6) afetam diretamente os gestores financeiros, o ponto (4) afeta diretamente os investidores e aquele indicado no item (5) afeta as empresas como um todo.

Constata-se, assim, que o conceito de mercados eficientes, é de conhecimento fundamental para as empresas, a fim de elidirem alternativas de financiamento mais custosas. Ou seja, serve para avaliar os custos de um investimento e também de um financiamento. E, principalmente, serve para confirmar que a competição em mercados de capitais é árdua.

Além da importância para a área de finanças, como acima mencionado, deve ser destacada a apreciação da teoria de eficiência de mercado pelas ciências contábeis, que desde cedo buscaram avaliar o conteúdo informacional dos dados contábeis.

### c) Sob a ótica contábil

A discussão contábil sobre a divulgação de informações passa por uma conceituação dos objetivos da contabilidade e também das demonstrações financeiras, pois, afinal, são estas a principal fonte de dados contábeis e financeiros das companhias.

Para José Luiz Bulhões Pedreira<sup>11</sup>, "a contabilidade tem por função fornecer informações financeiras quantificadas para o patrimônio da pessoa em cujo nome é exercida a atividade da unidade de produção, que sejam úteis para a tomada de decisões econômicas .

Quanto aos objetivos das demonstrações financeiras, encontramos um resumo dos enfoques existentes na teoria contábil, em estudo elaborado por DELFINO SILVA sobre a exigência formulada, para as companhias abertas brasileiras, de elaboração de suas demonstrações conforme o chamado método de correção monetária integral.<sup>12</sup> Esses enfoques, que permitiriam apontar a melhor adequação para a divulgação das informações contábeis por parte das empresas, seriam os seguintes:

- 1) Teorias pertencentes ao nível sintático: as informações atentam mais para a estrutura da contabilidade, com ênfase quanto à forma de agrupamento de contas e registros contábeis. Sendo o seu objetivo a utilização de regras e procedimentos específicos, a divulgação adequada consistiria na apresentação de valores visando facilitar o entendimento das demonstrações financeiras pelos usuários.

---

<sup>11</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões , Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos, Rio de Janeiro. Forense. 1989, p. 544.

<sup>12</sup> SILVA, Delfino Hamilton. Avaliação do Conteúdo Informacional Incremental das Demonstrações Financeiras Baseadas em Correção Monetária Integral, Dissertação (Mestrado), São Paulo, 1995, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas.

- 2) Teoria pertencentes ao nível semântico: este enfoque preocupa-se com a correspondência entre os dados contábeis e os valores econômicos da empresa. Objetiva-se, portanto, mensurar esse valor, e a divulgação adequada deveria apresentá-lo nas demonstrações financeiras, visando, da mesma forma, satisfazer as necessidades de informação dos usuários, porém sem se preocupar em saber quem são tais usuários e para quais finalidades seriam utilizadas.
  
- 3) Teoria comportamental: sob este aspecto, procura-se atender as necessidades de informação dos usuários, tendo por fim identificar, mensurar e divulgar informações úteis aos processos de tomada de decisão dos usuários. Assim, para tal nível, a divulgação adequada deveria conter as informações tidas como relevantes que pudessem ser utilizadas em processos decisórios.
  
- 4) Teoria do valor da informação: de acordo com essa teoria, a divulgação adequada de informações deve tomar por base uma análise de custo/benefício, pois somente seria útil para o usuário a informação que possuía "valor". Nesse caso, haveria uma superação dos custos envolvidos na sua preparação.

Justamente por meio deste último enfoque é que foram utilizados os desenvolvimentos alcançados na área de economia e finanças, na teoria de mercado eficiente, ao se valorizar o conteúdo informacional das demonstrações financeiras mais do que o registro objetivo e verificável dos resultados, ou até mesmo a mensuração econômica.

Para se atingir um nível de *disclosure* adequado é necessário ter em mente a quem se destinam as informações contábeis divulgadas. De acordo com as regras do FASB - Financial Accounting Standard Board, órgão

responsável pela padronização das práticas contábeis nos Estados Unidos, "as demonstrações financeiras devem fornecer informações úteis para investidores presentes e potenciais, para credores e outros usuários que possam tomar decisões racionais de investimentos, créditos e outras similares".<sup>13</sup>

Assim, parece que o foco principal das demonstrações financeiras seriam os investidores e credores,<sup>14</sup> presumindo-se que se a informação nelas contidas for útil para estes, será também para terceiros, tais como empregados, clientes, agências do governo e o público em geral.

Sobre a matéria contábil, por diversas ocasiões foram realizadas pesquisas, visando investigar a relação entre diversas informações contábeis e as cotações dos valores mobiliários e, ainda, visando verificar a utilidade dessas informações para o mercado.

Dentre as informações contábeis, foram avaliadas as seguintes: lucro (lucros históricos, lucros inesperados, lucros anuais), bem como o conteúdo geral das próprias demonstrações financeiras.

Também foi avaliado o conteúdo informacional de exigências contábeis constantes de normas legais, comparando-se o custo marginal e o benefício que essa informação apresenta.

Todas essas avaliações são mencionadas por ILTON SILVA, no estudo acima citado, que tratou especificamente da exigência para elaboração de demonstrações financeiras complementares de companhias abertas, conforme o método de correção monetária integral. A esse respeito, acaba concluindo que os dados divulgados por essa peça contábil são consistentes com o conjunto de informação utilizado pelo mercado para estabelecer os preços dos títulos.

---

<sup>13</sup> Statement of financial Accounting Concepts – SFAC n. 1, 1978, parágrafo 34.

Talvez o aspecto mais importante em mencionar essas avaliações seja alertar o legislador, que muitas vezes acaba aprovando alterações na legislação contábil sob o argumento de obter-se maior transparência, sem entretanto verificar o custo que representa a mudança de critérios para as empresas e, ainda, sem comparar tal custo com os benefícios obtidos. Desta forma, comprova-se que qualquer modificação em métodos ou critérios contábeis (ainda que com forte conteúdo político) deve ser precedida de testes de avaliação sobre a relação custo versus benefício.

Assim, conclui-se que o conceito de eficiência de mercado acabou outorgando valor às informações e tomou-as indispensáveis, de forma que, respeitada a análise do custo/benefício já mencionada, fica evidente a importância desse conceito para todo o sistema regulatório, no que concerne à ampla divulgação de informações.

---

<sup>14</sup> Assim também entende José Luiz Bulhões Pedreira, para quem os usuários das informações seriam os administradores, os acionistas, os credores e os investidores do mercado.

### c) Custos de *agency*

O conceito de custos de *agency* foi desenvolvido pela teoria de finanças especialmente tomando em vista da estrutura de poder existente nas companhias norte-americanas. Naquelas companhias, verifica-se uma clara separação entre a propriedade das ações (detida por um número imenso de acionistas) e o seu controle (exercido por administradores profissionais), o que garante uma adequada forma de gestão societária.

A assunção, pelos administradores, dos deveres de administração, inclui talvez o mais importante de todos eles, que é o dever fiduciário<sup>15</sup>. Este dever garante que os administradores, na sua gestão, agirão com boa fé e justiça nos negócios e levarão sempre em conta os interesses da companhia e dos seus acionistas.

Configurada essa estrutura de poderes e deveres, teríamos que a relação existente entre acionistas e administradores seria uma relação de agenciamento (*agency*) onde os acionistas seriam os agenciadores-contratantes (principais) e os administradores seriam os agentes-contratados (*agents*). Usualmente esta regra é aplicável aos Diretores e não aos membros do Conselho de Administração, que ocupariam uma posição *sui generis*, na medida em que controlam a administração e o patrimônio de outros.

Apesar de ser aparentemente uma separação visando a eficiência da gestão empresarial, esse relacionamento de *agency* tem gerado problemas na prática, chamados pelos economistas de *principal-agent problems*, e que basicamente decorrem do conflito de interesses existente entre essas partes.

---

<sup>15</sup> De acordo com Harry G. Henn e John R. Alexander, *Laws of Corporation and other business enterprises*. 3<sup>rd</sup> ed. St. Paul, Minn.: West Publishing Co, 1983, p. 611 e 612, os dois principais deveres dos administradores seriam a atuação dentro do objeto social (*intra vires*) e dentro de sua respectiva competência e o dever de diligência (*due care*).

Tais problemas acabam gerando os chamados custos de *agency*, que são, em última análise, refletidos na própria companhia.

Claro que esses custos passam despercebidos ou deixam de existir quando os acionistas também forem os administradores da companhia, o que é bem o caso do Brasil, mas a tendência nas modernas economias é a separação entre propriedade e controle, e esses custos tendem a aparecer. Com uma estrutura difusa do quadro de acionistas, pode-se tomar bastante difícil controlar a administração, com o que esse controle pode vir a representar um custo.

Uma das maneiras de combater os custos de *agency* seria um melhor controle sobre os membros do Conselho de Administração, a quem compete eleger e controlar a Diretoria, órgão executivo. Outra forma seria incentivar os administradores a agir a favor dos acionistas, por exemplo, pagando parte da sua remuneração com base em ganhos que venham a ser obtidos nos preços das ações.

Outro mecanismo de controle dos administradores seria o receio que estes têm com relação a uma tomada de controle hostil, o que levaria à sua substituição na administração. Este receio acabaria levando os administradores a tomar decisões visando maximizar as cotações das ações e, com isso, acabariam por obter o apoio dos acionistas e seu interesse em que permaneçam na administração da companhia.

Nas companhias abertas brasileiras, a estrutura de poder parece um pouco distante dessa completa separação entre as esferas de propriedade e de controle, seja por uma baixa pulverização no capital das companhias, seja por uma centralização exagerada da administração pelos controladores.

Este diagnóstico já havia sido dado por PAULO SÁ como um dos problemas a resolver visando o desenvolvimento do mercado de capitais: "Há

falta de interesse do empresário em dividir "sua" companhia com o público investidor. Não há separação entre administração e propriedade, mesmo entre as melhores e maiores empresas com ações quotadas em bolsas de valores. É verdade também que a contratação de administradores profissionais alheios ao grupo familiar controlador é ainda rara em nosso país" <sup>16</sup>.

A linha adotada pela legislação brasileira vigente acabou confirmando a necessidade de proteger a estrutura da propriedade privada, na medida que reconhece os poderes distintos que podem ser exercidos por controladores e administradores, cada um no seu interesse próprio e o grande flanco que existe entre os controladores e os administradores por um lado e os investidores/não controladores por outro.

Pode-se concluir que o problema dos custos de *agency* não deixa de existir na realidade brasileira, em função do quadro regulatório, que expressamente o reconhece, ao delimitar campos de atuação restritos para os administradores e para os controladores quando assumem essa função. Assim, a figura do *agent*, no quadro fático das companhias brasileiras, seria transposta para o acionista controlador, já que estes assumem as funções de administração. Nessas funções, tem obrigação de apresentar justificativas para sua gestão, cabendo notar que o seu acompanhamento é feito pelos demais acionistas, os quais, da mesma forma, precisam "confiar" nas informações transmitidas pelos administradores-acionistas majoritários e no destino que os mesmos estão dando aos recursos captados, bem como àqueles gerados pelas companhias.

Quando a administração apresenta para o mercado todas as informações sobre o investimento planejado, é natural que os investidores (acionistas ou não) verifiquem o grau de confiabilidade dessas justificativas para saber se lhes interessa (ou não) fazer um investimento adicional na companhia e, indiretamente, naquela administração.

---

<sup>16</sup> SÁ, Paulo Fernandes. *Intervenção do Estado no domínio econômico*. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1973.

Justamente esse grau de contabilidade é a medida do custo de *agency*, que pode acabar ocasionando um sucesso melhor na colocação das ações. Sabe-se que quem acaba arcando com estes custos não são os novos acionistas, mas os antigos, já que os mesmos, em vista de suas expectativas e credibilidade na administração, podem acabar gerando um deságio (ou fracasso) sobre o valor que se pretende captar.

É fundamental para as companhias compreenderem que um aumento na divulgação de informações nos termos propostos (também conhecido como (*disclosure* voluntário) pode se tomar um benefício e não apenas um aumento nos seus custos.

Aponte-se, por último que não há como mensurar precisamente esses custos de *agency* (neste ponto, já podemos tratá-lo como custo de assimetria de informações) já que não existe uma noção exata das informações que os acionistas, potenciais investidores e terceiros deixaram de conhecer.

Contudo, sabe-se que qualquer financiamento ou captação de capitais em condições desvantajosas podem ser prejudiciais para a empresa e esse sim seria um custo de possível mensuração pelos gestores financeiros.

✎

#### 4. Destinatários do processo de disclosure

No que diz respeito especificamente ao mercado de capitais, o quadro de destinatários das informações envolve não só os acionistas-contribuidores de capitais, mas também:

- \* os potenciais investidores, responsáveis indiretos na formação dos preços;
- \* os intermediários, na sua função de *broker-dealer*;
- \* os consultores e analistas financeiros, responsáveis pela avaliação dos títulos e valores negociados;
- \* os auditores independentes, responsáveis pela auditoria de informações que também são objeto de divulgação;
- \* as bolsas de valores, na sua função de fiscalizadora e divulgadora das operações que nelas se realizam;
- \* as agências de informações, que desenvolvem atividade em expansão crescente;
- \* as autoridades reguladoras e fiscalizadoras, seja para orientar suas políticas regulatórias ou para orientar sua fiscalização do mercado;
- \* os credores das companhias, para administrar seus créditos e dimensionar seus potenciais de risco, os trabalhadores, numa avaliação de futuras reivindicações salariais e de benefícios e, ainda, os consumidores, que têm interesse em conhecer as contrapartes de suas relações de consumo.

Dessa forma, com o evidente aumento do público receptor das informações, poder-se-ia confirmar a opinião de LAMY<sup>17</sup>, para quem o "dever de divulgar, além de atender ao imperativo de proteção da minoria, passou, pois, a ser acolhido nas leis, como norma de interesse público".

À luz de sua diversidade, cabe-nos concluir que os interesses que devam ser tutelados inserem-se dentro da categoria de interesses difusos, definidos, conforme ADA GRINOVER, como aqueles "comuns a uma coletividade de pessoas, que não repousam necessariamente sobre uma relação-base, sobre um vínculo jurídico bem definido que as congregue."<sup>18</sup>

No que se refere ao alargamento da incidência de aplicação das normas de *disclosure*, vale mencionar que as exigências legais vêm sendo inseridas em quase todas as legislações e num escopo que envolve não apenas a negociação de valores no mercado de capitais.

---

<sup>17</sup> Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A Lei das S.A. , Rio de Janeiro: Renovar, 1997, vol I, p. 88.

<sup>18</sup> Ada Pregrini Grinover, Interesses Difusos, verbete inserido na Enciclopédia Saraiva de Direito, São Paulo: Saraiva, 1977, volume 45, p. 401.

## 5. A importância do full disclosure

Mas não são apenas as razões econômicas que denotam a importância do tema.

Assim como se tem verificado no direito cambiário, a disciplina do mercado de capitais tem demonstrado uma evidente tendência à uniformização do seu modelo jurídico.

Essa uniformização apresenta-se como resultado da crescente globalização dos mercados, seja sob a ótica dos investidores, seja sob a ótica dos captadores de capital.

Ademais, a *ratio juris* para a inclusão da ampla divulgação de informações nesse modelo jurídico uniforme seria a adoção de regras mais justas, visando trazer uma contribuição mais concreta no que se refere à contabilidade, legitimidade e conseqüente fortalecimento do mercado de capitais.

Esta é a temática do estudo que se pretende desenvolver no próximo capítulo, ao se analisar criticamente o relacionamento existente entre a ampla divulgação de informações sobre os valores negociados no mercado de capitais e o acesso efetivo dos participantes nesse mercado, com o fim de torná-lo mais justo e democrático.

## 6. Evolução da legislação brasileira sobre o tema

Os primeiros diplomas legais a regerem a formação do mercado de capitais brasileiro foram a Lei de reforma bancária e a Lei de mercado de capitais. Esta última, calcada na legislação norte-americana, trouxe as primeiras exigências de divulgação de informações.

Nos artigos 20 e 21 da Lei de mercado de capitais, foi estabelecida a competência do Conselho Monetário Nacional para editar normas relativas às informações que deveriam ser prestadas por companhias cujos valores fossem negociados no mercado. Essa regularmentação somente veio a ocorrer com a edição da Resolução CNFN n. 88, em 30/01/1968, que estabeleceu a documentação necessária para a obtenção do registro de companhia aberta, dentre os quais uma série de compromissos relativos à disponibilização e ao fornecimento de informações relevantes.

Pode-se dizer que o marco legislativo brasileiro foi a edição da Lei das Sociedades por Ações e da Lei da CVM, em dezembro de 1976. A primeira, por consagrar de forma expressa o princípio da informação completa, ligado aos deveres da administração 192 na comunicação de atos ou fatos que pudessem "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia" (artigo 157, parágrafo 4). Já a Lei da CVM consagrou o amplo *disclosure* ao determinar, como objetivo norteador da atuação do Conselho Monetário Nacional e da CVM. "assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido" (art. 4, VI).

Vale mencionar ainda, na Lei da CVM, a competência outorgada àquela autarquia para "fiscalizar (...) a veiculação de informações relativas ao

mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados" (art. 8,III).

Além de outros dispositivos ligados à função precípua da CVM na garantia ao acesso das informações pelos investidores, a Lei da CVM fixou sua competência normativa com relação às companhias abertas, incluindo o detalhamento das informações que devam por elas ser prestadas (artigo 22, parágrafo único).

Esse poder regulatório tem sido exercido pela CVM por meio da edição de Instruções, como já mencionado, sob forte inspiração da legislação norte-americana.

Com relação as companhias abertas, as exigências legais quanto à prestação de informações decorrem de normas expressas da CVM, como acima mencionado, as quais, de maneira didática, consideram os diversos momentos em que aquelas se submetem à Jurisdição do mercado.

A forma de apresentação das informações pelas companhias à CVM e bolsas é por via impressa, excetuados alguns documentos que podem seguir via telex, e outras, que necessariamente devem seguir por meio magnético, como é o caso dos formulários DFP, IAN e ITR.<sup>19</sup>

Quanto ao prazo, a divulgação de informações relevantes da companhia deve ocorrer de forma simultânea para todo o mercado, quer sejam elas veiculadas pela imprensa ou outro meio de comunicação, quer em reuniões com analistas de investimentos, que é uma forma bastante utilizada para o chamado *disclosure* voluntário.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Instrução CVM n.202, de 06/12/1993 c/c Instrução CVM 274, de 12/03/1998.

<sup>20</sup> Art. 13, Parágrafo Único da Instrução CVM 202, de 06/12/1993.

A Instrução CVM 31/84, que trata da divulgação de fatos relevantes, prevê a necessidade de comunicação imediata, à CVM e às bolsas de valores, bem como a divulgação pela imprensa, no mesmo jornal de grande circulação em que a companhia habitualmente faz suas publicações. Assim, verifica-se que não há precisamente uma seqüência a ser seguida pelas companhias na divulgação de informações relevantes, apenas valorizando-se a noção do tempo ao se exigir a divulgação de forma simultânea e imediata.

## 7. Repressão ao *insider trading* como corolário do amplo *disclosure*

O aspecto que se pretende desenvolver neste capítulo é o combate ao uso privilegiado de informações, complemento obrigatório para a efetivação de qualquer política de divulgação de informações.

A fim de justificar tal assertiva, faz-se necessário descrever em que consiste essa prática, conhecida como *insider trading*, traçando sua natureza jurídica.

### a) Natureza jurídica

Conforme LEÃES: "Trata-se de um dos graves exemplos das disfunções do mecanismo societário nas companhias de mercado, decorrente da cisão entre a propriedade e o controle dos bens de produção".<sup>21</sup>

A expressão *insider trading*, em seu sentido literal, significa a negociação com valores mobiliários, feita por um *insider*, ou seja, por um sujeito "interno" ou que está "por dentro", como veremos a seguir.

EIZIRIK caracteriza essa prática como 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."<sup>22</sup>

Em pioneiro estudo sobre a matéria, COMPARATO entende ser o "aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora dos títulos, em detrimento do outro contratante, que as ignora."<sup>23</sup>

Há a possibilidade de comparar esse fenômeno com outros, análogos, também baseados na disparidade informativa, que são a manipulação e a especulação. Aponte-se que o termo especulação não tem nenhuma conotação

---

<sup>21</sup> LEÃES, Luiz G.. Mercado de capitais e *insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 140.

<sup>22</sup> EIZIRIK, Nelson. *Insider Trading*, e responsabilidade de administrador de companhia aberta, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro. N. 50, abril-junho/1983. p. 43. O conceito de *insiders* como sendo pessoas com acesso a informações "por força do exercício profissional" não implica necessariamente um relacionamento direto com a companhia, já que esse relacionamento pode ser indireto e também decorrer da transmissão de informações, como é o caso dos terceiros (*tippees*).

<sup>23</sup> KOMPARTO, Fábio Konder. *Insider Trading*, Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 2, 1971, p. 46.

negativa. Pelo contrário, a especulação, nos Estados Unidos tem a importante função de dar liquidez aos mercados, seja para se proteger das volatilidades dos ativos com que opera, seja simplesmente com o fim de obter lucros.

Entretanto, tais comportamentos somente têm em comum com o *insider trading* o fato de também serem práticas que podem desestabilizar o mercado. De mais, têm por objetivo influir nas cotações dos valores mobiliários, em decorrência da atuação dos seus agentes.

Verifica-se não ser este o caso do *insider trading*, cujo agente não tem a menor intenção de influir nos preços praticados no mercado. Ao contrário, utiliza-se de informações privilegiadas antes que sejam divulgadas, por quanto (as informações, e não a prática do agente), quando divulgadas, é que terão papel preponderante na cotação dos títulos.

Ademais, com relação à manipulação, a base da atuação do agente, que deseja alterar artificialmente o curso do mercado, são as informações falsas, exageradas e tendenciosas, o que não é o caso das informações privilegiadas, em que não há dúvidas quanto à sua veracidade.

No que tange à especulação, esta prática utiliza unicamente previsões e informações públicas, o que não é o caso do *insider trading* em que as informações não são públicas e o lucro eventualmente apurado decorre justamente desse fato.

Concluída a sua caracterização, procuraremos verificar as razões existentes para combater essa prática, de forma a perquirir a sua natureza jurídica.

Sabe-se que a posição privilegiada em que se encontram os acionistas controladores, administradores e pessoas a eles equiparadas acaba por lhes determinar o cumprimento de um verdadeiro "dever de lealdade" perante a

companhia, que decorre evidentemente de sua posição especial, quando comparada com a posição de acionistas minoritários ou investidores do mercado em geral.

A utilização de informações, por parte dos administradores, obtidas em razão dessa posição especial, denota a quebra do referido dever de lealdade, a qual acaba sendo a principal causa do *insider trading*.

Mas quais são as razões que se colocam para combater essa prática?

Além de conferir segurança e credibilidade ao mercado, que são características básicas buscadas pelos investidores, o principal objetivo a justificar o seu combate seria colocar em condições de igualdade e equilíbrio os participantes de operações no mercado, tenham eles ou não qualquer vínculo com as companhias emissoras.

Os interesses que devem ser tutelados são vários. Assim, sob uma ótica genérica, os prejudicados por essa prática seriam os participantes de operações no mercado. Contudo, fica evidente que o quadro envolve também os demais acionistas da companhia, aqueles que negociaram valores mobiliários ao mesmo tempo que o *insider* e, bem assim, os potenciais investidores.

EIZIRIK aponta, para combater o uso privilegiado de informações, basicamente razões de ordem econômica e ética. As primeiras justificam-se em virtude do já mencionado objetivo da regulação, que busca a eficiência dos mercados por meio da ampla disponibilização das informações. As razões éticas decorrem do nível de confiabilidade de que se deseja dotar o mercado, de forma que os investidores possam ter certeza "que o sistema não está

estruturado de molde a favorecer apenas aqueles que detêm as informações privilegiadas".<sup>24</sup>

CAIO TÁCITO, em parecer apresentado no Inquérito Administrativo CVM n. 04/1982, aponta que "o bem jurídico protegido pela norma é o tratamento equânime do acionista, atual ou potencial, cuidando de evitar especulações ou favorecimentos dos iniciados em confronto com a massa dos que, pela ausência de adequado acesso a informações vitais ou substanciais da economia interna da empresa, são discriminados nas operações de bolsa."

Mas não pode deixar de ser feita menção às críticas formuladas ao combate do *insider trading*. O Prof. Henry Manne, da George Washington University, citado por COMPARATO, entendia que a regulamentação editada nos Estados Unidos possuía defeitos sérios, em vista do curto prazo previsto para as *short swing transactions* e, também, na possibilidade de troca de informações entre administradores de diferentes companhias.<sup>25</sup>

Na opinião de MANNE a legislação de repressão ao *insider trading* sob o ponto de vista exclusivamente econômico tinha se revelado totalmente ineficaz e contraproducente.<sup>26</sup>



Verifica-se, entretanto, que tais críticas tratam de aspectos totalmente de fundo da regulamentação norte-americana, e não demonstram concordância com a prática ou com o incentivo à impunidade. Mencionem-se, ainda, a título de registro, posições mais recentes dos Profs. Dennis W. Carlton e Daniel R. Ischel, que contraditaram o combate ao *insider trading* com base nos custos

---

<sup>24</sup> ELZIRIK, Nelson. *Insider Trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial econômico Financeiro, n. 50, abril-junho/1983, p. 44.

<sup>25</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading* - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Economico Financeiro. n. 2, 1971. p. 43.

<sup>26</sup> LEÃES, Luiz G.. Mercado de capitais e *insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 186.

envolvidos para o seu monitoramento e apontaram a inexistência de sistemas de informação perfeitos. Esses autores, depois de levantar todos os argumentos contrários à prática, acabam concluindo que, em certas situações, o *insider trading* pode ser benéfico como forma de remuneração dos administradores, desde que tal política fosse adotada de comum acordo com os acionistas.

Muito bem, analisadas as suas características e razões para combatê-lo, conclui-se que o *insider trading* poderia ser configurado como um "fenômeno de *non-disclosure*"<sup>27</sup>, por envolver a omissão na prestação de informações ao mercado, as quais, se houvessem sido divulgadas, teriam uma influência no comportamento dos agentes de mercado e/ou na cotação dos valores mobiliários.

Nesse mesmo sentido conclui COMPARATO, ao apontar o *insider trading* como um comportamento "tipicamente de dolo por omissão", na forma prevista no artigo 94 do Código Civil Brasileiro.

¶

---

<sup>27</sup> Expressão utilizada por Luiz G. Leães. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 174

### b) Tipos de reações jurídicas ao *insider trading*

Apontados os principais aspectos quanto à periculosidade do fenômeno, cabe verificar de que forma têm se dado as reações jurídicas ao mesmo, seja por meio de normas ou por intervenções estatais.

Qualquer que seja a modalidade adotada, é importante notar que, como apontado por CARBONE, numa situação normal de mercado os melhores remédios são a transparência e a prevenção, em vez da falta de divulgação de informações ou a mera repressão.<sup>28</sup>

De maneira geral, verifica-se que as tendências adotadas pelas legislações têm seguido o modelo de editar normas preventivas ou repressivas.

A prevenção dá-se por meio da estipulação de políticas de ampla divulgação de informações, seja por parte das companhias, por seus administradores e pessoas a eles equiparados, seja pelo efetivo acompanhamento de suas negociações pelos entes fiscalizadores, ou, ainda, por meio de ações que visem desencorajar o uso de informações privilegiadas.

Já o aspecto repressivo é implementado por meio de normas constantes no âmbito civil, administrativo-disciplinar e penal.

No âmbito civil, sabe-se das dificuldades em identificar, provar e quantificar os danos, pois nem sempre existem presunções legais que permitam o levantamento de dados e a responsabilização das partes envolvidas.

---

<sup>28</sup> COMPARATO, Fábio Konder, *Insider Trading* - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 2, 1971, p. 46. O Artigo 94 do Código Civil assim dispõe: Artigo 94: Nos atos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade de que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela não seria celebrado o contrato.

No âmbito administrativo-disciplinar, as medidas têm sido adotadas, com uma evidente função pedagógica, porém a condução desses procedimentos denota a necessidade de um empenho bastante forte por parte das agências reguladoras/fiscalizadoras.

No âmbito penal, a tendência tem sido no sentido de reprimir o fenômeno, o que denota o repúdio que a conduta representa sob o ponto de vista legal e sociológico.

### c) Normas aplicáveis no Brasil

Antes da Lei de mercado de capitais, não havia em nosso direito nenhuma previsão legal contra tal prática. A primeira menção para um eventual questionamento sobre o uso de informações privilegiadas encontrava-se no artigo 3º, X da Lei de mercado de capitais, que, na competência do Banco Central, incluía a de "fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso."

Essa única disposição foi objeto de críticas por COMPARATO, que, ao considerá-la insuficiente para um eficaz combate ao *insider trading* apontava a necessidade de "normas particulares de disciplina da matéria" que seriam objeto de fiscalização pelo Banco Central, as quais inexistiam. Ademais, faltaria "um sistema adequado de sanções para essas manifestações", pois a própria Lei de mercado de capitais, quando tratava de penalidades, remetia à aplicação daquelas estipuladas na Lei 4595/64, Capítulo V, as quais, sem dúvida, eram inadequadas para combater a prática do *insider trading*.<sup>29</sup>

Seja ou não pelas razões apontadas, o dispositivo resultou totalmente inócuo, pois jamais teve alguma aplicação prática. Não se conhece nenhum caso de uso de informações privilegiadas que tenha sido objeto de fiscalização pelo Banco Central, o que não significa que não tenham ocorrido.

Assim, temos delimitados os marcos fundamentais na legislação brasileira sobre a matéria:

- um, com a edição das Lei da CVM e da Lei das sociedades por ações, em dezembro de 1976, e

---

<sup>29</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading* - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 2, 1971, p. 46

- outro, com a edição da Instrução CVM 31, em 08 de fevereiro de 1984.

A Lei das sociedades por ações estabeleceu a vedação expressa dessa prática dentro de dispositivos que tratam dos deveres dos administradores (artigo 155, Parágrafo 1º e artigo 157, *caput* e Parágrafos 1º e 4º).

O artigo 155 Parágrafo 1º dessa Lei praticamente transcreve o *standard of loyalty* do direito norte-americano, que consiste em obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais.

Esse dispositivo especificamente determina a obrigação de manter em sigilo a informação relevante ainda não divulgada e a vedação de obter vantagem com a mesma, mediante a compra ou venda de valores mobiliários.

Por sua vez, o artigo 157, *caput* e seu parágrafo 1º, traz normas preventivas de *insider trading*, ao determinar que o administrador informe a participação por ele detida em valores mobiliários de emissão da companhia. Já o parágrafo 4º desse mesmo artigo impõe o dever de divulgar ao mercado qualquer ato ou fato relevante da companhia.

De imediato observa-se que o conceito de *insider trading* constante da legislação brasileira foi calcado naquele desenvolvido no direito norte-americano, qual seja, o dever de informar a situação dos administradores da companhia (constante da *Section 16a* do *Securities Act*) e o dever de divulgar ou, em caso de manter-se sigilo, a vedação de negociar com os valores de emissão da companhia (a já mencionada regra geral de *disclose or abstain from trading*).

A Lei da CVM outorgou plena competência àquela autarquia para fiscalizar o cumprimento destas regras (artigo 8, III e V e artigo 9º, V), à diferença da competência genérica anteriormente outorgada ao Banco Central, que carecia de matéria substantiva, como bem apontado pelo Prof. COMPARATO.

A principal crítica que esses dispositivos sofreram está relacionada com o seu estrito âmbito de aplicação, pois somente poderiam ser considerados como *insiders* os administradores e pessoas a eles vinculados, estas últimas por força do Parágrafo 2º do artigo 155 da Lei da CVM, o que, de qualquer forma, tornava obrigatório provar o vínculo de cumplicidade, nos termos do artigo 1518, parágrafo único do Código Civil.<sup>30</sup>

A primeira extensão a esse conceito foi efetuada por meio da Instrução CVM n. 8, de 08/10/79, e teve por fim atingir os acionistas de companhias abertas independentemente do percentual detido), os intermediários e os participantes do mercado, que além dos administradores, também ficaram sujeitos a vedação de "prática não eqüitativa", definida, pela mesma Instrução, como "aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação".

Não há dúvida que a prática de *insider trading* pode ser perfeitamente enquadrada nesse amplo conceito de "prática não eqüitativa", especialmente em vista de sua caracterização de "desigualdade" e "desequilíbrio". Mas mesmo essa extensão foi objeto de críticas<sup>31</sup>, que renunciaram a edição da Instrução CVM 31, de 08/02/1984.

---

<sup>30</sup> COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações, artigo publicado na revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 49, janeiro-março/1983, p. 62/63).

<sup>31</sup> Nelson Eizirik entendia que a eficácia desta norma era duvidosa, dada a dificuldade de reparação de danos na esfera judicial: "São os *insiders* que efetivamente estão dentro da

A principal novidade da Instrução CVM 31/84, além de ampliar o entendimento dado à noção de fato relevante, foi a extensão, aos acionistas controladores, das disposições sobre os deveres de informação e da vedação de uso de informações privilegiadas, nos exatos termos daqueles previstos nos dispositivos acima mencionados da lei societária.

A referida Instrução CVM proibiu, ainda, como prática não equitativa, o uso de informações privilegiadas por terceiros. Com essa norma, passou-se a considerar como terceiros aqueles que tenham acessado as informações diretamente, em virtude de cargo, função ou posição na companhia, ou mesmo indiretamente. Se, por um lado, deixou de ter importância a fonte da informação, por outro lado, o terceiro, para ser-lhe imputada a vedação de uso de informação, deve saber que se trata de informação privilegiada. Assim, a sua conscientização é um aspecto que deverá estar comprovado.

Não obstante tal responsabilização, sabe-se que a qualificação dos terceiros dentro da vedação de práticas não equitativas não os obriga ao dever de informar, no mesmo patamar daquela obrigação imputada aos administradores e controladores.

Vale dizer, os intermediadores, agentes de mercado e investidores ficam sujeitos à fiscalização da CVM sempre que negociarem tendo conhecimento de informação privilegiada, mas não possuem nenhuma obrigação legal de divulgá-la. E estando desobrigados da revelação, parece evidente concluir que, com sua atuação, podem ocasionar prejuízos a todo o sistema de informações do mercado.

---

empresa...Os intermediários financeiros e demais participantes do mercado não estão obrigados a revelar publicamente as informações confidenciais da companhia, às quais tiveram acesso ... Conforme foi observado, é a não divulgação de informações que pode causar prejuízos, não a simples negociação com ações da mesma. Daí ser remota a possibilidade de reparação de danos, os quais, se a informação não for jamais trazida a público, não alterando portanto a cotação das ações, simplesmente não terão existido\*(Insiders Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta, in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro, n. 50, abril-junho/1983. p. 52).

Fábio K. Comparato criticou o dispositivo acima, quanto aos terceiros, da seguinte forma: " a distribuição seletiva de informações, pelas companhias abertas, acarreta a distorção dos mecanismos de funcionamento do mercado de capitais, aumentando desproporcionalmente o risco de investimento, ou desinvestimento, em valores mobiliários para alguns investidores, em relação a outros. Falseia-se, por essa maneira, o livre jogo da oferta e da demanda; o valor de mercado dos títulos deixa de corresponder a uma apreciação objetiva dos elementos patrimoniais das companhias emissoras e de suas perspectivas de rentabilidade."<sup>32</sup>

Contudo, de uma forma geral, parece que a tendência que se tem verificado no direito comparado, de ampliar o conceito de *insider trading*, também está refletida no direito brasileiro. Esse entendimento é visível ao abranger-se como *insider* tanto quem tem acesso direto à informação privilegiada como quem a recebe, e, ainda, ao inserir-se, dentro da competência de fiscalização da CVM todos os agentes do mercado, inclusive os investidores.<sup>33</sup>

Em termos objetivos, as informações que ficam sujeitas às normas repressivas do *insider trading*, seriam os atos ou fatos relevantes, assim considerados todos aqueles que possam ter influência ponderável na cotação dos valores mobiliários e na tomada de decisão por parte dos investidores.

Dessa forma, nem os administradores, nem os intermediários, nem qualquer participante do mercado têm obrigação de revelar informações cuja fonte tenha sido outra que não a companhia (*market information*), obtidas, por exemplo, por meio de pesquisas, projeções de mercado realizadas por instituições especializadas, ou ainda, se disserem respeito a medidas que podem ser adotadas pelo governo e que possam afetar a companhia. E

---

<sup>32</sup> A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 49, janeiro-março/1983, p. 62/63).

<sup>33</sup> Conforme recente alteração do artigo 9, inciso V da Lei n. 6285, de 1976.

tampouco existe qualquer obrigação legal para que tais pessoas estejam impedidas de negociar com base nessas informações.

Do ponto de vista preventivo, a Instrução CVM 31/84 impõe deveres de informar aos administradores e acionistas controladores sobre negociações com valores mobiliários, o que deve ocorrer em bases mensais (art. 14).

Sob a ótica repressiva, são impostas sanções à prática dessa conduta pela legislação. No âmbito administrativo disciplinar, a CVM, em razão de procedimentos instaurados, pode impor penalidades a todos os agentes do mercado. Essas penalidades podem variar desde advertência, multa, suspensão e inabilitação para o exercício de cargos de administração até proibição temporária para operar no mercado.

Na esfera penal, não há nenhum dispositivo que trate dessa conduta de forma específica.<sup>34</sup>

Não obstante o princípio de que não há crime sem norma que o qualifique, há quem sustente que o *insider trading*, poderia ser tipificado como crime de estelionato previsto no artigo 171 do Código Penal.<sup>35</sup>

No campo da responsabilidade civil, a iniciativa da ação de indenização compete a quem se sente prejudicado, e toma por base todas as normas legais acima mencionadas, especialmente o artigo 159 do Código Civil, podendo atingir administradores, controladores, empregados e pessoas equiparadas.

---

<sup>34</sup> Em dezembro de 1988, o Poder Executivo apresentou anteprojeto de Lei tipificando o *insider trading* como crime contra o mercado de valores mobiliários, prevendo pena de detenção de 6 meses a 2 anos e multa. Após receber pareceres favoráveis da Comissão de Constituição e Justiça e da Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, em 11 de março de 1997, foi aprovada a Mensagem 221/1996 do Poder Executivo, solicitando a retirada do Projeto, encerrando-se, assim, a sua tramitação.

<sup>35</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”, Legisbanco Informativo CVM, vol. IV, ano III, 1980.

A questão que apresenta maior interesse diz respeito à natureza dessa responsabilidade. Na doutrina, têm-se entendido que há presunção de culpa dos administradores e dos controladores quanto à prática ilegal, o que se dá justamente em função da sua posição privilegiada dentro da companhia.

Esta presunção *juris tantum* admite prova em contrário, e seria aplicável tanto na esfera civil quanto na esfera administrativa.<sup>36</sup>

Conforme LEÃES, a presunção de culpa justifica-se quanto aos administradores, com base no disposto no artigo 158, II, da própria Lei das sociedades por ações, já que, quando o administrador proceder "com violação da lei ou do estatuto" a sua responsabilização independe de prova. Outro dispositivo que justificaria essa presunção, de acordo com esse autor, é o artigo 155, Parágrafo 2º da mesma Lei, que estabelece o dever de zelo do administrador, cabendo-lhe responsabilização por culpa *in vigilando*.<sup>37</sup>

Assim, conclui-se que o objetivo do legislador, ao delimitar a responsabilidade de administradores, controladores e terceiros sempre foi o de proteger o interesse social da empresa e dos investidores como um todo, em detrimento do interesse individual daqueles agentes, na preservação de seus patrimônios.

☞

---

<sup>36</sup> ELZIRIK, Nelson. *Insider Trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 50, abril-junho/ 1983, p. 53.

<sup>37</sup> LEÃES, Luiz G.. Mercado de capitais e *insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 177/178.

## 8. Conclusão

Neste trabalho, pretendeu-se apresentar os aspectos mais importantes, para tentarmos conhecer um pouco este tão desconhecido princípio do *full disclosure*.

Este princípio, o da ampla divulgação de informações, exerce uma função chave, ao permitir uma melhor avaliação pelos participantes nos processos de tomada de decisão.

Foram apresentados os objetivos básicos que devem ser buscados por meio da regulação estatal do mercado de capitais, quais sejam, a eficiência e a estimulação do mercado, a equidade nas relações intermediários *versus* clientes, a confiança do público investidor e a prevenção e eliminação da concentração de poder econômico, seja de investidores ou intermediários.

A legitimidade da regulação do mercado por parte de órgãos do Poder Executivo (Conselho Monetário Nacional e CVM) foi objeto de questionamento, em virtude dos mesmos terem, também, poderes de fiscalização. A propósito, concluiu-se que tal regulação é técnica legislativa própria do direito econômico, perfeitamente aceitável, visando o preenchimento das chamadas "normas legais em branco".

Quanto à ação fiscalizatória, entendeu-se que a mesma é condição para a eficácia da atividade normativa, por afetar diretamente a avaliação dos investidores com relação a determinado mercado.

Porém, além do Estado, o controle e fiscalização do mercado de capitais também é incumbência das chamadas entidades auto-reguladoras. Com poderes para ditar suas normas e regulamentos e, ainda, para fiscalizar seus

membros e operações realizar em seus pregões e sistemas, tais entidades sujeitam-se, no Brasil, à supervisão governamental da CVM.

O exato limite entre auto-regulação e a supervisão governamental está solucionado, nos Estados Unidos, com base no conceito de regulação cooperativa. No Brasil, a disciplina legal permite que esse limite seja ampliado a qualquer tempo, por iniciativa da CVM.

Qualquer que seja o encaminhamento dado, verificou-se existir consenso no sentido de que, tanto a regulação quanto a auto-regulação norteiam-se por princípios que objetivam aumentar o fator confiança no mercado, sendo o *full disclosure* apenas um desses princípios.

Mas não é apenas o fator confiança que deve ser levado em conta. Foram apontadas as diversas razões que justificam a ampla divulgação de informações, por se tratar de um instrumento eficaz que contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais, na medida em que favorece os investidores os profissionais de mercado, as companhias e toda a comunidade em que estas atuam.

Além dos atrativos, foram apresentadas as críticas inerentes às políticas de divulgação de informações, que estão mais fundadas nos custos envolvidos e no pouco aproveitamento dos informações por seu público receptor.

A interpretação econômica do fenômeno, nesse sentido, permitiu compreender as implicações das informações para os participantes do mercado de capitais.

As noções econômicas revelaram-se fundamentais para compreender a extensão do espectro dos destinatários de informações, tenham ou não os mesmos interesses no mercado de capitais. Daí, mais uma vez, configurou-se a justificativa de que as normas sobre *disclosure* resguardam o interesse público.

Foi tratado também, do uso de informações privilegiadas, prática conhecida como *insider trading*, configurada como uma situação tipicamente decorrente da falta de divulgação de informações, e por isso também denominado de fenômeno.

Dentre outra, cabe enfatizar que a ampla prestação de informações não representa um mero dever imposto às companhias perante as autoridades, mas também perante todos os participantes do mercado e de toda a comunidade.

De maneira geral, esperamos ter demonstrado que o bom funcionamento dos mercados é correlato ao grau de confiança que os mesmos inspiram aos investidores.

Considera-se, assim que, se a divulgação das informações deixar de ocorrer, estará comprometido não apenas o desenvolvimento do mercado de capitais, mas também a efetiva utilização dos mecanismos que o mesmo oferece aos seus participantes.

## 9. Bibliografia

ARAGÃO, Paulo César. Novos aspectos dos valores mobiliários na lei das sociedades por ações, *Revista dos Tribunais*, n.º 584, p. 292, junho de 1984.

ASCARELI, Túlio. *Panorama do Direito Comercial*, Saraiva, São Paulo, 1947.

BAPTISTA, Luiz Olavo. O Impacto do Mercosul sobre o Sistema Legislativo Brasileiro, *São Paulo*, n.º 690, p. 39-16, abril de 1993.

BARRETO FILHO, Oscar. Seminário sobre a reforma das sociedades anônimas promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, São Paulo, n.º 07, p. 119-121, 1972.

BARROS, Luiz Gastão Paes de. Mercado de capitais e insider trading. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1982.

BULGARELLI, Waldíro. Perspectivas da empresa perante o Direito Comercial, *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n.º 5, p. 49-73, São Paulo, 1972.

\_\_\_\_\_, (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. Pioneira, São Paulo, 1998.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n.º 6404, de 15 de dezembro de 1973*, vols. 1 e 3, Saraiva, São Paulo, 1997.

\_\_\_\_\_. O caráter normativo dos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários, *Revista da CVM*, v. 2, n.º 6, p. 51-54, Rio de Janeiro, set/1984.

COMPARATO, Fábio Konder. Aspectos jurídicos da macroempresa, *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1970.

\_\_\_\_\_. Insider Trading, Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n.º 2, p. 41 São Paulo, 1971.

\_\_\_\_\_. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de "quorum" nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n.º 27, p. 89-98, São Paulo, 1978.

- \_\_\_\_\_. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n.º 49, p. 56-73, São Paulo, janeiro-março/1983.
- EIZIRIK, Nelson Laks. A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos estados Unidos. *R. Bras. Merc. Cap.*, IBMEC, v. 2, n.º 4, p. 25-50, Rio de Janeiro, janeiro-abril/1976.
- \_\_\_\_\_. Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta, *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n.º 50, p. 42, São Paulo, abril-junho/1983.
- FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. In: *Journal of Finance*, n.º 25, p. 383-417.
- HENN, Harry G., ALEXANDER, John R. *Laws of Corporation and other business enterprises*. 3<sup>rd</sup> ed. St. Paul, Minn.: West Publishing Co, 1983.
- LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da Lei de Sociedades Anônimas, *revista de Direito Mercantil*, n.º 07, p. 123-158, São Paulo, 1972.
- LANDES, William, POSNER, Richard. The influence of economics on law: a quantitative study. In: *Journal of Law Economics*, vol XXXCI, abril, 1993.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading, *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1982.
- \_\_\_\_\_. Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas, *Revista dos Tribunais*, 1989.
- \_\_\_\_\_. O papel do Governo na proteção aos investidores, *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n.º 58, p. 71, abril-junho, 1985.
- MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores, *Revista de Direito Público*, n.º 81, p. 217-222, janeiro-março, 1987.
- PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos jurídicos do "insider trading". *Legis Bancos*. Informativo CVM, vol. IV, ano III, 1980.
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*, ed. Forense, Rio de Janeiro, 1989.
- REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*, 20 ed. Saraiva, São Paulo, 1993.
- SÁ, Paulo Fernandes, MELLO, Celso D. de Albuquerque. *Intervenção do Estado no domínio econômico*, Ed. Rio, Rio de Janeiro, 1973.

- SILVA, Delfino Hamilton. Avaliação do conteúdo informacional incremental das demonstrações financeiras baseadas em correção monetária integral, Dissertação (Mestrado), Escola de Administração de Empresas de São Paulo/Fundação Getúlio Vargas, 1995.
- STAMP, M., WELSH, C. (General Editors). International Insider Dealing. London: FT Law & Tax, 1996.
- TÁCITO, Caio. Parecer sobre o poder regulamentar do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, Revista da CVM, v. 4, n.º 12, p. 27-34, Rio de Janeiro, abril-junho/1986.
- TERTULANO, Francisco A *et al.* Full Disclosure: Como aperfeiçoar o relacionamento das empresa abertas com o mercado de capitais. Maltese, São Paulo, 1993.
- WALD, Arnoldo, EIZIRIK, Nelson. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado, Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n.º 61, p. 5-21, janeiro-março, ed. Revista dos Tribunais, São Paulo, 1986