

DIRCEU BERTIN

***INSIDER TRADING, CONTROLE JURÍDICO DO USO INDEVIDO DE  
INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS***

SÃO PAULO

2010

DIRCEU BERTIN

***INSIDER TRADING, CONTROLE JURÍDICO DO USO INDEVIDO DE  
INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS***

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Dr. **FABIANO DOLENC DEL MASSO.**

2010

B544i

Bertin, Dirceu

Insider Trading, controle do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. / Dirceu Bertin– São Paulo, 2010.

108 f. ; 30 cm

Dissertação (Direito Político e Econômico) - Universidade Presbiteriana Mackenzie - São Paulo, 2010.

Orientador: Fabiano Dolenc Del Masso

Bibliografia : p. 73-81

1. Regulação. 2. Mercado de Capitais. 3. Informação.  
4. Insider Trading. I. Título.

CDD 342.23113

À minha esposa Vivian, pela sua  
compreensão, amor e apoio, e aos  
meus filhos, Oswaldo e André.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Fabiano Dolenc Del Masso, orientador paciente, que, com muita atenção e aulas enriquecedoras, guiou-me, de maneira tranquila, na elaboração deste trabalho.

Aos Profs. Armando Luiz Rovai e Ecio Perin Junior, pelas preciosas sugestões e comentários apontados no exame de qualificação, e pela disposição em compor a banca.

Ao Prof. José Francisco Siqueira Neto, coordenador do Mestrado em Direito do Mackenzie, pelo incentivo e apoio durante toda a realização do curso.

Aos demais professores do Mestrado e aos amigos José Carlos Saliba, Rubens Zanforlin Calzeta, os quais me incentivaram na realização deste estudo e ao Ricardo Andrade Saadi pelo apoio e por ter me apresentado ao Prof. Alysson Leandro Barbate Mascaro, que ensina com generosidade.

À revisora Márcia M. Prigol e à tradutora Juliana A. Saad pelo apoio técnico.

Aos funcionários da Pós-Graduação do Mackenzie, representados na pessoa do Renato Santiago, por todo o suporte e atenção oferecidos.

E a todos os colegas que conviveram comigo no Mestrado, por sua amizade e paciência.

*Informe, seja transparente. Se, por qualquer motivo não foi possível informar, abstenha-se de negociar.*

(Newton De Lucca).

## RESUMO

Com a globalização da economia mundial e a estabilidade da economia brasileira, alcançada nos últimos quinze anos, o mercado de capitais brasileiro começou a se fortalecer, levando mais e mais empresas a abrirem seu capital, por meio de oferta de ações ao público em geral. Este movimento econômico, que leva ao financiamento e fortalecimento das empresas brasileiras, precisa contar com um mercado de capitais confiável e justo e, para isso, é preciso que a informação seja transmitida a todos os operadores de maneira transparente, como corolário do direito do mercado à informação. Assim, será analisada qual a forma mais eficiente de se combater o *insider trading*, ou seja, o uso indevido de informação privilegiada do mercado de valores mobiliários, tornando comum a ampla e honesta divulgação das informações relevantes, aplicando-se o princípio do *full and fair disclosure*, para a promoção da credibilidade do mercado de capitais, o que ensejará que mais pessoas nele invistam suas economias e alavanquem as empresas e, por conseguinte, o país.

**Palavras-chave:** Regulação. Mercado de Capitais. Informação. *Insider Trading*.

## ABSTRACT

With the globalization of the world's economy and the stability that Brazilian economy reached in the last fifteen years, the country's capital markets started to strengthen, prompting more and more companies to open their capital through IPOs (*Initial public offerings*). This economic movement, which leads to the financing and invigoration of Brazilian companies, has to depend on reliable and fair capital markets. Therefore, it is essential that information is conveyed to all operators in a transparent and clear way as the right to information is a corollary to the right of free expression. Thus, it seems fit to investigate which is the most efficient form of fighting insider trading, in other words, the inappropriate use of privileged information in the stock market, and to make the wide and trustworthy diffusion of important information a common behavior – applying the principle of full and fair disclosure – in order to promote the credibility of capital market, giving opportunity to a greater number of people to invest their savings, which will consequently leverage companies and, thus, the country.

**Keywords:** Regulation. Capital Market. Information. Insider Trading.



## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1. MERCADO DE CAPITAIS.....	16
1.1 Mercado.....	16
1.2 Mercado de Valores Mobiliários.....	17
1.3 Valores Mobiliários.....	20
1.4 Direitos e Deveres do Investidor no Mercado de Capitais..	23
2. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	28
2.1 Origens e Conceito.....	28
2.2 <i>Full and Fair Disclosure</i> .....	34
3. A REPRESSÃO AO <i>INSIDER TRADING</i> .....	40
3.1 Crimes Corporativos.....	40
3.2 O Combate à prática do <i>Insider</i> no Direito Comparado.....	41
3.2.1 A Legislação nos EUA.....	43
3.2.2 A Legislação na França.....	46
3.2.3 A Legislação na Inglaterra.....	48
3.2.4 A Legislação na Alemanha, Itália e Espanha.....	49
3.2.5 A Legislação na Argentina e no MERCOSUL.....	50
4. O COMBATE AO <i>INSIDER TRADING NO BRASIL</i> .....	52
4.1 O início na Legislação Brasileira.....	52
4.2 A Regulação feita pela CVM relativa à lei n. 6.404/76.....	57
4.3 As inovações da Lei n. 10.303/2001.....	58
4.4 A Responsabilização Civil e Administrativa.....	60
4.5 A Criminalização.....	64

4.6 A Realidade da Investigação Policial do <i>Insider Trading</i> ....	66
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	71
6. BIBLIOGRAFIA.....	73
APÊNDICE I.....	82
APÊNDICE II.....	85
APÊNDICE III.....	94

## INTRODUÇÃO

Desde os primórdios da civilização moderna há relatos de transações financeiras entre as pessoas. A adoção do capitalismo pela maioria dos países do planeta e, conseqüentemente, a globalização, abriu espaço para a circulação de riquezas, de maneira nunca vista pelo mundo contemporâneo.

A globalização é um fato econômico que não podemos ignorar apesar das críticas feitas por quem a chama de uma nova forma de imperialismo. Temos que reconhecer este fato e formular as soluções possíveis nos campos: econômico e jurídico. Conforme Arnold Wald “Os fatos econômicos, assim como os fenômenos naturais não admitem solução de avestruz” (MOSQUERA (Coord.), 1999, p. 11).

A economia chinesa, por exemplo, tem se aproveitado da globalização, de maneira excepcional, e vem dobrando o seu produto interno bruto a cada seis ou sete anos, nas últimas duas décadas.

Países que detém bons sistemas financeiros, além de adequados mercados de capitais e grandes bancos privados, tendem a evoluir mais rapidamente, aumentando a produtividade e acelerando o ritmo de crescimento.

A Bolsa de Valores tem sido importante instrumento de investimento desde pequenos investidores, que aplicam suas economias, até grandes fundos ou bancos de investimentos. Todos, na verdade, possuem um único objetivo, qual seja, aperfeiçoar o seu capital. Mas a grande pergunta que se faz é a seguinte: o Estado possui meios de controle? São eficientes? A legislação vigente é eficaz? O Estado protege os pequenos investidores?

A Bolsa de Valores de São Paulo, por sua vez, se destaca por sua grande expressão econômica. Só no ano de 2007, o volume de negócios diários cresceu quase cinco vezes, ficando a média do ano em quase cinco bilhões de reais (EIZIRIK, 2008, Intr.).

O foco deste trabalho será a responsabilidade penal no que tange aos crimes praticados no mercado de capitais. Será feita uma acurada análise dos três artigos que tipificam os crimes da lei n. 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Também, foi acrescentado pela lei n.

10.303/01, um capítulo contendo três artigos, os quais prevêm condutas ilícitas e cominam a elas as respectivas sanções penais. Apesar de a reprimenda poder chegar até oito anos de reclusão, pensamos haver grande subjetividade no tipo penal, que dificulta o trabalho dos julgadores, pois o móvel, ou seja, a intenção subjetiva a qual o agente realmente possui é de difícil constatação, no caso concreto. Nas palavras de Luiz Gastão de Paes de Barros Leães (1982, p.173):

A lei, no entanto, não fornece os parâmetros ou as condições para o exercício dessa fiscalização de polícia, dificuldade essa a que se soma a definição de contornos pouco precisos do fato delituoso, sem detalhar sequer quais os atos que podem configurar o privilegiamento de informações.

Destarte, será feita uma análise sobre a Comissão de Valores Mobiliários, sua natureza jurídica, seu poder de polícia, suas limitações, sua integração com os demais órgãos nas questões fiscalizatórias pois, como autarquia federal especial, seu papel na apuração dos ilícitos praticados no mercado de capitais é de enorme importância para, posteriormente, servir de base à instrução processual. Nesse tópico haverá, também, algumas observações pertinentes ao poder de polícia da CVM. Tentaremos mostrar, através de casos concretos, se o poder de atuação outorgado a ela atinge (ou não) a finalidade pretendida pela Administração.

Discute-se, assim, o liberalismo econômico exagerado, proporcionado pelo Estado, uma vez que o escopo da pesquisa será analisar as fragilidades decorrentes de uma legislação que, apesar de ter a intenção de impor meios de controle e responsabilidades penais, possui muita dificuldade em enquadrar o caso concreto ao tipo penal.

Atualmente é notório que, cada vez mais, no mundo e, em especial, no Brasil, nestes últimos anos, pequenos investidores têm direcionado seus investimentos para o mercado de capitais. Há necessidade de uma atuação mais direta por parte do Estado através de seus órgãos e autarquias, juntamente com o legislativo na elaboração de leis que, de fato, alcancem o objetivo pretendido, ou seja, a responsabilização penal e a proteção dos pequenos investidores. Não seria correto permitir que a sociedade seja alvo de grandes especulações, gerando crises

financeiras terríveis e, conseqüentemente, anos de dificuldades econômicas contaminando toda uma nação, o que nós, brasileiros, entendemos muito bem.

Com a globalização vivida hodiernamente, presenciamos a criação de ligações estreitas e íntimas entre sistemas financeiros de diversos países, com a conseqüente liberação do câmbio e razoável desregulamentação das atividades financeiras.

O mercado de ações, através das Bolsas de Valores, é considerado a “Meca” pelos investidores neófitos, pois acham, de maneira totalmente equivocada, que podem ter lucros fáceis, como se fosse jogar em um cassino. Já para os grandes investidores, a realidade é completamente diversa e, por isso, estes se cercam dos melhores especialistas, no intuito de ter o mínimo risco e o máximo de retorno do capital investido.

A Bolsa, local de venda e compra de ações, de lucro, mas também de prejuízo, de acumulação de capital, mas também de perda quando a ação tem o valor declinante, decorrente da venda em massa, é a responsável pela organização dessas transações, tendo ao seu redor grandes empresas, com visível exposição do poder econômico.

Com a popularização das ações no mercado financeiro, houve um grande crescimento da Bolsa de Valores de São Paulo, que logo se transformou em uma das mais importantes Bolsas da América latina, chegando a negociar quase quatro bilhões de reais no primeiro semestre de 2007 (Bovespa Holding S/A, 2007, p.19).

Tendo em vista tal magnitude, o tema Bolsa de Valores é pouco discutido na área do Direito, existindo poucos estudos mais aprofundados sobre os seus controles. Posto que, se justifica, também, a nossa pesquisa, porque de uns tempos para cá, diante do crescimento das S/A, a compra e venda de ações na BOVESPA deixou de ser privilégio de poucos, com a crescente expansão do investimento em ações, tanto por nacionais quanto por estrangeiros, acrescida da estabilidade da economia, muitas pessoas físicas (pequenos investidores) e pequenas empresas, têm participado ativamente deste mercado.

A boa-fé - confiança é o motor de qualquer organização econômica e a Bolsa deve garantir a segurança e a transparência das empresas que delas são participantes.

O princípio por que se pauta a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, entidade reguladora e fiscalizadora do mercado de capitais, é o do *full disclosure*, que protege a transparência das informações nas relações desenvolvidas nesse mercado e assegura a igualdade de informações públicas para os participantes envolvidos. Os investidores têm a liberdade de decidir seus investimentos com base nas informações disponíveis para todos no mercado, tanto situação das companhias emissoras, quanto das características dos valores mobiliários ofertados.

Objetiva, ainda, que o mercado tenha acesso ao mesmo nível de informação e no mesmo momento, e o dever de lealdade dos administradores perante os acionistas e a companhia. Esta deve atuar na prevenção, promovendo a conscientização de todos os que lidam com informações privilegiadas. O combate ao *Insider Trading* é fundamental para preservar o princípio norteador do mercado mobiliário – o do *full disclosure*.

Com o atual vigor do mercado de capitais, diante da progressiva estabilidade econômica do País, o tema relativo ao controle legal do *Insider Trading* deve ser objeto de maior atenção e monitoramento da CVM, do Ministério Público e do Poder Judiciário, dos investidores e demais integrantes do mercado e também de maior interesse da área acadêmica, especialmente na área do Direito.

A nós, nos parece que, na realidade atual, a CVM – autarquia reguladora do mercado, com funções de registro, reguladora, fiscalizadora e consultiva, não demonstra ter a força necessária para a limitação do poder econômico.

Assim, entendemos que o combate ao uso indevido de informação privilegiadas não deva apenas ser travado no campo administrativo ou criminal, mas tem que ser mais estudado, discutido e pesquisado pela inteligência crítica nacional, averiguando-se a possibilidade de ocorrência efetiva de abuso de poder e a análise de seus limites, bem como se um livre e desregulamentado mercado poderá ser causa de intensas crises, enfraquecendo-se e necessitando, cada vez mais, da ajuda do Estado.

A linha de pesquisa adotada neste estudo é vinculada ao “Poder Econômico e seus Limites Jurídicos”, pois a análise do tema é sensível ao propósito de averiguar se o combate ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais tem sido realizado de forma eficaz pela autarquia especial encarregada desse mister

– a CVM, e se o Estado está obtendo a concretização de impor controle jurídico na Bolsa de Valores na prevenção e repressão aos crimes cometidos naquele ambiente.

Assim, as áreas de conhecimento de direito e economia serão vitais na pesquisa a ser realizada, as quais serão focadas na questão dos limites jurídicos das forças atuantes na Bolsa de Valores, face ao poder econômico que circula diariamente no ambiente das bolsas.

Questionaremos se o Estado deveria ter maior participação em regular e fiscalizar o mercado de capitais, impedindo eventuais abusos de quem possui e usa informações privilegiadas de maneira indevida, visando garantir a confiança do sistema, pois se o mercado estiver sendo manipulado poderá levar ao descrédito, o que arruinaria uma excelente via de crescimento econômico e de alavancagem financeira das companhias.

Finalmente, uma rápida aferição do vínculo do tema - *Insider Trading*, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada – com a linha de pesquisa inerente ao “Poder econômico e seus Limites Jurídicos” junto ao que há publicado, mostra que o material encontrado, na maioria das vezes, remete a estudos feitos em disciplinas de Faculdades de Economia, de Administração de Empresas, de Ciências Contábeis, além, por óbvio, das de Direito.

Com a recente transformação da pessoa jurídica da Bolsa de Valores ocorrida devido ao processo de desmutualização em que passou de uma instituição que não tinha fins lucrativos para uma sociedade empresarial, que logicamente irá trabalhar buscando o lucro, imitando o que ocorreu no mercado americano, criou-se um fato sem precedentes na história do mercado de capitais nacional.

A partir deste momento, tal transformação poderá levar a um choque do interesse de caráter público da BOVESPA (regulação do mercado e monitoramento) com seu novo interesse empresarial. Será que esta transformação não levará a Bolsa a negligenciar a necessária fiscalização do mercado, em especial do *insider trading*, se este for um dos participantes desta nova empresa com estrutura de Sociedade Anônima?

Acompanhamos exatamente nesta quadra da história mundial, uma crise mundial do capitalismo financeiro, originada no mercado imobiliário hipotecário norte-americano e comparada por muitos economistas com a crise mundial de 1929.

Fortes oscilações nas Bolsas de Valores de todo o planeta, em especial da BOVESPA - que chegou a ter as ações de seu pregão desvalorizadas em quase 40% apenas no mês de outubro de 2008, levou os especialistas a afirmarem, quase em coro, que tal colapso econômico se deve em grande monta à falta de regulação do mercado financeiro das nações desenvolvidas capitalistas. Felizmente, neste ano de 2009, a BOVESPA conseguiu operar, já nos patamares de antes da crise mencionada.

A par disso, há um clamor mundial pela maior regulação deste mercado. Trazendo este enfoque para o tema proposto nesta pesquisa, penso ser o momento extremamente propício para avaliar o desempenho e consequente eficácia da Comissão de Valores Mobiliários em sua função precípua regulatória e fiscalizatória da BOVESPA.

De outro lado, observa Luiz Gastão de Paes de Barros Leães (1982, p. 183):

Ora, essa repressão a prática do *insider trading* encontra-se no vértice de duas tendências da sociedade atual: de um lado, a tensão entre o aparelho do Estado intervencionista e a sociedade civil, e, de outro, a pressão pelo desenvolvimento econômico, tal como vem sendo praticado pelos países que lideram a revolução industrial, paulatinamente universalizado.

Para constatar se esta instituição (em conjunto com o aparelho policial, o Ministério Público e o Poder Judiciário) está realmente desempenhando, de maneira satisfatória, sua função principal de representante de um Estado vigoroso e atuante, na repressão da manipulação de mercado, em seu viés de uso indevido de informação privilegiada – *insider trading*, mantendo a credibilidade e confiabilidade entre investidores de todos os matizes e empresas, outro importante aspecto a ser analisado é se a proibição das condutas dos *insiders* visa a proteger o bem jurídico - o *mercado de valores* (maioria na doutrina), ou o bem jurídico tutelado seria a *confiança*.



Objetiva-se nesta pesquisa avaliar a questão do monitoramento dos limites jurídicos efetuado por parte da Comissão de Valores Mobiliários, da Polícia, do Ministério Público e do Poder Judiciário sobre a Bolsa de Valores de São Paulo, diante do uso indevido de informações privilegiadas – *INSIDER TRADING* e como esta prática pode ser nefasta para o bem maior que deve ser protegido: A *confiança* do pequeno investidor das Bolsas.

Assim, são elencadas razões econômicas; a cotação das ações deve refletir as informações publicamente disponíveis em certo momento e razões éticas, fundamentadas na confiança do mercado, ao tentar ser justo, honesto, evitando a desigualdade.

Hegel (2003, p.184) já afirmava: Neste sistema, a disposição moral objetiva consiste na probidade e na honra profissionais e, graças a ela, cada um faz de si membro de um elemento da sociedade civil.

Se, para fazer parte da sociedade civil é preciso ser probo, no mercado de capitais - que é um microcosmo da sociedade civil, esta exigência também se faz bastante presente, e por isso, deve ser tentada, de maneira ideal, a não presença do *insider trading*, por causa da nocividade deste personagem e dos malefícios que ele produz no fator essencial da confiança.

## **1. MERCADO DE CAPITAIS**

### **1.1 Mercado**

No Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa (1986, p.1.120) a palavra mercado encontra vários sentidos possíveis, porém todos com conotação comercial, e o dicionário aponta duas traduções com viés econômico, das quais parecem ser as mais acertadas: “O conjunto de pessoas e/ou empresas que, oferecendo ou

procurando bens e/ou serviços e/ou capitais, determinam o surgimento e as condições dessa relação”.

De outro lado, dentro do mesmo verbete, define, singelamente, mercado de capitais como “O que opera com capitais para financiamento”.

Já, o dicionário Houaiss *online*, além de citar várias definições para a palavra mercado, vai melhor no sentido dado à locução “mercado de capitais” como sendo: “aquele que é constituído pelas bolsas de valores e instituições financeiras (bancos e companhias de seguros e investimentos) e que negocia com papéis (ações, títulos de dívida) a longo prazo”.

Na doutrina, Fabiano Del Masso (2007, p.15) claramente define mercado:

De forma bem simples e objetiva o mercado consiste em um espaço no qual são realizadas as trocas de bens. Com a especialização das trocas os mercados passaram a ser classificados de acordo com alguns critérios, como por exemplo: o mercado cuja troca envolve moeda compõe o mercado financeiro; o mercado cuja troca são bens de consumo, compõe o mercado de consumo; quando a troca envolve a força de trabalho, fala-se em mercado de trabalho. O produto também serve como critério de classificação, daí os mercados de café, soja, tecnologia etc. A ampliação ou diminuição do espaço de troca também serve como critério de classificação, é o caso do mercado local, continental, europeu, internacional etc.

## **1.2 Mercado de Valores Mobiliários**

O mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, ou ainda mercado de ações é um subsistema do sistema financeiro, assim como o são o mercado cambial, o mercado monetário e o mercado de crédito.

Serve o mercado de capitais para que as empresas, quando realizem emissões públicas de seus valores mobiliários, primordialmente as ações, para a captação de recursos para se financiar ou até mesmo para tratar de suas dívidas.

E não se trata de empréstimo por parte de investidores, vez que estes não têm nenhuma garantia de retorno dos recursos aplicados, por isso a denominação que o mercado de capitais tem, como sendo um mercado de risco.

Essas empresas, que captam os recursos dos investidores, são também chamadas de sociedades de capital ou por ações, porquanto tem seu capital dividido em ações e tem um modo próprio de constituição e funcionamento, estabelecidos em lei ou em estatuto.

Fran Martins (1998, p. 301 e 306), assim caracteriza tais empresas:

- a) Divisão do capital em partes, em regra, de igual valor nominal. Essas partes do capital são denominadas ações;
- b) Responsabilidade dos sócios limitada apenas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, não respondendo, assim, os mesmos, perante terceiros, pelas obrigações assumidas pela sociedade;
- c) Livre cessibilidade das ações por parte dos sócios, não afetando à estrutura da sociedade a entrada ou retirada de qualquer sócio;
- d) Possibilidade de subscrição do capital social mediante apelo ao público;
- e) Uso de uma 'denominação' ou 'nome de fantasia' para nome comercial, devendo, contudo, a essa denominação serem sempre acrescidas às palavras 'sociedade anônima', por extenso ou abreviadamente. A palavra 'companhia', antecedendo a denominação social é sinônima da locução 'sociedade anônima', sendo, assim, dispensável, quando aquela for empregada;
- f) Possibilidade de pertencerem à sociedade menores ou incapazes, sem que esse fato acarrete nulidade para a mesma.

O mercado de capitais pode ser subdividido em dois segmentos, a saber, o mercado primário e o mercado secundário. Esta distinção, no entanto, só é importante em termos econômicos, pois em termos jurídicos não há distinção na legislação específica.

No mercado primário se realizam as emissões públicas de novos valores mobiliários, através de captação da poupança popular. Assim, se confirma a finalidade principal do mercado de ações, que é o acesso aos recursos do público, que são canalizados diretamente para as sociedades emissoras, as quais podem

usá-los em seus projetos, ao passo que os investidores passam à figura de participantes dos resultados desta iniciativa econômica.

Não existe ingresso de recursos para as companhias no mercado secundário, porquanto inexistente a emissão de novos títulos. São operações realizadas entre investidores, sem qualquer vínculo com a companhia emissora dos mesmos.

Conferir liquidez aos títulos ofertados pelas companhias é função primordial deste mercado, permitindo que os poupadores possam alienar de maneira rápida suas ações. Sem o mercado secundário, novos recursos teriam captação prejudicada no mercado primário, pois os valores mobiliários têm que demonstrar fácil fluidez.

O mercado secundário opera com valores mobiliários que podem ser negociados em Bolsa de Valores, de Mercadorias ou de Futuros, ou até no denominado mercado de balcão.

Os investidores podem, ainda, comprar e vender diretamente os valores mobiliários, sem qualquer tipo de intermediação, de maneira privada e, por conseguinte, fora do mercado de capitais.

O mercado de balcão compreende todas as operações do mercado secundário, realizadas fora do ambiente das bolsas de valores, mas dependentes de intermediação de instituições financeiras.

De outro lado, as Bolsas são entidades que centralizam as operações no mercado secundário, possuindo sistemas de pregão eletrônico ou, o quase extinto, “viva voz”, no qual as operações e a divulgação dos preços praticados ocorrem em tempo real.

Além disso, as Bolsas facilitam a custódia e a transferência dos valores mobiliários lá negociados e listados e, na medida em que são organizações que se auto-regulam, tentam manter altos padrões éticos nas negociações realizadas pelas instituições participantes.

Nelson Eizirik (2008, p. 12) mostra as características essenciais ao bom andamento das operações do mercado secundário tanto na bolsa quanto no mercado de balcão organizado:

- (a) acesso limitado à negociação apenas aos membros habilitados, normalmente sociedades corretoras membros da entidade, procedimento que aumenta a credibilidade do sistema e permite aos intermediários maior tranquilidade quanto à solvência da contraparte na operação (outra instituição financeira habilitada);
- (b) regras de negociação uniformes – horário de operações, unidades transacionadas, procedimentos de liquidação das operações, dentre outras – reduzindo os custos da transação;
- (c) procedimentos de compensação, diminuindo os riscos de inadimplência;
- (d) resolução de disputas, atuando as bolsas usualmente como árbitros nos conflitos surgidos entre seus membros;
- (e) estabelecimento de uma modalidade de “seguro” contra os prejuízos causados pelos intermediários aos seus clientes, como é o caso do Fundo de Garantia mantido pelas bolsas;
- (f) exigências mínimas para admissão de emissoras e de valores mobiliários à negociação;
- (g) fixação dos modelos de contratos negociados em operações a termo, a futuro e com opções;
- (h) elaboração e fiscalização das normas sobre a conduta ética a ser mantida pelos intermediários nas operações, no exercício de seu poder de auto-regulação;
- (i) estímulo permanente à adoção e a manutenção, pelas emissoras listadas, de níveis adequados de “governança corporativa”, contribuindo, assim, tanto para a sua mais eficiente gestão, como para a melhor tutela dos direitos dos investidores.

### **1.3 Valores Mobiliários**

De difícil conceituação, a expressão “valores mobiliários”, uma vez que se trata de bens, com características especiais.

Não são bens para serem usados ou consumidos e não tem valor intrínseco em si -, podem atribuir a seus detentores diferentes direitos e também podem ser usadas para diversas finalidades.

Boa parte da doutrina pátria, entretanto, entende que a expressão valores mobiliários corresponde à palavra *securities* do direito norte-americano e ensina Rubens Requião (1977, p. 62) que esta compreende:

[...] toda nota, ação, ação em tesouro, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito em todo tipo de contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados.

A legislação brasileira define o que são debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição.

Enfim, para obter recursos de que necessitam as companhias, fazem uso da emissão de títulos de investimento chamados valores mobiliários.

E o título mais usado é a ação, que numa definição simples é a representação da menor parcela do capital social de uma sociedade por ações.

As ações com direito a voto são chamadas ordinárias e as que têm direito de preferência sobre os lucros a serem distribuídos aos acionistas, sejam dividendos ou juros sobre o capital próprio, são chamadas de preferenciais, que também tem direito a voto. Hoje, todas as ações devem ser emitidas, obrigatoriamente, de maneira nominativa ou escritural.

De acordo com Eduardo Fortuna (2005, p. 559), a nova Lei das S/A define, formalmente, as vantagens para as ações preferenciais de sociedades anônimas, de capital aberto, no mercado de valores mobiliários:

- . Prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;
- . Prioridade no recebimento de dividendos, de acordo com pelo menos um dos seguintes privilégios mínimos, fixados em estatuto:
  - a) o direito de participar em uma parcela de pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, apurado na forma da lei, sendo que deste montante lhes é garantido um dividendo prioritário de pelo menos 3%

do valor do patrimônio líquido da ação, e ainda, cumulativamente, o direito de participar dos lucros remanescentes em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a essas ter sido assegurado um dividendo igual ao mínimo prioritário;

b) o direito ao recebimento de um dividendo de pelo menos 10% maior do que o atribuído às ações ordinárias; e

c) o direito de receber um dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias e cumulativamente o direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle em igualdade de condições com as ações ordinárias não integrantes do bloco de controle (tag along).

Os valores mobiliários têm características tão complexas e próprias que tais bens foram disciplinados em legislação especial, uma vez que o direito comum não consegue abarcar uma proteção eficiente aos investidores em geral.

Assim sendo, construiu-se pelo Estado uma legislação específica para o mercado de valores mobiliários – a Lei n. 6.385/76 e também se criou uma autarquia especial chamada Comissão de Valores Mobiliários – CVM – que tem como escopo fiscalizar, regular e disciplinar, com exclusividade, esse subsistema do sistema financeiro. Seguiu o legislador pátrio, neste particular, o direito norte-americano.

Está formalmente declarado no artigo 2º da Lei n. 6.385/76, em seu parágrafo 3º, o que poderá a CVM regulamentar, em face de emissão e distribuição de valores mobiliários:

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

A CVM tem efetuado esforços ao editar numerosas normas visando proteger os investidores através da adoção do princípio do *full disclosure* como dever para

todos, para que haja um ritmo constante de informações sobre os papéis ofertados e negociados, com o objetivo de prevenir que se pratiquem atos ilícitos que levem a fraudes no interior do mercado de valores mobiliários. Em suma, deveria haver transparência absoluta das informações referentes às entidades emissoras e, também, dos títulos que são ofertados por elas visto que, tais bens são oferecidos ao público em geral.

## 1.4 Direitos e Deveres do Investidor no Mercado de Capitais

O principal dever que cabe ao investidor em ações de uma companhia, também chamado de sócio-acionista é pagar o preço apontado para a subscrição dos títulos. Alguns entendem que seriam deveres ainda, lealdade do acionista para a companhia, agir com boa fé, colaboração do acionista para com a sociedade etc.

Rubens Requião (1998, p. 243) espanca este entendimento ao afirmar que “tais responsabilidades, no entanto, não tem o caráter de obrigação, por isso que defluem de direitos – de controle e de voto – que devem ser exercidos sem abuso de poder e de direito, respectivamente”.

Os direitos dos acionistas, classificados como essenciais, estão descritos na Lei das Sociedades por Ações, lei n. 6.404/76, em seu artigo 109, a saber:

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.

Destarte, os direitos essenciais não se esgotam nesta lista apresentada na lei das sociedades por ações, como bem ensina Modesto Carvalhosa (1998, p. 293):

É evidente que a lista de direitos individuais de caráter essencial, intangível, inderrogável e irrenunciável não se esgota no enunciado do artigo que ora comentamos. Os cinco direitos ali referidos não são, com efeito, exaustivos. Temos outros artigos da Lei nº 6.404, de 1976, que asseguram ao acionista prerrogativas individuais.

Ante os direitos apresentados, visualiza-se a importância do direito de fiscalização, porquanto ele é intrínseco ao controle da regularidade da administração da companhia, mesmo que sofra restrições previstas na própria lei n. 6.404/76, em seu artigo 109, inciso III.

E, mais importante ainda, associado ao direito de fiscalização, encontra-se o inalienável direito à informação, como bem demonstra as palavras de Luiz Gastão de Paes de Barros Leães (1980, p. 221):

[...] advirta-se que a esse direito de fiscalizar corresponde o simétrico dever da companhia de informar os acionistas. Essa dupla prerrogativa foi especialmente cuidada na lei vigente [Lei nº 6.404/76], mormente quando se trata de companhia aberta, a ponto de podermos dizer que existe na sociedade anônima um *direito de fiscalizar e de ser informado* a respeito dos negócios sociais.

Assim, demonstra-se claramente a essencialidade do direito à informação, apesar de não ter previsão legal.

De outro lado, cumpre esclarecer não ser ilimitado o direito à informação. Às vezes o interesse coletivo da sociedade se sobrepõe ao direito individual do

acionista e isto está presente em normas que restringem o direito à informação. São as informações reservadas - dados comerciais, jurídicos, administrativos e tecnológicos, que necessitam permanecer confidenciais e em sigilo, visando preservar o interesse da sociedade por ações, não devendo seus administradores divulgá-los.

O direito à informação tem que ser delimitado por lei para não se tornar abusivo e assim, se tornar prejudicial ao bom andamento dos negócios sociais. Vale ressaltar que, no passado, as restrições ao direito à informação eram maiores do que as observadas atualmente. Esse direito ajuda na hora do acionista votar, porque a fiscalização dos atos dos administradores pode nortear uma decisão.

Devido à previsão legal da possibilidade do capital social das companhias brasileiras poderem ser constituído, até a metade, por ações preferenciais com restrição e/ou sem direito a voto, o direito ao voto não é considerado no Brasil como essencial e, sendo assim, este direito pertence a determinados tipos de acionistas, que se agrupam em minoritários – grupo separado do poder, normalmente de oposição ao grupo dos controladores. Este, composto pelos acionistas que possuem o maior número de ações com direito a voto em assembleias gerais, que detém o poder decisório da companhia e, dessa forma, cada grupo tenta monopolizar os interesses e opiniões.

Ivo Timbó (2006, p. 31 e 32) bem descreve a íntima ligação entre o direito de voto e o direito à informação, afirmando que:

Nesse cenário, o direito à informação, com pressuposto dos direitos de fiscalização e de voto, exsurge como um dos mecanismos de proteção dos minoritários, porquanto a divulgação de informações a eles interessa, na medida em que os acionistas do bloco de controle, por comandarem a empresa, já têm acesso às informações relevantes. Assim, ao exercerem o direito de informação, os minoritários recebem substrato para fiscalizar a administração da sociedade, bem como para melhor exercerem o direito de voto em assembleia, evitando possíveis abusos por parte do grupo controlador.

Mas deve-se destacar, também, que muitos acionistas que têm direito ao voto, simplesmente não o exercem. Eles podem, por meio de publicações de informações fidedignas, avaliar sua participação acionária na companhia e, através

da informação recebida, conhecer razoavelmente a situação de seu investimento, não sendo admitido privá-los de seu inerente direito à informação.

Ao direito à informação corresponde o dever de informar, já que ambas se implicam mutuamente, ou seja, a lei obriga diretamente a sociedade comercial tanto a prestar informações quanto na situação de informação prestada em razão de requerimento, na qual a obrigação legal da exigência é indireta.

Assim, quase sempre, todo direito à informação relaciona-se com o dever de prestação de determinada informação e, nas companhias, coexistem a prestação de informações a todos os sócios por imposição legal e o dever de prestar informações diretamente ligadas ao requerimento de sócio.

Esse duplo aspecto do direito à informação é explicitado nas palavras de Modesto Carvalhosa (1998, p. 672):

A informação constitui um direito essencial do acionista de natureza passiva, em regra, na medida em que a iniciativa do fornecimento dos dados exatos sobre a situação financeira e comercial da companhia cabe aos administradores e é manifestada nos documentos da administração e naqueles referentes à emissão de valores mobiliários e de oferta pública de ações. No entanto, quando tais informações ou sua complementação dependem da iniciativa dos acionistas, tais como sua remessa postal ou o pedido de informação em assembléia geral (art. 157) [Lei nº 6.404/76], trata-se de um direito de natureza ativa.

Modesto Carvalhosa (1998, v. 2, p.673) inaugura uma nova divisão conceitual, dizendo que:

Temos, assim, que o direito de fiscalizar, consubstanciado no regime de informações, será individualmente exercido na sua forma passiva e ativa. [...]. Essas duas modalidades de fiscalização da atividade social, por meio do regime de informações, constituem manifestação de um mesmo direito, que pertence à categoria dos essenciais, consubstanciado, de um lado, na obrigação da companhia de prestar informações e, de outro, no direito dos acionistas de exigirem informações.

Destarte, verifica-se que a companhia tem o dever, imposto pela lei, de prestar informações a todos os sócios em face de generalidade ou relevância da matéria e, também, a obrigação de responder com as informações devidas a requerimento específico, feito de maneira individual por sócio interessado.

Nas companhias de capital aberto, ou seja, naquelas em que são emitidos valores mobiliários a serem negociados no mercado de capitais e assim captar poupança de diversos e, via de regra, numerosos investidores, deve o Estado regular o seu funcionamento, uma vez que envolve poupança pública, buscando proteger a economia popular e garantindo o desenvolvimento do mercado, e em especial o de capitais. Mas o funcionamento delas diz respeito não só a seus investidores, mas a todo o conjunto de participantes e futuros participantes do mercado de capitais.

Por atingir o interesse coletivo, de maneira difusa, ou seja, a todos os participantes do mercado -, a um número indeterminado de pessoas, passam a ser de interesse geral do mercado, pois podem prejudicar ou beneficiar a todos.

Desta maneira, fica claro que nas companhias de capital aberto a divulgação de informações deve ser bem mais ampla, porquanto as informações são dirigidas a todo o mercado, em benefício de toda a comunidade e não apenas dos sócios, não tendo o caráter restrito que se observa nos demais tipos de sociedades que não são obrigadas a realizar ampla divulgação.

Finalizando, observa-se que a lei determina o dever dos controladores de divulgar informações relevantes (princípio de *disclosure*), assumindo tal ônus a natureza de publicidade, pois tem que atingir a todo o mercado sem distinção nem privilégio a quem quer que seja.

E tem que ser assim mesmo, até porque noticiou o jornal “O Estado de São Paulo” no mês de novembro de 2009, em seu caderno de economia, que o número de pessoas físicas que investem na Bolsa de Valores (BM & FBOVESPA) alcançou o recorde histórico de 555.000 contas.

Diz ainda, a reportagem, que este número corresponde a, aproximadamente, 30% do volume negociado na Bolsa e que, mesmo com a crise econômica mundial, iniciada em 2008, os investidores individuais brasileiros não abandonaram a Bolsa como aconteceu em crises anteriores, ocorrendo a fidelidade neste segmento de

investimento, que levou por sua vez a segurar o preço das ações e a fazer da BM&FBOVESPA uma das menos afetadas pela crise global.

Os dirigentes da Bolsa brasileira reconhecem a jovialidade do mercado de capitais brasileiro, mas tem planos ambiciosos de elevar os pequenos investidores ao patamar de cinco milhões, em apenas cinco anos.

Muito longe, ainda, do mercado de capitais norte-americano que, de acordo com recente estimativa, soma 30% da população ou 90 milhões de americanos, atuando nas bolsas de lá.

Assim, o Estado tem que bem regular o mercado de capitais, mesmo levando-se em conta esta atividade ser ainda pequena comparada aos países avançados, tem tudo para se tornar uma grande fonte de recurso advinda de poupanças populares, para as empresas alavancarem seu desenvolvimento e, em consequência, desenvolverem a economia em geral.

## **2. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALS**

### **2.1 Origens e Conceito**

Claro está para quem acompanha a história econômica das nações ocidentais, que o termo regulação do mercado de capitais surgiu após a crise econômica da década de trinta, do século passado quando, paulatinamente, muitos estados capitalistas migraram do Estado modelo liberal para o estado modelo ou denominado intervencionista.

Nelson Eizirik (2008, p. 13 e 14) mostra de maneira clara a diferença entre os dois modelos, quando afirma:

A regulação de determinada atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Com efeito, num modelo puro de economia de livre mercado, a ordem jurídica não estabelece uma regulação da conduta dos participantes, restringindo-se a disciplinar os direitos de propriedade e as relações contratuais, sem, porém, limitar o direito do proprietário de usar o bem, ou estabelecer exigências com relação ao conteúdo dos contratos (preços mínimos ou cláusulas obrigatórias).

Assim, as normas poderão ser tidas como reguladoras na medida em que limitem a liberdade dos participantes do mercado, quer quanto à conduta, quer quanto aos bens negociados. A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é denominada “auto-regulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quando contida em normas legais ou regulamentares, que caracterizam uma **intervenção** do estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador. (grifo nosso).

Devido à crise do estado liberal surgiu a justificativa para o estado como organizador da atividade produtiva, transformando-se, de apenas mantenedor da ordem interna e externa, em regulador e motor da economia, porquanto intervencionista.

O maior expoente da teoria econômica do modelo estado intervencionista foi o economista John Maynard Keynes que, na visão de Leães (1982, p. 13) “teoriza sobre o papel da demanda como sustentadora do nível de atividade econômica, reintroduz o Estado dentro da Economia”.

Com a quebra da Bolsa de Nova York em 1929 ocorreu o declínio das ideias econômicas liberais e surgiu o plano norte-americano de recuperação da economia chamado *New Deal*, lançado pelo presidente Roosevelt, que trouxe em seu bojo claras intervenções estatais no domínio econômico.

Mesmo naqueles conturbados anos de depressão econômica americana, devido à base teórica liberal presente em seu povo, a política intervencionista adotada visava mais uma intervenção não direta, tendo como objetivo a regulação do mercado e não a participação direta do Estado na economia - com a supervisão direta das empresas pelo Estado.

Luiz Gastão de Paes de Barros Leães (1982, p. 14 e 15) já, lucidamente, demonstrava o perigo desse contexto:

[...] e na tendência centralizadora da administração da Administração Pública, podem-se adivinhar, como *ameaças permanentes*, formas autoritárias, repressoras da sociedade civil. Essas ameaças residem justamente nessa pretensão hedionda de o Estado assumir o máximo da sociedade civil – pretensão diametralmente oposta à ideologia dos fundadores do Estado norte-americano. Nesse sentido, como que para valorizar o papel da sociedade civil e como se a sua existência dependesse das restrições que se faça ao Estado, a obra legislativa do *New Deal* trouxe sempre a ressalva de que não se tratava de uma restrição, mas de uma coordenação da sociedade civil, em tempo de crise conjuntural. Roosevelt, em seu livro *Looking Forward* adverte: “Não defendo o controle de classe, mas um autêntico concerto de interesses”.

Destarte, saiu vencedora a idéia da regulação, que procurou intervir no domínio econômico de maneira a corrigir os conflitos da política anterior, mas tendo como fim a preservação do mercado – instituto essencial do sistema capitalista americano.

Em um modelo ideal de economia de livre mercado, a base jurídica se atém ao disciplinamento dos direitos contratuais e de propriedade, não limitando o uso dos bens e nem controlando o conteúdo dos acordos.

Já, a regulação, por sua vez, impõe a fixação de limites à atuação dos agentes econômicos e, por conseguinte, a liberdade dos participantes do mercado.

São reguladoras as normas que limitam a conduta ou os bens negociados pelos participantes do mercado, mas se ela for realizada de maneira voluntária e estabelecida pelos próprios agentes, será denominada de “auto-regulação”.

A forma conhecida como jurídica ou hetero-regulação acontece quando delimitada em regras legais, estabelecidas pela intervenção do Estado na economia, imposta diretamente pelo Estado ou por agências públicas criadas para tal fim - como agente regulador, mas nunca como participante ou empresário. Intervém, assim, o Estado, podendo legislar, fiscalizar, punir e registrar as entidades atuantes no mercado.

Nas palavras de Nelson Eizirik (2008, p.14):

Assim, o termo regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal. Vale notar que, ao regular determinada atividade econômica,

o Estado manifesta, por um lado, de não deixá-lo funcionar de forma inteiramente livre, sem quaisquer restrições; daí a opção pela regulação da conduta de seus participantes, quer ao nível do acesso – regulação das condições de entrada no mercado -, quer ao nível do exercício da atividade econômica, mediante limitações à realização de determinadas operações.

No plano *New Deal* foram lançadas várias leis intervencionistas, compondo uma série de normas que tinham o objetivo de recuperar a economia norte-americana, como de fato aconteceu. Tiveram destaque a Lei Nacional de recuperação Industrial (*National Industrial Recovery Act*), a Lei Bancária de Emergência (*Emergency Banking Act*), Lei de Ajuste Agrícola (*Agricultural Adjustment Act*) e a Lei dos Valores Mobiliários (*Security Act*).

Visível neste contexto histórico a lição de John Maynard Keynes (1984, p. 124):

Creio que a cura desses males deve ser procurada no controle deliberado da moeda e do crédito por uma instituição central, e em parte na coleta e disseminação em grande escala dos dados relativos à situação dos negócios, *inclusive a ampla e completa publicidade, se necessário por força de lei de todos os fatos econômicos, que seria útil conhecer*. Essas medidas envolveriam a sociedade no discernimento e controle, através de algum órgão adequado de ação, de muitas das complexas dificuldades do mundo dos negócios, embora mantendo desimpedidas a iniciativa e a empresa particulares. Ainda que estas medidas se mostrem insuficientes, elas nos fornecerão um melhor conhecimento do que temos, pra dar o próximo passo. [...] e sobre se a atual organização do mercado de capitais distribui a poupança através dos canais produtivos mais racionais. *Não acho que estas questões possam ser deixadas inteiramente, como estão agora, ao sabor da apreciação particular e dos lucros privados* (grifos nossos).

E este grande mestre da economia (1984, p. 123) ainda demonstra, de maneira clara e atual, qual deveria ser o papel do Estado:

A seguir chego a um critério de *Agenda* particularmente importante para o que é urgente e desejável fazer no futuro próximo. Devemos aspirar à separação dos serviços que são *tecnicamente sociais* dos que são *tecnicamente individuais*. A mais importante *Agenda* do estado diz respeito às atividades que os indivíduos particularmente já realizam, mas às funções que estão fora do âmbito individual,



àquelas decisões que ninguém adota se o Estado não o faz. Para o governo, o mais importante não é fazer coisas que os indivíduos já estão fazendo, e fazê-las um pouco melhor ou pior, mas fazer aquelas coisas que atualmente deixam de ser feitas.

A observação atenta da cena econômica mundial, desde o *crash* de 1929, da bolsa norte-americana, mostra que os países que regulam de maneira adequada o mercado e detêm bons sistemas financeiros tendem a ter crescimento mais rápido e isto se intensifica quando é ladeado por competentes mercados de capitais e de grandes bancos privados, ocorrendo a alta da poupança popular e quando seus recursos acabam bem aplicados, aumentam a produtividade e, conseqüentemente, geram a aceleração do crescimento da economia como um todo.

Deve ficar claro, também, que a regulação do mercado é medida essencialmente política, em face de sua ligação umbilical com os negócios dos agentes do poder econômico e com o tipo de economia adotado pela nação em questão, como bem demonstra Nelson Eizirik (1987, p. 124), o Estado:

Pode alternativamente substituir-se por inteiro às forças do mercado, ou então deixar o mercado livre de quaisquer controles. Ao regular determinado mercado, porém, o Estado explicita duas decisões básicas: a) não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua sobrevivência de “interesse público”; e b) estabelecer, por outro lado, limitações aos participantes no mercado, reconhecendo a existência de imperfeições e dispondo-se a eliminá-las ou pelo menos reduzi-las.

Cabe, então, ao Estado, comandar o processo regulatório na tentativa de suplantiar as falhas do mercado, corrigindo-as com o escopo de aumentar sua eficiência, satisfazendo, em primeiro plano, o legítimo interesse público.

De outro lado, também, pode gerar um efeito colateral indesejável, quando atende aos específicos interesses de grupos econômicos detentores do capital.

Os críticos da regulação se amparam na “teoria da captura” para combatê-la, posto que por diversas vezes a legislação e as próprias agências criadas para regular determinado mercado são “capturadas” por agentes do próprio mercado, que conseguem obter normas reguladoras favoráveis aos seus interesses.

Novamente Nelson Eizirik (2008, p. 15) explica que:

A teoria da “captura”, desenvolvida originalmente por cientistas políticos, considera que a regulação nada mais do que uma resposta às demandas de grupos de interesse organizados, cada um deles atuando para maximizar os interesses de seus membros; ao longo do tempo, as agências reguladoras tenderiam a ser capturadas pelas indústrias reguladas, que constituem usualmente os grupos de pressão mais fortes e com mais recursos a exercer o “lobby” sobre os processos de elaboração e aplicação da lei.

Deve-se assinalar, também, outra crítica contra a regulação: a que leva em conta que a produção de normas e sua aplicação geram custos e eles, às vezes, podem ser excessivos e superiores aos efeitos benéficos advindos da legislação regulatória.

Quando o custo para as empresas é superior aos benefícios alcançados pela legislação, por óbvio, fica claro que não se justifica a ação regulatória.

Mesmo diante das críticas, muitas bem fundamentadas, entendemos que o mercado de capitais deve ser regulado para que se estabeleça a confiança dos que nele depositam suas poupanças – os aplicadores de recursos, devendo ser garantida a eles segurança, proteção e liquidez. Desta maneira, possibilita-se a alavancagem das empresas e da economia.

Neste diapasão, o governo do presidente norte-americano Roosevelt lançou em 1933, a *Securities Act* – correspondente à lei de valores mobiliários, com o fito de, além de superar a crise ocorrida pelo *crash* da bolsa norte-americana, impedir que tal quebra se repetisse no futuro.

Antes da *Securities Act*, existiam na Inglaterra normas reguladoras do mercado de capitais, ainda que pontuais, como por exemplo: A *Companies Act* – de 1844; a *Director's Liability Act* – de 1890; e a *English Companies Act* – de 1929. Eram leis consubstanciadas na simples divulgação de informações e consideradas de teor menos repressivo. Mesmo nos Estados Unidos havia leis reguladoras do mercado de capitais, mas eram de cunho e competência estaduais, e tinham o apelido de *blue sky laws*, de forte cunho repressivo, pois visavam combater as fraudes praticadas por pessoas inescrupulosas para quem, nem o céu era o limite.

Entretanto, após questionamento judicial, a Suprema Corte Norte Americana validou as leis, porém restringiu sua aplicação em casos em que ocorriam entre estados, que seriam de competência federal.

## **2.2 Full and Fair Disclosure**

Primeiramente temos que entender o que significa a expressão *full and fair disclosure*, até porque em dois dicionários de inglês a palavra chave da expressão - *disclosure* possui significados diferentes.

No *Macmillan English Dictionary* (2007, p. 418) o significado desta palavra é: *the process of giving information to the people, especially information that was secret*. Em tradução livre seria: o processo de dar informação às pessoas, especialmente informações que eram segredo.

Já no *Cambridge International Dictionary of English* (1995, p. 390) a palavra *disclosure* só vem com exemplos, sendo que seu significado aparece em *disclose* e significa: *to make (something) known publicly, or to show (something that was hidden)*. Em tradução livre, o significado da primeira parte é: fazer ou tornar (algo) conhecido publicamente. A segunda parte significa: mostrar (algo que estava escondido). Este último me parece ser igual ao significado do outro dicionário. Quanto às palavras *full and fair* parece não existir maiores dúvidas quanto ao sentido. Seria amplo e justo ou verdadeiro.

De outro lado, o sentido de fazer conhecido publicamente parece ser o mais adequado, e assim, a melhor tradução seria para a expressão inteira: A ampla e justa ou verdadeira divulgação pública de informações.

A legislação americana através da *Security Act* adotou o sistema de *full and fair disclosure* para a regulação do mercado de capitais, priorizando a ampla divulgação de informações a fim de tentar torná-lo eficiente.

Assim, como bem assevera Luiz Gastão de Paes de Barros Leães (1982, p. 90):

Ora, quando, nos primeiros anos 30, o Congresso examinava a legislação sobre *securities*, viu-se perante um conflito de filosofias. De um lado, os que defendiam uma mera lei contra fraudes, tomando como paradigma a *New York's Martin Act*, de 1921, de exclusivo cunho repressivo; de outro lado, os que postulavam por uma atuação preventiva, suasória e de vigilância da Administração Pública, além das formas de atuação repressiva. Outros, ainda, reclamavam uma *disclosure law* do gênero da *English Companies Act*, de 1929, que ficaria a meio caminho das orientações acima citadas. Prevaleceu, como se sabe, essa última orientação: as *securities regulations* consagraram o sistema do *disclosure*, e seus defensores as proclamaram como uma antítese de um programa intervencionista na economia, posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado.

Escolheu-se a filosofia do *disclosure*, que nasceu na Inglaterra, como reporta Ivo Timbó (2006, p. 52 e 53):

O sistema de *disclosure*, consoante aponta Louis Loss, é de origem inglesa, tendo sido originalmente previsto na Lei das Sociedades (*Companies Act*) de 1844. Esta lei introduziu o princípio de proporcionar informações mínimas, de forma obrigatória, por meio da emissão de um prospecto, pela companhia que oferecia valores mobiliários ao público. Em 1929, com a edição de uma nova lei de sociedades na Inglaterra (*English Company Act*), o sistema de *disclosure*. Foi ratificado como medida de controle de fraudes. Nos EUA, o sistema de *disclosure* encontrou em Louis D. Brandies, juiz da Suprema Corte Americana, seu maior defensor. No seu livro, *Other People's Money?*, publicado em 1914, ele recomenda de forma incisiva, a publicidade como remédio contra os problemas sociais e econômicos em geral. No mesmo livro, para ressaltar a utilidade da divulgação de informações, Brandies usa a metáfora: "A luz do sol é o melhor dos desinfetantes; a luz elétrica, o policial mais eficiente". [...] O posicionamento de Brandies a favor do controle do mercado por meio do sistema de *disclosure* Influuiu de modo significativo na adoção desse sistema pela lei americana, sendo ele considerado por Loss o "pai" dessa legislação.

O sistema de *disclosure*, que utiliza o princípio da ampla transparência das informações, promovendo a repressão ao *insider trading*, alcança, de acordo com Nelson Eizirik (2008, p. 20) dois objetivos econômicos:

- a) na determinação das cotações dos valores mobiliários, eficiência nesse contexto significando a capacidade de reação das cotações às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações publicamente disponíveis;
- b) na alocação dos recursos, de sorte que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis;

A *Securities Exchange Act* (Lei de Bolsas e Valores Mobiliários) é publicada em 1934 e, ao regulamentar as bolsas de valores, ampliou a filosofia do *disclosure* para os títulos negociados no mercado secundário, abarcando as operações com valores mobiliários já emitidos, tornando-se um complemento à *Securities Act*.

A *Securities Exchange Act* inovou, também, ao criar uma agência governamental – a *Securities and Exchange Commission*, mais conhecida como *SEC*, que tem por objetivo proceder à divulgação de informações, diferenciando-se, assim, da legislação inglesa, porquanto nesta inexistente órgão governamental com tal mister.

A *SEC* foi criada como agência reguladora, de natureza independente, com a missão de promover a filosofia do *disclosure* e também supervisionar as instituições que se auto-regulam, cumprindo funções executivas e, também, legislativas, ao elaborar normas mobiliárias. As emissões de títulos primárias e suas atualizações quando novamente negociadas no mercado secundário devem ser objeto de registro e análise da Comissão. No entanto, a agência criada não tem poder de apreciar o conteúdo dos valores mobiliários, não podendo vetar o que é vendido ao público, se satisfeitas as condições legais de transparência das informações.

Luiz Gastão de Paes de Barros Leães (1982, p. 16) demonstra claramente a intenção da implantação da filosofia do *full disclosure*:

[...] introduz um instrumento extremamente original de controle social: o da revelação completa e honesta de informações (*full and fair disclosure*). Toda a legislação reguladora do mercado primário e

secundário de valores gravita em torno desse conceito nuclear, procurando impor a prática do *disclosure*. O propósito desses comandos é o de possibilitar ao investidor comum dispor das informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação aos seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras. Não procura questionar a solidez do empreendimento, nem proibir que o investidor realize uma má escolha, mas apenas e tão somente fornecer-lhe informações pertinentes para exame. Sequer tenta assegurar que as informações sejam de fato examinadas pelo investidor. A sua ação parte do princípio, por longo tempo reconhecido no direito americano, de que a pessoa deve estar habilitada a realizar um negócio com o pleno conhecimento dos fatos, se bem que a boa ou má escolha fique reservada exclusivamente à sua vontade livre. Em suma, um mercado livre de valores exige um acesso igual para compradores e vendedores a informações materialmente relevantes, a fim de que possam tomar uma decisão criteriosa a respeito dos seus negócios.

Este sistema objetiva reduzir os riscos de se investir em valores mobiliários, pois eliminar os riscos não é viável por serem inerentes a esta atividade econômica. Busca, então, o sistema de *disclosure* proporcionar maior segurança na negociação de títulos mobiliários e, assim, atrair possíveis investidores. O risco é assumido pelo investidor, pois quando de posse das informações disponíveis no mercado, ele pode fazer sua apreciação e negociar ou não os valores que deseja voluntariamente.

A previsão que se faz após a transparência das informações transmitidas ao mercado é que o investidor possa realizar o negócio mais rentável possível, obtendo o mercado, em consequência de uma eficiência dos recursos empregados pelos investidores.

Acredita-se, assim, que a eficiência do mercado decorre diretamente da filosofia empregada do *full and fair disclosure*, porquanto o modelo considerado ideal de mercado de capitais é aquele em que os preços dos títulos refletem todas as informações importantes disponíveis sobre os valores mobiliários transacionados.

Inúmeros países, inclusive o Brasil, nessa corrida por eficiência, adotaram o sistema de *disclosure* como elemento principal na regulação do mercado de valores mobiliários, antevendo, na política de divulgação de informações relevantes, um meio de controle e de justiça no mercado de capitais. E, muitos consideram que, quando o sistema de *disclosure* não é adotado, ocasiona uma falha de mercado insuperável por quaisquer que sejam os outros meios empregados para a regulação, comparável ao outro grande defeito conhecido como monopólio.

A filosofia do *full and fair disclosure* não se reduz à necessária e ampla divulgação das informações, mas vai bem além da obrigação da divulgação de maneira completa das informações relevantes, coexistindo, também, o dever de disseminar no mercado, as informações prestadas, para que elas possam chegar ao maior interessado – o investidor, para que ele, ao ter rápido e fácil acesso a elas possa avaliar a sua decisão na negociação de títulos. Devem, as informações, ser divulgadas de maneira rápida, clara, concisa (por óbvio, devem ser verdadeiras) e no tempo certo, nos meios de comunicação disponíveis – jornais, revistas, internet etc.

Nas palavras de Ivo Timbó (2006, p. 58), assim se caracteriza o sistema de *full and fair disclosure*: a) completa divulgação de todas as informações relevantes; b) fidedignidade e clareza das informações prestadas; c) acessibilidade dessas informações a todos os investidores interessados; d) tempestividade da divulgação.

Informação relevante se entende como aquela suscetível de ter influência sobre o valor dos papéis no mercado. A experiência americana mostra que quanto mais se utiliza o processo de *disclosure*, mais se torna insaciável a sede por informação, ampliando-se as hipóteses de divulgação obrigatória de informações.

No Brasil, a legislação se inspira no sistema norte-americano, mas enquanto lá seu objetivo era corrigir as falhas do mercado, aqui a finalidade foi promover o crescimento deste relevante setor da economia, que possibilita às empresas menor dependência do mercado bancário, apoio privado de capital interno e até externo.

A Lei de Reforma Bancária – LRB (Lei n. 4.595, de 31.12.1964) e a Lei de Mercado de Capitais – LMC (Lei n. 4.728, de 14.07.1965) são os primeiros diplomas legais a tratarem do mercado de capitais brasileiro, estruturando e implantando o sistema financeiro nacional. Aí foi criado o Conselho Monetário Nacional - CMN, que tinha em suas atribuições, a regulação do mercado de capitais.

Só com a Lei de Mercado de Valores Mobiliários (Lei n. 6385, de 07.12.1976) é que foi criada, com ampla semelhança com a norte-americana *Securities and Exchange Commission*, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia federal vinculada ao ministério da fazenda, a qual foi delegada a competência de regular e policiar o mercado de capitais e as companhias abertas, retirando o poder de fiscalizar que pertencia, até então, ao Banco Central, atribuído pela lei n. 4.728/65.

O sistema de *disclosure* foi efetivamente implantado no Brasil com o advento da Lei de Reforma Bancária e da Lei de Mercado de Capitais, ficando mais claro com as Resoluções 88 e 214 do Banco Central, que consagraram o princípio do *full disclosure*, estabelecendo por meio da prestação de informações, o controle do jovem mercado.

Mais recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários, que detém o poder de regular a divulgação de informação relevante pelas companhias abertas, editou a Instrução CVM n. 358/02, tratando da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante; divulgação de informação na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão, por companhia aberta; e negociação de ações de companhia aberta na existência de fato relevante não divulgado no mercado. Nesta instrução, a CVM define o que é ato ou fato relevante de maneira ampla, elencando exemplos de tais atos ou fatos potencialmente considerados relevantes, tentando reduzir o subjetivismo do conceito de ato ou fato relevante.

O Brasil adota o sistema de auto-regulação cooperativa do mercado de capitais, visto que as bolsas de valores exercem regulação e fiscalização sobre seus membros e sobram as operações nelas realizadas, sob a supervisão de um órgão governamental, no caso, da Comissão de Valores Mobiliários.

Como bem observa Fábio Konder Comparato (1985, p. 50), as bolsas de valores são entidades de direito privado, mas desempenham funções de interesse público, a saber:

As bolsas de valores fazem parte dessa classe especial de pessoas jurídicas de direito privado, incumbidas por lei – e não apenas por concessão da autoridade administrativa – do exercício de um serviço público. O art. 17 da Lei 6.385 é, nesse particular, decisivo, ao caracterizar as bolsas de valores como “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”. O auxílio só pode ser, obviamente, para o desempenho das tarefas de serviço público que a própria lei atribui à CVM, entre as quais avulta o exercício do poder de polícia no mercado de capitais. Esse poder de polícia, as bolsas o exercem, não apenas no recinto do pregão e durante a realização, mas também fora dele, fiscalizando as atividades das sociedades corretoras associadas e exigindo esclarecimentos públicos às companhias abertas emissoras de títulos cotados, em aplicação do princípio legal de *full disclosure*.



Ressalve-se que não existe subordinação hierárquica entre as bolsas de valores e a CVM, uma vez que os poderes das bolsas de regulamentação e fiscalização são exercidos em conjunto com a Comissão de valores Mobiliários.

As bolsas de valores são reguladas de maneira minuciosa pela Resolução n. 2.690/00, do Banco Central do Brasil, o qual define a constituição, organização e funcionamento delas, bem como sua competência regulamentar e disciplinar.

### **3. A REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING***

#### **3.1 Crimes Corporativos**

Em meados do século XX, o professor de Direito Penal norte-americano Edwin H. Sutherland – citado por inúmeros estudiosos do Direito Penal, da Criminologia e das Ciências Sociais, publicou o livro *White-Colar Criminality* (*American Social Review*, V, fevereiro de 1940), e por causa dele, sua contribuição à Criminologia é equiparada à de Lombroso, no século anterior.

O autor aborda a criminalidade sócio-econômica, cuja incidência se dá no interior da administração de sociedades comerciais, a saber, nas sociedades anônimas de capital aberto.

A expressão criada por Sutherland e traduzida para “delinquência de colarinho branco”-, referência direta às caras camisas brancas, gravatas e paletós com que se vestem os administradores destas companhias, que o famoso jurista definiu como sendo “um crime cometido por uma pessoa respeitável e portadora de um alto status social no exercício de sua atividade profissional”.

Devido aos sujeitos ativos destes crimes pertencerem às classes dominantes, durante bastante tempo essa forma de delinquência mereceu trato judicial e legislativo muito mais leniente se comparado às demais infrações penais.

Tal comportamento, entretanto, tem se modificado nos dias de hoje, e a sociedade clama por mais Direito Penal nos crimes econômicos.

Assim, no final do século passado, tal clamor veio a se concretizar com a edição de leis destinadas a reprimirem a chamada criminalidade sócio-econômica, entre as quais a Lei n. 7492/86 – que define os crimes contra o sistema financeiro nacional; a Lei n. 8.078/90 - que dispõe sobre a proteção do consumidor; a Lei n. 8.137/90 – que define os crimes contra a ordem tributária e a Lei 10.303/01 – que somada às letras “c”, “d” e “e” do artigo 27 da lei n. 6.385/76 dispõem sobre o funcionamento do mercado de capitais.

Nota-se que, com os efeitos da globalização da economia e a constante intervenção do Estado, começa a expansão da tutela penal, com o escopo de proteger o funcionamento do sistema de produção, distribuição e comercialização capitalista, elaborando um direito penal econômico para amparar o funcionamento deste sistema.

A implementação desta política criminal, em todo o mundo, acarreta reflexos na criminologia e na dogmática penal, porque aumenta o poder punitivo estatal no combate à criminalidade das empresas e dos poderosos em geral.

De outro lado, e a corroborar com a intervenção estatal, no âmbito da regulação sócio-econômica, a administração pública tem, através da Comissão de Valores Mobiliários, o poder de impor pesadas penalidades capazes de acarretar inabilitação ou mesmo a proibição para o exercício de certas atividades pelo longo prazo de duas décadas, além de impor vultosas multas pecuniárias.

### **3.2 O Combate à prática do *Insider* no Direito Comparado**

A aplicação de normas sancionadoras de combate ao *insider trading* é justificada, de maneira geral, por razões econômicas e éticas. Econômicas, pois visam à eficiência na determinação do valor dos títulos negociados no mercado de capitais. A cotação precisa refletir apenas as informações disponíveis publicamente em determinado momento, atendendo, assim, ao princípio do *full disclosure*, ou seja, as informações devem estar disponíveis a todas as pessoas ao mesmo tempo, sem que ninguém que esteja por dentro da empresa possa utilizá-las em proveito próprio

ou de outrem, antes de sua publicidade ou divulgação. Éticas, porquanto fundadas na confiança do mercado, evitando a desigualdade.

O princípio da transparência ou *full disclosure* é amparado pela criação de normas preventivas, referentes à ampla divulgação e disseminação de informações. Se ele falhar, deverá ser contido através do uso de normas repressivas, as quais imputam sanções cíveis (reparação dos danos causados), administrativos e criminais.

Os aspectos preventivos e repressivos variam de País para País, mas, levando-se em conta o direito comparado, observa-se uma nítida tendência à criação de normas penais repressivas ao *insider trading*, assim como na imposição de sanções administrativas cada vez mais duras.

Genericamente podemos afirmar que é recente a prevenção e a repressão ao *insider* no direito comparado, visto que, com algumas exceções, mesmo nos países desenvolvidos, só a partir dos anos 90, do século passado, é que começou a ganhar impulso a legislação sobre a matéria.

Bem demonstra isso, José Marcelo Martins Proença (2005, p. 209):

Outro estudo assinalou que 103 países tinham, ao final de 1998, bolsa de valores, sendo que em apenas 87 deles havia legislação sobre *insider trading*, e apenas 38 executavam a referida legislação. Também foi possível observar que, de cada três países, apenas um executava a legislação sobre *insider trading* (nos países desenvolvidos, se comparados com os emergentes, podemos encontrar um melhor resultado na aplicação das leis sob exame – em 82% dos países desenvolvidos ocorreu algum tipo de procedimento desse tipo, contra apenas 25% dos países emergentes). Antes de 1990, entretanto, apenas 34 países possuíam legislação da espécie, e apenas 9 a haviam aplicado. Isto leva a concluir que a existência e a execução da legislação sobre *insider trading*, no mercado de ações, é, de fato, um fenômeno dos anos 90.

A maioria dos países que vem adotando normas e princípios como *full disclosure* e *loyalty* e de repressão ao *insider trading*, se inspirou na sistematização da legislação norte-americana sobre *securities*, inclusive o Brasil. Até porque, é nos EUA que ocorreram o maior número de casos já julgados abrangendo a responsabilidade dos *insiders*, demonstrando, de forma inequívoca, em anos recentes, os esforços elogiáveis despendidos pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, no combate à prática ilícita do *insider*.

Percebe-se na legislação envolvendo o *insider trading*, que as informações corporativas são equiparadas aos direitos de propriedade e, assim, está o Estado a defender os direitos de propriedade.

### 3.2.1 A Legislação nos EUA

Surgiu no bojo da política do *New Deal* do presidente norte-americano Roosevelt, a legislação repressora do *insider trading*, a mais antiga no combate aos insiders. Privilegiou a intenção de preservar a equidade entre os participantes do mercado de capitais, tentando colocar em igualdade os proprietários de títulos, no que diz respeito à informação disponível, com o vendedor destes papéis.

A legislação de mercado americana conta com dois dispositivos primordiais: A Seção 16 (b) da *Securities Exchange Act* de 1934, que delimita a responsabilidade do *insider* para com a própria empresa e a norma 10 b-5, criada pela SEC em 1942, que fixa a responsabilidade do *insider*, desta vez para com qualquer participante do mercado lesado pela prática da utilização abusiva de informações sigilosas. A regra 10 b-5 é a regulação da Seção (b), posto que esta não era auto aplicável.

Deve ser combinada a atuação da Seção 16 (b) – que define que o *insider* não pode comprar e vender ou vender e comprar ações em intervalo inferior a seis meses, com a Seção 16 (a) – que abarca o princípio de dever informar, obrigando a todo aquele que possua mais de 10% de qualquer categoria de ações do capital da companhia de enviar relatórios mensais a SEC, noticiando o número de ações que possui e possíveis alterações ocorridas.

A competência para a aplicação da regra 16 (b) é da Justiça Federal, e pode o réu ser citado em qualquer parte do mundo, existindo o prazo prescricional de seis meses para a companhia para a propositura da ação de responsabilidade contra os infratores da norma citada e de dois anos para qualquer acionista, o qual poderá atuar como substituto processual.

O dispositivo de maior alcance está contido na conhecida *Rule* 10 b-5 que, como dissemos anteriormente, regula a Seção (b) e foi promulgada pela SEC visando estabelecer a ilicitude da conduta de qualquer pessoa que, ao negociar

ações, preste informações falsas ou incorretas, ou omita um “fato relevante”- fato que poderia ser levado em consideração por um investidor médio ao negociar com ações.

O alcance e rigor da Regra 10 b-5 é assim descrito por José Marcelo Martins Proença (2005, p.222):

Entende-se, portanto, que a Regra 10 b-5 erige-se em dispositivo que verdadeiramente coíbe a prática do *insider trading* em suas mais abrangentes possibilidades, contrariamente a norma anterior, bem mais restrita. A instrução 10 b-5 bem mais extensa em alcance do que a Seção 16 (b), porque proíbe qualquer operação, na qual uma parte careça de informação que a outra parte deveria ter divulgado, abrangendo, portanto, não só operações efetuadas por administradores, mas também operações efetuadas por terceiros vinculados aos administradores, seja qual for a origem do vínculo e ainda a qualquer pessoa física ou jurídica que adquira a informação relevante em virtude de sua proximidade com a companhia.

Depreende-se desta norma, que o conceito de *insider* foi bastante ampliado, não atingindo somente os funcionários, administradores e controladores das companhias, mas também, podendo se enquadrar nesta classificação, pessoas que não vinculadas funcionalmente às empresas, tiveram acesso privilegiado a determinadas informações. O alargamento da abrangência do conceito de *insider* ocorreu também por força da construção jurisprudencial das cortes norte-americanas.

Luís Gastão Paes de Barros Leães (1982, p. 163-172) aponta como principal jurisprudência que abrange a aplicação da sanção 10 b-5 o *leading case SEC v. Texas Gulf Sulphur company* de 1968, no qual foi decidido que os *insiders* deveriam não só restituir a companhia em razão dos ganhos que obtiveram, mas deveriam, também, indenizar os particulares lesados.

Em 1982, a SEC elaborou a Regra 14 e-3, que trata da repressão à prática do *insider* no momento da mudança do controle de uma companhia. Essa norma dispõe que é ilegal o *tipping* - dar informações ou “dicas” (*tip*) sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada, independente de o *tipping* resultar ou não em operações realizadas pelos *tippees* – aqueles que receberam as “dicas”.

Pune-se, assim, o vazamento da informação, independentemente de seu uso ou não, determinando esta norma que qualquer pessoa que detenha uma informação confidencial e relevante sobre uma oferta pública, e que saiba que tal

informação foi obtida do ofertante, a obrigação de revelar-se ou abster-se de negociar – *disclosure or refrain from trading*.

Resta salientar a falta de consenso sobre que tipo de informação deve ser divulgada. Tentou a jurisprudência americana definir se a lei proibia as pessoas de utilizar apenas a informação classificada como privilegiada originada na própria empresa ou se impedia também o uso das informações vazadas pelo próprio mercado (informação de mercado ou *market information*), gerando uma situação complexa e ainda não resolvida a contento pelas cortes americanas.

Avançando na regulação contra o uso indevido de informações privilegiadas, a SEC criou em 2000 a *Regulation FD* (regulação do *fair disclosure*), proibindo a divulgação de informação relevante que companhias prestavam aos profissionais do mercado de capitais e aos acionistas da empresa. Normalmente eram prestadas para uma audiência seleta composta por analistas financeiros e investidores institucionais.

Esta legislação teve o intento de reprimir a assimetria de informações, diminuindo a formação de setores privilegiados que recebia seletivamente informações relevantes, o que ocasionava graves perdas para os investidores comuns.

Em 2002, após a ocorrência de graves escândalos financeiros envolvendo grandes empresas norte-americanas, que geraram uma crise de governança corporativa, o Congresso Americano aprovou a *Sarbanes-Oxley Act*, em homenagem aos congressistas autores do projeto, visando purificar as informações prestadas ao mercado, que nem sempre portavam a veracidade exigida e face ao aparecimento de sérias ocorrências de fraude corporativa, que geraram uma enorme crise de confiança no mercado americano, que acabou transbordando e afetando os mercados de outros países ao redor do mundo.

Esta nova legislação tem como principal mandamento a responsabilização direta dos administradores das empresas pelas informações transmitidas ao mercado, passando eles a responder pelas imprecisões, omissões, falsas declarações ou que deixem de representar de maneira clara e precisa os resultados da empresa. Outro importante ditame desta norma é a proibição das empresas de prestar, ao mesmo tempo, serviços de consultoria e de auditoria para a mesma empresa contratante. São obrigadas as companhias estrangeiras, que negociam nas

bolsas americanas, à obediência a esta lei, o que leva as empresas brasileiras que lá atuam a obedecê-la.

### 3.2.2 A Legislação na França

A França e a Inglaterra apresentam pontos em comum na legislação de combate à prática insidiosa do *insider trading* pois, em ambos os países, tal prática é considerada crime e em nenhum dos dois existe dispositivos legais que permitem a responsabilidade civil do *insider* pelos prejuízos causados, bem como o esforço de ambas as legislações no sentido de alargamento do conceito de *insider trading*.

A legislação francesa foi a primeira a tipificar o delito de *insider trading* e tem se esforçado para eliminar o anonimato do mercado acionário, visto que, conforme aduz Modesto Carvalhosa (1998, v. 3, p. 230), “o sistema europeu em geral era preso à tradição do anonimato, caracterizado pelo segredo à titularidade das ações como principal traço do direito societário dos países do velho continente”.

Assim, era difícil impor uma legislação repressiva ao *insider trading*, levando em consideração que tal regulação implica a identificação da posição patrimonial dos agentes envolvidos na prática ilegal.

Quanto à abrangência do conceito de *insider* na lei francesa, expressa na fala de Diego José Gómez Iniesta (1997, p. 79):

Francia es el único país que conoce una doble definición del ilícito, con sanciones de Derecho público muy severas, administrativas e penales, y posiblemente una de las normativas europeas más antiguas y elaboradas, para la que no ha sido precisa una adaptación a las prescripciones comunitarias.

Em 1967 a França disciplinou a matéria a partir da Ordenação n. 833, acrescentando o artigo 162-1 à Lei das Companhias de 1966. Com tal dispositivo passou-se a exigir que diretores e demais funcionários graduados convertessem todas as ações que possuíssem e que fossem do tipo ao portador, em ações nominativas. Também, foram obrigados a enviar relatórios periódicos *Commission de Operations de Bourse (COB)* relativos às transações efetuadas com as referidas

ações, sendo que aqueles que não enviaram os relatórios ficaram sujeitos a sanções criminais descritas no artigo 485-1, acrescentado à citada Lei das Sociedades Comerciais. Cabe esclarecer que a *COB* também foi criada nesta Ordenação com a missão assim descrita por Fábio Konder Comparato (1971 p. 44-45):

[...] encarregada de fiscalizar a informação dos portadores de valores mobiliários e do público em geral sobre as sociedades que apelam à poupança pública, e sobre os títulos emitidos por estas sociedades, bem como de zelar pelo bom funcionamento das Bolsas de Valores.

Bem rigorosas as regras francesas preventivas da prática de *insider trading*, visto que basta a omissão de informações à *COB* para atrair, em tese, a incidência da norma penal.

Em 1970 a França editou a lei 70-1.208, tipificando como crime a prática de *insider trading* em seu artigo 10-1, prevendo que tanto os diretores e funcionários graduados, como suas esposas, filhos, dependentes e quaisquer outras pessoas que no exercício de suas funções profissionais tenham acesso a informações privilegiadas, podem ser autores deste delito, aplicando penas de prisão e/ou de multa calculada em cima do lucro ilegal obtido.

A jurisprudência francesa tem aceitado o alargamento do conceito de *insider*, conforme exemplifica José Marcelo Martins Proença (2005, p.250):

Um jornalista financeiro, por exemplo, foi condenado porque, após entrevistar funcionários de uma companhia, passou a comprar ações por ela emitidas e, depois de publicar um artigo de jornal comentando as informações desta forma coligidas, vendeu os títulos e lucrou substancialmente. Sua condenação deveu-se ao fato de haver obtido uma informação confidencial no exercício de sua profissão, dela prevalecendo-se, posteriormente, para realizar transações vantajosas. Outro caso similar foi protagonizado por um arquiteto que, na sala de espera de uma companhia, captou e utilizou informações sigilosas. O Tribunal entendeu que, mesmo tendo-lhe chegado tal informação “por sorte”, o arquiteto a ela teve acesso por causa de sua profissão, donde a reprobabilidade de sua conduta, utilizando-a em proveito próprio.

Em 1982 o artigo 10-1 foi de novo reformado, incluindo na esfera de atuação do *insider trading* a utilização de “informações de mercado”, bem como as operações com títulos emitidos pelo governo (*bonds*).



Em 1990 o Regulamento n. 90.08 da COB, referente ao *insider trading*, além de definir a conduta como crime, prevê a imposição de pesadas sanções administrativas, principalmente pecuniárias.

A legislação francesa, além de ser a mais antiga da Europa, não sofreu influência da Diretiva da Comunidade Econômica Européia n. 89/592 - que versa sobre o combate a prática do *insider trading*, atribuindo a cada um dos estados membros da Comunidade Européia a designação de autoridades não judiciais, encarregadas do controle de observância desta diretiva – vez que a França, à época, já contava com legislação muito similar no que tange à área penal e, também, com rigorosas sanções administrativas.

### 3.2.3 A Legislação na Inglaterra

Também se destaca na Europa a Inglaterra no combate à prática do *insider trading*, visto que neste país a conduta foi tipificada como crime na edição do *Companies Act* em 1980, abandonando a tradição inglesa de combate à prática do *insider* pelo meio da jurisprudência e dos usos e costumes da comunidade financeira, representado no *City Code on Take-overs and Mergers* de 1967.

Até então, o *insider trading* era combatido por uma decisão dada em um acórdão proferido em 1902 no caso *Percival v. Wright*, na qual se admitia que os diretores de uma companhia não tinham o dever de lealdade para com os acionistas, nem para com terceiros compradores das ações da companhia.

O *Companies Act* apareceu depois do direito americano e não tratava da responsabilidade civil do *insider* pelos danos causados, usando na criminalização do *insider trading* o conceito restrito de informação privilegiada.

Considera criminoso a conduta de certas pessoas que, ao transacionar com valores mobiliários, estejam de posse de informações confidenciais que possam afetar o preço de tais títulos, sendo aplicada ao infrator a pena de prisão.

O artigo 73 dessa lei define a *unpublished price sensitive information* como aquela que concerne a assuntos específicos da companhia, sujeitas a afetar o preço

de seus títulos, mas que é desconhecida pelos agentes que habitualmente negociam, ou que poderiam negociar, com esses títulos mobiliários.

Por outro lado, a Lei permite que o *insider* utilize esta informação para qualquer outro fim que não seja o de realizar lucros ou evitar prejuízo.

Como bem ensina Eizirik (1983, p.49) a respeito da lei inglesa de 1980:

A proibição ao *insider trading* refere-se: aos diretores e empregados da empresa, assim como aos indivíduos com relações profissionais ou comerciais com a companhia que detém uma *unpublished price sensitive information*, aos que recebem tal tipo de informação das pessoas indicadas (*os tippees*); às pessoas envolvidas em um processo de *takeover offer* (aquisição de controle acionário mediante oferta pública); aos funcionários e seus *tippees*.

Em 1985 o *Companies Act* foi substituído quanto à regulação do mercado de capitais pela *Companies Securities Act* em 1985, mas esta nova lei seguiu a linha da regra derogada, não trazendo alteração de relevo quanto ao combate à prática do *insider trading*.

Posteriormente, em 1993, com o intuito de harmonizar a legislação inglesa com a Diretiva 89/592 da União européia, a Inglaterra aprovou a Parte V do *Criminal Justice Act*, que passou a vigorar em Março de 1994 e revogou a *Companies Securities Act* de 1985. A novidade maior desta lei foi a inversão do ônus da prova, devendo o *insider* provar não ter tido vantagem alguma na divulgação.

Ressaltando que a legislação francesa e inglesa tem pontos em comum: Ambos os países consideram crime a prática do *insider*; não tem previsão legal sobre responsabilidade civil pelos prejuízos causados em decorrência desta prática ilícita e os dois países adotam conceitos abrangentes de *insider*, com a tendência de considerar, para efeito de punição, não somente a *insider information*, mas também a *market information*.

### **3.2.4 A Legislação na Alemanha, Itália e Espanha**

Somente em meados de 1994 a Alemanha, para acompanhar a Diretiva Comunitária 89/592 a respeito do assunto *insider trading*, com a vigência da *Gesetz*

*über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsen-reclicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zwweites Finanzmarktförderungsgesetz) WpHG*, vigorando em agosto as normas relativas à proibição do *insider* e, em janeiro do mesmo ano, as disposições sobre publicidade.

Seguindo a tendência mundial, a lei alemã também dilatou o conceito de *insider trading*, dividindo-os em primários – os administradores e pessoas próximas como secretárias, conselheiros, advogados, contadores etc. e secundários – aqueles que recebem dos primários a informação privilegiada. O agente é apenado com até cinco anos de prisão, obrigação de devolver os lucros auferidos irregularmente e multa calculada de acordo com a importância da operação.

Em maio de 1991 a Itália aprovou a Lei 157, primeira norma que regula o uso de informações privilegiadas nas transações com títulos mobiliários, seguindo a Diretiva 89/592, tendo o legislador italiano decidido por uma legislação essencialmente penal, caracterizando o *insider trading* como crime financeiro e, mesmo modificada em 1998, continua com o mesmo perfil penalista. Pune-se lá, com pena privativa de liberdade, multa, confisco de bens, dividindo-se os *insiders* em primários e secundários ou *tippees*.

Em 1988 a Espanha editou a Lei n. 24, criando a *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, e tratando do uso de informação privilegiada no mercado de capitais, propondo um código de conduta para operadores do mercado baseado na proibição do uso de informação privilegiada, punindo com sanções apenas administrativas os infratores. Depois, em 1995, o artigo 285 do Código Penal Espanhol veio tipificar o delito de abuso de informação privilegiada, punindo com pena de prisão de até quatro anos e pagamento de multa calculada pelo triplo do lucro auferido com a operação fraudulenta.

### **3.2.5 A Legislação na Argentina e no MERCOSUL**

Em 1991 a Argentina regulamenta, através da resolução 190 da Comissão Nacional de valores, o combate à prática de *insider trading*, que vem a ser reformulada em 1993, principalmente nos seus artigos 11, 12 e 21, pela edição da

Resolução 227. Tais artigos dispõem, de maneira abrangente, sobre a tipificação do crime de *insider*, bem como trazem em seu bojo uma longa lista de quem pode ser o sujeito ativo desta modalidade criminal, procurando listar os *insiders* primários, bem como os secundários.

No entender de José Marcelo Martins Proença (2005, p. 263):

Da leitura das disposições reproduzidas, emerge cristalino, o vasto alcance conferido, pela Comissão Nacional de Valores da Argentina, ao *insider trading*, uma vez que a proibição de negociar, utilizando-se de informação reservada, ainda não divulgada, não se limita às pessoas diretamente ligadas com a sociedade, mas inclui todas as que logram similares informes em face de sua relação temporária, ou acidental, com a companhia ou com qualquer das pessoas que têm acesso direto a informação desta.

Houve por bem, ainda, a legislação argentina, ao se espelhar na mais avançada experiência estrangeira, fazendo constar na Resolução 190, a obrigação de veicular - com o intuito de prevenir o *insider trading* - de maneira pública, informações periódicas ou ocasionais que possam ser utilizadas em benefício próprio ou de outrem.

O artigo 7º da Lei n. 17.811 de 1968, que regula o mercado de capitais argentino, dá amplos poderes à Comissão Nacional de Valores, que tem poder de polícia para: requerer informações, realizar inspeções e comandar investigações; requisitar auxílio de força policial; iniciar ações no âmbito da justiça; denunciar crimes e funcionar como parte litigante. Neste diploma legal há previsão legal para sanções administrativas e multa, independente das sanções civis e penais das pessoas físicas ou jurídicas, que forem julgadas culpadas pela infração das regras pertinentes ao mercado de capitais.

O MERCOSUL foi criado pelo tratado de Assunção em 1990, estabelecendo o compromisso entre os estados membros - Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai - da criação de um mercado comum, com a implementação, de maneira gradativa, de uma união aduaneira com uma zona livre de comércio.

Em fins de 1994 foi assinado, pelos países membros do MERCOSUL, o Protocolo de Ouro Preto, que dá a esta união de nações soberanas, personalidade de direito internacional, criando-se seis órgãos: o Conselho de Mercado Comum; o Grupo de Mercado Comum; A Comissão de Comércio; a Comissão Parlamentar

Conjunta; o Foro Consultivo Econômico-Social e a Secretaria Administrativa do MERCOSUL.

Dentro do Grupo de Mercado Comum existe onze subgrupos, sendo que o subgrupo 4 é o que tem o dever de realizar uma análise comparativa das normas vigentes relativas, dentre outras, ao mercado de capitais, bolsas de valores e de futuros, movimentos de capitais etc. Este subgrupo 4, por meio da decisão 8/CMC, aprovada em janeiro de 1994, criou um documento denominado “Regulação Mínima do Mercado de Capitais”, em que pretende equalizar as diferenças existentes nos mercados domésticos, tais como restrições cambiais e tributação de investimentos.

No mesmo ano de 1994, outra proposta do subgrupo 4 foi aprovada, a Decisão MERCOSUL/CMC/Dec. n. 13/94, trata, entre outros assuntos, da obrigatoriedade das sociedades administradoras de valores mobiliários terem de divulgarem fatos relevantes aos países onde sejam negociados e colocados tais títulos. Firma-se tal documento, na prevenção ao *insider trading*.

Infelizmente, devido à crise argentina nessa década, não houve maior avanço para a edição de decisão das nações integrantes do MERCOSUL de legislação comum, vedando o uso de informações privilegiadas, nos diversos mercados de capitais.

## **4. O COMBATE AO *INSIDER TRADING* NO BRASIL**

### **4.1 O início na Legislação Brasileira**

Nas últimas décadas, o combate à vantagem obtida com o uso de informação privilegiada na negociação de valores no mercado de capitais brasileiros, ou seja, a repressão ao *insider trading*, apesar de críticas em contrário, vem evoluindo satisfatoriamente, com a adoção de melhor regulação do mercado de capitais.

Ao acatar os princípios de diligência, de lealdade e de informação, a lei brasileira sinaliza o desejo de prevenir a prática do *insider trading* e, também, coibir tal ilícito, como corolários dos princípios éticos de agir com probidade e justiça.

A primeira notícia que se tem na Lei Brasileira a respeito do uso de informações privilegiadas remete ao ano de 1965, à Lei n. 4.728/65, no artigo 3º em seu inciso X, o qual determinava que o Banco Central do Brasil fizesse sua fiscalização sem, contudo, fornecer o alcance do seu poder de polícia para este mister. Tanto era a sua ineficácia, que não existe nenhum caso de *insider trading* que tenha sido investigado pelo Banco Central com base nesta lei.

Somente em 1976, com a edição das Leis que visavam regular o mercado de capitais – Lei n. 6.385/76 e das sociedades por ações (LSA) – Lei n. 6.404/76 -, esta nos artigos 153 a 160 regulou os deveres e responsabilidades dos administradores, estabelecendo padrões de comportamento com o objetivo de proteger as minorias e foi claramente inspirado no modelo norte-americano, como bem explica Paes de Barros Leães (1982, p. 176):

Para o direito anglo americano, os administradores das sociedades anônimas se situam numa relação de fidúcia (*fiduciary relationship*) para com a sociedade e os acionistas, e as suas relações são determinadas pela lei, pelos estatutos e pelos princípios gerais aplicáveis a todas as pessoas que se encontram numa posição fiduciária (*fiduciary position*). *Directors and officers are fiduciaries in a position of great Power*. Dessa qualificação derivam as suas obrigações (*fiduciary obligations*), a saber: (a) o dever de diligência (*duty of care*), (b) o dever de lealdade (*duty of loyalty*) e (c) o dever de informar (*duty of disclosure*).

Assim, reza a Lei n. 6.404/76, em sua Seção IV:

## **Deveres e Responsabilidades**

### **Dever de Diligência**

Art. 153. 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.

Novamente Paes de Barros Leães (1982, p.177) nos mostra que este artigo adota a orientação legal da jurisprudência norte-americana quando esta se manifestou sobre o dever de diligência, dizendo: “*the theoretical standard is declared to be the care and the diligence wich an ordinarily prudent man would exercise in the management of his own affairs*”. Pode-se afirmar, ainda, que tal conceito foi

inspirado na clássica figura do direito romano do *bonus pater familias* – “homem médio prudente”, e é considerado pela doutrina nacional insuficiente, dado o perfil cada vez mais institucional das sociedades anônimas, e deveria ser adotado um conceito mais apurado para a realização do dever de diligência.

O artigo 155 abraçou o princípio da lealdade (*standard of loyalty*), com fundamento no caráter fiduciário da atividade dos administradores, enumerando uma série de atos cuja prática é vedada, conforme explica Carvalhosa (1998, v. 3. p. 254):

De acordo com a lei, será desleal com a companhia o administrador que, dentre outras condutas adiante analisadas: não guardar reserva sobre os negócios sociais; usar em seu benefício ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, oportunidades negociais que tenha em razão do cargo que exerce; negligenciar no exercício ou na proteção dos interesses da companhia; deixar de aproveitar oportunidades de negócios visando à obtenção de vantagens; obter lucro revendendo à sociedade bem ou direito que sabe necessário à companhia ou que ela tenha interesse. Ademais, cabe acrescentar que as hipóteses de violação previstas na lei não são exaustivas, podendo outras formas de infringência ao princípio de lealdade ser declaradas pelo juiz ou pela autoridade administrativa.

Nota-se que o marco norte-americano de confiança e lealdade nas relações entre a companhia e os administradores foi absorvido pelo sistema jurídico pátrio, obrigando os administradores atender, *prima facie*, aos interesses sociais da empresa e não à satisfação de seus interesses privados.

No que diz respeito à repressão do *insider trading*, assim dispõe os parágrafos do artigo 155 da citada lei:

### **Dever de Lealdade**

Art. 155. [...]

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

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

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de

haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

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

Soma-se, então, os deveres de lealdade exigidos dos administradores da empresa com a proibição da prática do *insider trading*, com os parágrafos deste artigo 155, trazendo a inédita repressão a essa conduta, no direito brasileiro. A lei prevê, ainda, que os prejudicados pelas operações viciadas, praticadas por *insider trading* podem reaver seus prejuízos através de indenização por perdas e danos.

Por sua vez, o artigo 157 da lei n. 6.404/76 previne a prática do *insider trading*, ao recepcionar o princípio do “dever de informar”, se inspirando diretamente no *duty of disclosure* do direito norte-americano. A seguir:

#### **Dever de Informar**

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;
- 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).

Os artigos 155 e 157 se apresentam no ordenamento jurídico nacional como marco inicial legal no combate à prática do *insider trading*, explicando Eizirik (1983, p. 50) que:

Da leitura dos dois dispositivos, resulta claro que a lei seguiu também o padrão normativo norte americano, referente ao dever do *insider de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (disclose or refrain from trading)*. Assim, estando o administrador de posse de informação *relevante*, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*. É possível, porém, que tal informação possa por em risco interesse legítimo da companhia (art. 157, § 5º). Nesse caso, porém, *enquanto a informação não for publicamente divulgada, o insider está proibido de utilizá-la em proveito próprio*, comprando ou vendendo valores mobiliários da companhia, ou recomendando a terceiros que o façam.

Ainda, seguindo o modelo norte-americano, nota-se que o parágrafo 4º do artigo 157 conceituou fato relevante de acordo com a idéia de *material fact*, disposta na lei americana, definindo fato relevante como aquele capaz de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender títulos mobiliários ofertados pela empresa.

Diferenciando-se da lei norte-americana, como novamente destaca Eizirik (1983, p. 51), a LSA concentrou-se na obrigação de se prestar informação sobre os negócios da empresa – *inside information*, não existindo obrigação de se revelar informação de mercado – *market information*, porquanto o dever de informar e seu

correlato dever de lealdade dizem respeito a informações referentes a decisões ou fatos ocorridos nos negócios da empresa.

## **4.2 A Regulação feita pela CVM relativa à lei n. 6.404/76**

Não se deve negar o avanço alcançado pela edição da LSA na regulação do mercado de capitais. Entretanto, no que concerne à repressão do *Insider Trading*, apesar de seu ineditismo, logo se percebeu que a legislação não previa sanção penal, como também, havia dificuldade de provar os vínculos de autoria do ilícito entre os subordinados e terceiros de confiança com o administrador portador da informação sigilosa.

Isto levou a Comissão de Valores Mobiliários a editar, primeiramente, a Instrução CVM n. 8/79, que alargou o conceito de *insider trading*, que passava a contar agora com os acionistas das companhias abertas, os intermediários e os demais participantes do mercado na proibição da “prática não equitativa”, que foi definida como “aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociação com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”. Esta instrução também sofreu críticas por não obrigar as companhias a divulgar atos ou fatos relevantes a que tiveram acesso.

Em vista disso, a CVM editou nova Instrução, a n. 31/84, que trouxe novidades, como por exemplo, a ampliação do conceito de ato ou fato relevante prevista no artigo 157 da LSA – que foi seguido na posterior Instrução, a de n. 358/02 e a extensão ao rol dos *insiders* dos acionistas controladores, ressaltando que a doutrina já admitia isso, porquanto considerava que o artigo citado da LSA apresentava uma lista exemplificativa de condutas.

O artigo 11 da Instrução n. 31/84 vedou o uso de informação privilegiada por terceiros, definido esta conduta com a qualificação de “prática não equitativa”, mas a norma não obrigava a divulgação da informação obtida. Assim, os empregados, intermediadores, agentes do mercado, investidores etc, se tornaram sujeitos de

fiscalização da CVM, no uso de informação privilegiada, mas não ficaram com o dever de divulgá-las ou de guardar segredo, podendo, em tese, tais pessoas (*tipper*), praticarem o *tippling* - a pessoa tem acesso à informação privilegiada, mas não tem o dever de guardar sigilo, podendo repassá-la a outra pessoa, sendo que este (*tippee*) sim, poderia ser responsabilizado se a usasse, ou como bem explica Ivo Timbó (2006. p. 150):

Em resumo, verifica-se que, através da edição da Inst. 31/84, o direito brasileiro acompanhou a tendência mundial, estendendo o conceito de *insider trading* a qualquer pessoa que usasse informação privilegiada, ciente de que ainda não fora divulgada ao mercado. Restou, todavia, excluído da prática de *insider trading* apenas o *tipper* e aqueles que negociavam com valores mobiliários em razão de uma "informação de mercado" (*market information*), haja vista que tal conceito não foi introduzido no sistema legal brasileiro.

A Instrução n. 31/84 também proibiu a prática do *insider trading* nas negociações privadas, isto é, as que ocorriam sem a intermediação das bolsas de valores e do mercado de balcão, e inovou ao regulamentar o *caput* do art. 157 da LSA, estabelecendo que os administradores, acionistas controladores, seu cônjuges ou companheiros, e dependentes deveriam informar a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia e de empresas controladoras e controladas de que fossem titulares.

Esta instrução CVM n. 31/84 foi importante ao acrescentar significativos avanços na repressão legal ao *insider trading* no Brasil, visto que só em 2001, com a edição da Lei n. 10.303, novas e oportunas alterações visando este combate foram realizadas na LSA e na LVM.

### **4.3 As inovações da Lei n. 10.303/01**

A mais significativa alteração proporcionada pela Lei n. 10.303/01 foi a criminalização da prática de *insider trading*, alcançada pela modificação da Lei n. 6.385/76 – LVM, ao acrescentar o capítulo VII-B, referente aos “crimes contra o mercado de capitais” prescrevendo, no art. 27-D, a tipificação do crime de *insider trading*, que mais à frente será devidamente analisado.

Outra importante alteração incluída pela Lei n. 10.303/01 foi o acréscimo de um novo parágrafo ao artigo 157 da LSA, estabelecendo que:

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 de 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.

No artigo 155 da Lei n. 6.404/76 - LSA foi incorporado o § 4º, proibindo “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”.

Isto resultou na ampliação do conceito de *insider*, previsto anteriormente na instrução CVM 31/84, passando a incorporar a figura do *tipper*, que não figurava anteriormente. Assim entendeu José Marcelo Proença (2005, p. 293):

[...] visou, especificamente, a vedar a “qualquer pessoa”, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, até porque, a base da legislação não é mais societária, mas sim relativa a valores mobiliários [...]. O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática de *insider trading*.

A adição desta nova norma leva a entender que o administrador representa o *tipper*, que transmite ao *tippee*, a informação não divulgada.

Em consonância com as modificações impostas pela Lei n. 10.303/01, a CVM editou a Instrução n. 358/02, que revogou a instrução CVM 31/84, aumentando o rol de obrigados a transmitirem informações, indicados no § 6º da lei, incluindo nele, os cônjuges, companheiros e dependentes. A nova instrução dispôs ainda sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante referente às empresas abertas; da divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de ações de emissão de companhia aberta; e das vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante, ainda não divulgado ao mercado.

A nova instrução procurou manter a maioria das disposições previstas na revogada, mas fortaleceu a repressão à prática do *insider trading* e ampliou o

sistema de *disclosure* alterando, fundamentalmente, o dever de guardar sigilo, que agora é imposto não só aos administradores e acionistas controladores mas, também, a um rol de sujeitos, assim dispostos:

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.

Finalizando, a CVM editou a instrução n. 369/02 que veio a alterar a instrução CVM n. 358/02, alterando os artigos 9º, 12 e 13, no intuito de ampliar a prevenção e o controle do *insider trading*.

#### **4.4 A Responsabilização Civil e Administrativa**

Em 1976, com a promulgação da LSA, começou a responsabilização pela prática de *insider trading* no direito positivo pátrio, porém esta legislação se limitou durante mais de duas décadas às esferas civil e administrativa, vez que, apenas em 2001, com o advento da lei n. 10.303/01, esta conduta ilícita passou a ser tipificada em dispositivo repressivo penal.

A responsabilidade na esfera civil pela conduta de *insider trading* se restringe, conforme lição de Nelson Eizirik (1983, p. 52), àqueles “que efetivamente estão dentro da empresa (administradores, diretores, acionistas controladores e empregados da empresa) visto que, especialmente a estes é devida a obrigação de informar”.

De outro lado, houve intensa discussão doutrinária acerca da natureza dessa responsabilidade, se subjetiva ou objetiva, esclarecendo Nelson Eizirik (1983, p. 53) que:

[...] o elemento fundamental na análise da responsabilidade civil do *insider* não é, porém, a natureza de sua responsabilidade [...], mas

sim o nexo causal entre a sua conduta ilícita e o dano causado aos investidores. Tratando-se de operação realizada no mercado, que se caracteriza por ser absolutamente impessoal, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*. Exigir tal relação direta seria condenar o combate ao *insider trading* ao absoluto insucesso, uma vez que, dadas as características do mercado de capitais, muitas vezes é impossível "ligar" as partes contratantes. Não interessa, assim, saber de quem o *insider* comprou ou vendeu. O nexo de causalidade deve ser inferido mediante a prova de que as informações omitidas eram relevantes e privilegiadas. [...] Sendo assim, a responsabilidade puramente objetiva do *insider* seria excessiva. Na realidade, há uma presunção de sua culpa, admitindo-se, porém, prova em contrário.

Antes, Paes de Barros Leães (1982, p. 178) já se posicionava neste mesmo sentido:

[...] ao vedar, *expressamente*, a prática do *insider trading* por parte dos administradores, a nova Lei das Sociedades Anônimas estende a esse ilícito tipificado o mecanismo da *culpa presumida*, o que inexistia no regime anterior do anonimato e mais o afeiçoa ao paradigma norte-americano, em que se espelha. Por outro lado, ao criar para o administrador o dever de zelar para que a utilização dessas informações não venha a ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança, a lei firma outra presunção *juris tantum* de culpa própria, para justificar a responsabilidade do administrador por fato de outrem (empregado, familiares, amigos, sócios, controladores, *de sua confiança*), por isso mesmo chamada em nosso direito de *responsabilidade indireta*. Não se trata, por conseguinte, de responsabilidade por *culpa alheia*, mas de responsabilidade por culpa própria, consistente na violação do dever de *vigilância*, vale dizer, na negligência em relação à vigilância lhe incumbe exercer.

Assim, claro fica que a responsabilidade pela conduta de *insider trading* deve ser subjetiva, com presunção de culpa, admitindo-se a inversão do ônus da prova, ou seja, a produção da prova em contrário.

Quanto ao alcance da responsabilidade, se solidária ou não, a instrução CVM 358/02 prevê em seu artigo 8º que deva ser solidária, afirmando que todos os agentes (administradores, acionistas controladores, membros de conselho, consultores, empregados e seus subordinados e terceiros de confiança), que tiverem acesso à informação privilegiada, respondem solidariamente pela quebra da obrigação de sigilo.

Na seara civil, tem-se como decepcionante a jurisprudência, visto que é manifestamente reduzida a procura ao Judiciário para solucionar problemas relativos

à matéria, tendo alguns doutrinadores especulado que seriam razões de ordem cultural que levaria a isso, além da realização de acordos privados, como também, até meados da década de 80, a lei processual não admitia demandas coletivas, só aceitando demandas individuais.

Isto mudou com o advento da Lei n. 7.347/85, que dispõe sobre ação civil pública, assegurando a tutela dos direitos coletivos. E, sobre o mercado de capitais e a prática de *insider trading*, visando proteger esta nova classe de direitos, foi editada a Lei n. 7.913/89, que trata da ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores nesse mercado, dando competência ao Ministério Público para a proposição de ações que visem a responsabilização do *insider trading*, conforme preceitua o artigo 1º, inciso II, desta lei:

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

[...];

II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; [...]

Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.

Apesar de contar com esta importante ferramenta jurídica na defesa dos investidores, existem escassos registros de ações fundamentadas nesta lei.

Uma das exceções aconteceu em 2007, com a atuação em conjunto da CVM e do Ministério Público Federal em um caso de *insider trading*, envolvendo o grupo Ipiranga, que tramita sob sigilo de Justiça.

Neste caso, envolvendo as empresas Braskem, Ultra e Petrobras, foi obtido o bloqueio judicial de ativos de possíveis envolvidos com o uso indevido de informação privilegiada.

O MPF e a CVM ajuizaram uma ação civil pública para buscar o ressarcimento dos investidores no mercado, fundamentado na Lei n. 7.913/89, que prevê uma comunicação entre a CVM e o MP no ajuizamento de uma ação civil

pública em defesa dos interesses dos investidores.

A responsabilidade do *insider trading* na esfera administrativa, também, pondera Eizirik (1983, p. 52) segue, de maneira geral, os princípios básicos dispostos na responsabilidade civil, aplicando-se tanto naqueles que atuam dentro da empresa – administradores, acionistas controladores, empregados etc. – quanto naqueles que atuam fora da companhia – intermediários e demais agentes do mercado.

O artigo 9º da LVM define a competência da Comissão de Valores Mobiliários para apreciar a responsabilidade administrativa, nestes termos:

Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

[...];

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

O artigo 11 citado acima elenca uma série de penalidades, como por exemplo: advertência, multa, suspensão de cargo, inabilitação temporária para o exercício de cargos, suspensão e cassação de autorização ou registro e proibição temporária para realizar operações com valores mobiliários. Permite, ainda, em seu § 5º, a suspensão do procedimento administrativo desde que o acusado respeite e assine termo de compromisso com condições impostas pela CVM, como a cessação e correção do comportamento nocivo, juntamente com a correspondente indenização dos prejuízos, se existirem.

Recentemente (2008), quando da fusão do banco Itaú e do banco Unibanco, os dois presidentes destas instituições, conforme noticia o repórter Clayton Netz, em sua coluna Fato Relevante, do jornal o Estado de São Paulo (2010, p. B 15), teriam usado informação privilegiada às vésperas do negócio e, após investigação da Comissão de Valores Mobiliários, pelo possível descumprimento de regra disposta no art. 14 da instrução CVM n. 358/02, firmaram um termo de compromisso com a autarquia, pagando valores maiores do que os obtidos com os lucros das operações realizadas como indenização.



Vale destacar, no âmbito administrativo, que a CVM mantém, desde 2005, o Comitê de Termo de Compromisso, órgão opinativo interno responsável pela análise prévia de propostas de termo de compromisso apresentadas por investigados ou acusados. Entre 2006 e 2009, a CVM julgou 13 processos administrativos sancionadores (PAS), envolvendo casos de *insider trading*.

Não pode a CVM e nem há previsão legal para tanto, atuar como parte em iniciativa de ação de ressarcimento de danos na esfera privada, conforme se depreende de ensinamento de Modesto Carvalhosa (1998, v. 3, p. 348):

[...] muito embora tenha a Comissão de Valores Mobiliários competência para apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas dos administradores de companhias abertas, não lhe outorga a lei legitimidade ativa para promover as medidas judiciais para responsabilizar civilmente os administradores. Fica, assim, a agência governamental restrita ao âmbito das sanções de natureza administrativa e representação penal. Não adotou, portanto, a sistemática brasileira o regime norte-americano que confere à *Securities and Exchange Commission* legitimidade para propor ações civis contra os administradores.

A Resolução 454 do Banco Central disciplina o procedimento administrativo e a competência da CVM para presidi-lo, escorando-se nos princípios do informalismo, da celeridade, da definição legal das faltas e das penas, da ampla defesa e do contraditório, bem como da concessão de recursos.

Por último, destaque-se que, quanto à natureza da responsabilidade administrativa, também incide a presunção de culpa, devendo o *insider*, se assim quiser, fazer prova da carência de sua responsabilidade.

#### **4.5 A Criminalização**

Somente em 2001 foi editada a Lei n. 10.303/01, que trazia em seu bojo o ineditismo de, alterando a Lei n. 6.385/76 – LVM, incluir um novo capítulo denominado “Dos crimes contra o mercado de capitais”, tipificando três condutas como ilícitas: “manipulação de mercado”; “uso indevido de informação privilegiada” e “exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função”.

O artigo que tipifica a repressão ao *insider trading*, reza que:

### **Uso Indevido de Informação Privilegiada**

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

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

Cabe salientar que, em 1978, num dos primeiros estudos sobre *“insider trading”*, realizados no Brasil, a advogada Norma Jonssen Parente (1978, p. 12, 13), abordou em artigo, a dificuldade de tipificar tal conduta criminosa, levando-se em conta que não há crime sem lei anterior que o defina, tendo tomado o caminho que lhe parecia acertado de qualificar tal prática como crime de estelionato: - “Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento: Pena - reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa” - porém tal tese não vingou posteriormente e a própria autora, ainda neste mesmo artigo, pregava que se promovesse a inclusão de dispositivo tipificando esta conduta delituosa no novo código penal, que se discutia à época, cujo projeto também não teve sucesso.

Depois, em 1986, com a edição da Lei n. 7.492/76, que trata de delitos contra o sistema financeiro, lamentavelmente, embora tratando dos aludidos delitos, não foram incluídos nesta lei, as infrações contra o mercado de capitais.

De volta ao art. 27-D, depreende-se de sua leitura, que se trata de “norma penal em branco”, pois depende da complementação de outras normas jurídicas, especialmente porque são as instruções da CVM e as disposições da LSA – regras de cunho administrativo - para definir o que pode ser compreendido como “informação relevante”, cujo uso é proibido antes da divulgação ao público.

Por exigir do sujeito ativo uma qualidade especial, a doutrina entende que se trata de crime próprio, visto que só pode ser praticado por quem tem o dever legal de guardar sigilo, no caso, os administradores em geral, acionistas controladores, empregados etc.

A respeito da natureza do delito, observa-se a pertinência da crítica de José Marcelo Proença (2005, p. 320):

Este é, sem dúvida, o grande pecado do legislador brasileiro, por restringir a autoria do delito sob comento aos administradores, acionistas controladores e membros de conselhos fiscais de companhia, além de profissionais obrigados ao sigilo, como advogados, contadores etc., que a ela prestem serviços. Conquanto a legislação societária haja evoluído, incluindo o parágrafo 4 ao artigo 155 da LSA, as normas de caráter penal, embora posteriormente editadas, mostram-se tímidas e lacunosas, omitindo-se quanto à penalização do *tippee*, figura atualmente reconhecida e reprimida, notadamente pelo direito norte americano.

No que respeita ao tipo subjetivo do delito, trata-se de conduta que exige o dolo específico, a saber, o agente deve ter a consciência da ilicitude e o desejo de obter o resultado, que deve ser a vantagem indevida.

Entende-se, como explica abaixo José Marcelo Proença (2005, p. 322), que quanto ao momento consumativo, é crime do tipo classificado como “formal”, visto que se consuma no momento da conduta, sendo resultado o mero exaurimento do delito:

Insistimos, todavia, atendo-nos à descrição da ação típica, contida no corpo do artigo 27- D, que se trata de um delito de natureza formal, ou seja, consumado com a agressão ao bem jurídico protegido, no caso, a confiabilidade e, por corolário, a eficiência do mercado, sem se cogitar da efetiva obtenção da vantagem pretendida pelo agente, ou da lesão dos investidores que com ele negociam em posição desvantajosa. Reiterando a assertiva, o intuito do legislador é preservar, essencialmente, o mercado.

De outro lado, é forçoso ressaltar que para outros juristas a informação utilizada tem que ser hábil para propiciar vantagem a quem dela se servir, ou seja, se a informação é desprovida de qualidade que influa em transação no mercado de capitais, a conduta não configura crime, tratando-se, no entendimento destes, da figura de tentativa de crime impossível.

#### **4.6 A Realidade da Investigação Policial do *Insider Trading***

Para verificar a eficiência da investigação policial na repressão aos casos de

*insider trading*, ou seja, ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais brasileiro, esta pesquisa saiu a campo e entrevistou pessoalmente e também por meio de correio eletrônico (Apêndice I), o delegado de polícia federal Ricardo Andrade Saadi, bem como outras autoridades policiais federais que atuam com ele na Delegacia de Repressão a Crimes Financeiros – DELEFIN, mas que por razões de trabalho, preferiram ficar no anonimato.

Ricardo Andrade Saadi, policial federal desde 2002, chefe da DELEFIN desde setembro de 2007, de sólida formação acadêmica – graduado em Economia pela Pontifícia Universidade Católica – PUC/SP; em Direito pela Universidade Mackenzie; com especialização em Direito Processual Civil pela PUC/SP; mestre em Direito Político e Econômico pelo Mackenzie e atualmente doutorando em Direito Político e Econômico também pela Universidade Mackenzie.

Policial jovem, mas já experiente, tendo comandado várias operações policiais que tiveram destaque no noticiário nacional, sendo exemplos os casos:

a) Banco Santos - Artigos 4, 9, 12, 19, 20, 21 e 22 da Lei 7492/86 - Artigo 288 do CP - Artigo 1º da Lei 9613/98 - Gestão fraudulenta de instituição financeira com a lavagem de dinheiro dos recursos desviados através da compra de diversos bens, dentre os quais a compra de obras de arte. Principal envolvido indiciado - EDEMAR CID FERREIRA.

b) Operação Farrapos - Artigo 1º., da Lei n. 9613/98 c/c o Art. 288 do CP - lavagem de dinheiro oriundo do narcotráfico. Principal envolvido indiciado e já deportado para os EUA - JUAN CARLOS RAMIRES ABADIA.

c) Operação Suíça / Operação Kaspar I / Operação Kapar II - Artigos 4º e 22 da Lei n. 7492/86 c/c a Lei n. 9613/98 - Art. 288 do CP - Instituições financeiras suíças permitiam a abertura de contas numeradas no exterior, bem como o envio dos recursos através de doleiros. Instituições envolvidas – bancos UBS e Credit Suisse.

d) Operação Satiagraha – (em sua parte final, após a saída da investigação do delegado Protógenes Queiroz) Arts. 4º, 9º, 22 da Lei n. 7492/86 - Artigo 1.º da Lei n. 9613/98 - Artigo 288 do CP – Principal envolvido e indiciado – o banqueiro DANIEL DANTAS.

O delegado informou a esta pesquisa, que a principal dificuldade para a realização de investigações nesta área reside, em parte (além de tratar-se de um crime complexo), no art. 9º da Lei Complementar n. 105/01 - Sigilo das Operações de Instituições Financeiras, que dispõe:

Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

Assim, a Polícia Federal, de acordo com o delegado Saadi e seus colegas, atuaria de uma maneira reativa, ou seja, só podendo ter acesso aos dados enviados pela CVM através da requisição de instauração de inquérito policial do Ministério Público Federal, o que sempre leva algum tempo, impedindo que se faça uma investigação em sintonia com a CVM, que controla as operações do mercado de capitais, diariamente e, em tempo real, pois o órgão conta com um sistema eletrônico de controles e filtros que permitem avaliar se existem oscilações atípicas, que mereçam atenção maior. Deixa-se, assim, de utilizar os modernos meios de monitoramento de que dispõem (escutas telefônicas e ambientais autorizadas judicialmente), no combate a esse ilícito penal.

Além disso, é por todos sabido e, não se pode ignorar, da disputa judicial que envolve as Polícias e os Ministérios Públicos a respeito de quem pode comandar a investigação policial, lide esta que se encontra há anos no Supremo Tribunal Federal para decisão. Isto talvez explique a ínfima quantidade de inquéritos em andamento a respeito de *insider trading* na DELEFIN – cinco, tendo em vista seu universo de procedimentos – aproximadamente 980 em investigação - nesta especializada Polícia Federal, ou seja, aproximadamente 0,05%.

Disse ainda, que acha que só existe um processo criminal aberto que apura o uso de informação privilegiada. Na verdade são dois:

O caso mais recente, em curso na Justiça Federal de São Paulo, envolve seis sócios e diretores da Randon. Segundo o Ministério Público Federal, os executivos teriam adquirido 754 mil ações da Randon e da Fras-le entre os dias 5 de junho e 19 de julho de 2002, uma vez que já sabiam da *joint venture* que seria assinada com a empresa americana ArvinMeritor.

No primeiro caso, a denúncia foi apresentada em 2009 pelo Ministério Público Federal, em São Paulo e aceita pela Justiça Federal, acusando ex-executivos do banco ABN-Amro e da Sadia de, supostamente, terem lucrado na Bolsa de Valores de Nova York, mediante o uso de informações privilegiadas, obtidas em São Paulo com relação à oferta da Sadia, pelo controle acionário da concorrente Perdigão, em

julho de 2006.

Em ambos os casos foi decretado segredo de justiça e não se tem ainda solução na justiça brasileira. Mas, nos EUA, o caso dos ex-executivos da Sadia e ABN-Amro foi detectado e punido administrativamente pela SEC (*Securities and Exchange Commission*).

O Brasil é integrante do comitê técnico da Iosco (*International Organization of Securities Commissions*), ou Organização Internacional das Comissões de Valores, que tem tentado objetivar a troca de informações, e dessa forma, a proteção do investidor, que asseguraria mercados eficientes e transparentes.

Existe no Congresso Nacional um projeto de lei - PLS 2005/00049, que está tramitando desde 2005 e já foi emendado, visando alterar de maneira profunda a Lei Complementar n. 105/2001, que trata do Sigilo das Operações de Instituições Financeiras (Apêndice III). Mas, ao analisá-lo, percebe-se logo no artigo 2º, que ele flexibiliza, de maneira muito elástica, o sigilo de várias operações financeiras e que, de modo simultâneo, tal quebra de sigilo pode ser disponibilizado a todo órgão de fiscalização ou de investigação que tenha interesse, e são muitos, o que torna tal iniciativa legislativa questionável.

O MPF utilizando-se do artigo 2º, § 4º, inciso I, da Lei Complementar n. 105/2001, que permite o convênio entre a CVM e órgãos públicos fiscalizadores, firmou um acordo de cooperação técnica entre as duas instituições em 8 de maio de 2008, tendo como objetivo agilizar e efetivar as ações de prevenção, investigação e repressão a práticas lesivas ao mercado de capitais e promover o intercâmbio e a colaboração das duas instituições no âmbito de suas atuações.

Isto colaborou para a CVM e a Polícia Federal também tentarem um acordo, conforme noticia o Jornal O Estado de São Paulo (2009, p. B 19), em que a presidente da CVM – Maria Helena Santana – afirmou que “há um sentimento de frustração enorme”, tendo em vista o vazamento de informações antes de grandes operações. Referia-se a presidente à compra das Casas Bahia pelo grupo Pão de Açúcar dias antes, tendo a CVM constatado, no dia anterior ao anúncio do negócio, que as ações da Globex, que controlam o grupo Pão de Açúcar, haviam se valorizado 35%. Esta movimentação atípica está ainda sendo investigada pela CVM.

Assim, em 27 de abril de 2010 foi publicado no Diário Oficial da União (2010, seção 3, p. 121) o extrato do acordo de cooperação técnica assinado em 18 de março deste ano, assim redigido:

**DEPARTAMENTO DE POLÍCIA FEDERAL**  
**EXTRATO DE ACORDO DE COOPERAÇÃO TÉCNICA**

Extrato do Acordo de Cooperação Técnica firmado entre o Departamento de Polícia Federal e a Comissão de Valores Mobiliários, cujo objeto é a cooperação técnica entre os partícipes, com vistas, em especial, ao desenvolvimento de projetos e ações de interesse comum, voltados para o treinamento de recursos humanos, desenvolvimento e compartilhamento de tecnologias e informações, bem como planejamento e desenvolvimento institucional. VIGÊNCIA: 12 (doze) meses a partir da sua publicação no Diário Oficial da União, a qual será automaticamente prorrogada por períodos iguais e sucessivos, desde que não haja manifestação contrária dos partícipes. DATA ASSINATURA: 18 de março de 2010.

Luiz Fernando Corrêa e Maria Helena dos Santos F. de Santana DPF e CVM.

A íntegra deste convênio se encontra no apêndice II, mas vale destacar que ele respeita a Lei Complementar n. 105/01, dispondo que:

**CLÁUSULA SEXTA – DA RESERVA DE COMPETÊNCIA**

Os partícipes desde já acordam que, ressalvado o disposto nos Parágrafos Primeiro e Segundo desta Cláusula ou nos Protocolos de Execução decorrentes do presente Acordo, o DPF não disponibilizará informações protegidas pelo sigilo previsto no art. 20 do Código de Processo Penal, e a CVM não disponibilizará informações protegidas pelo sigilo previsto no art. 8º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, ou na Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, bem como prescrevem que não constitui inadimplemento de quaisquer cláusulas deste Acordo a negativa em fornecer dados, de qualquer natureza, que possam colocar em risco o interesse e a segurança públicos.

**PARÁGRAFO PRIMEIRO.** Sem prejuízo do estabelecido no *caput* desta Cláusula, quando o DPF, no desempenho das suas atribuições institucionais, deparar-se com fatos sob o sigilo do art. 20 do Código de Processo Penal que, em sendo conhecidos pela CVM, poderão demandar dela alguma atuação institucional, serão adotadas, pelo DPF, todas as medidas cabíveis para a obtenção, com a maior brevidade possível, das autorizações legalmente necessárias para a viabilização de um compartilhamento das informações disponíveis com a CVM, e, a seguir, a efetiva transmissão de tais informações.

**PARÁGRAFO SEGUNDO.** Sem prejuízo do estabelecido no *caput* desta Cláusula, quando o DPF manifestar interesse na obtenção de informações detidas pela CVM e abrangidas pelo sigilo previsto na Lei nº 6.385/76 ou na Lei Complementar nº 105/01, os partícipes envidarão os seus melhores esforços para a viabilização do compartilhamento de informações pretendido, inclusive, se for o caso, fornecendo, com a maior brevidade possível, elementos que

possibilitem a obtenção dos atos ou autorizações que se mostrem necessários no âmbito do Poder Judiciário ou do Ministério Público Federal.

Tendo em vista a atualidade deste convênio, só depois de algum tempo poderá ser avaliado para se saber de sua eficácia, no controle jurídico do uso indevido de informações privilegiadas, no mercado de capitais brasileiro.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando toda a pesquisa apresentada, constata-se que a legislação nacional tem progredido muito no controle jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais, caminhando para bem reprimir e prevenir a figura nociva do *insider trading*, tendo a legislação pátria definido de forma satisfatória o dever de informar e o de lealdade, assim como auspiciosa foi a edição da primeira lei (lei n. 10.303/01) a tipificar criminalmente a conduta de *insider*.

Os recentes acordos técnicos firmados pela Comissão de Valores Mobiliários com a Polícia Federal e o Ministério Público Federal demonstram que as Instituições estão mais atentas e querendo aperfeiçoar tanto a troca de informações quanto a qualidade delas, deste complexo delito, que nem tradução de seu nome para o português possui.

Um mercado de capitais regulado com critério e seriedade atende ao interesse público, trazendo benefícios para toda a economia nacional, estimulando o desenvolvimento da economia brasileira como um todo. Assim, louvável a atitude do legislador brasileiro quando normatiza este mercado com base na ética, disciplina e confiança.

De outro lado, é forçoso destacar a escassez de resultados práticos desta avançada legislação, porquanto se observa a quase total ausência de condenações em julgamentos, tanto civis, quanto administrativos e criminais.

Concluindo, é possível, com pequenos ajustes na legislação vigente, em especial a Lei Complementar n. 105/01, aliado ao uso eficiente das ferramentas jurídicas disponíveis pelas Instituições brasileiras, quais sejam: Justiça, Ministério Público, Polícia e Comissão de Valores Mobiliários, alcançarem resultados mais



palpáveis na prevenção e repressão do uso de informações privilegiadas, no mercado de valores mobiliários brasileiro.

## 6. BIBLIOGRAFIA

ABBAGANANO, Nicola. *Dicionário de Filosofia*. 4. ed. (trad. Alfredo Bosi, coord.). São Paulo: Martins Fontes, 2000.

ABENDROTH, Wolfgang. *A História Social do Movimento Trabalhista Europeu*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.

ARAGÃO, Mariana. Pessoa física já responde por 30% da Bolsa. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 23 nov., 2009.

ASCARELLI, Túlio. *Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969.

BANDEIRA DE MELO, Celso Antonio. *Curso de Direito Administrativo*. 24. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

BANDEIRA DE MELO, Celso Antonio. *Discricionariedade e Controle Jurisdicional*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade Anônima Atual*. São Paulo: Atlas, 2004.

BERCOVICI, Gilberto. *Constituição Econômica e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2005.

BMF. *Estatuto Social*. São Paulo: 2007.

BONAVIDES, Paulo. *Curso de Direito Constitucional*. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

Bovespa Holding S/A. *Estatuto Social*. São Paulo: 2007.

BRASIL. Ministério da Justiça. Departamento de Polícia Federal. Extrato de acordo de cooperação técnica. Diário Oficial da União nº 78, Brasília, DF, Seção 3, 27 abr., 2010.

BULGARELLI, Waldírio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

CANTIDIANO, Luis Leonardo. *Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CARVALHOSA, Modesto. O Caráter Normativo dos Regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista da CVM*. v. 2, n. 6. Rio de Janeiro, 1984.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading – Sugestões para a moralização do Mercado de Capitais. *Revista de Direito Mercantil*, n. 3. São Paulo, 1971.

COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisições de ações. *Revista da CVM*, v. 1, n. 1, jan./abr. Rio de Janeiro, 1983.

COMPARATO, Fábio Konder. O Indispensável Direito Econômico. *Revista dos Tribunais*, n. 353. São Paulo: RT, 1968.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação de seu Objeto. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXIV, n. 60, out./dez. 1985.

DEL MASSO, Fabiano Dolenc. *Direito Econômico*. São Paulo: Campus-Elsevier, 2007.

DEMO, Pedro. *Metodologia do Conhecimento Científico*. São Paulo: Atlas, 2008.

Dicionário *on line* Houaiss. Disponível em <http://houaiss.uol.com.br/busca.jhtm?verbete=mercado&x=0&y=0&stype=k>. Acesso em 10.11.09.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 21. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Regulatório, Temas Polêmicos*. 2. ed. São Paulo: Fórum, 2004.

EDUC, Macmillan. *Macmillan English Dictionary for Advanced Learners*. Houndmills: Macmillan Education, 2007.

EIZIRIK, Nelson. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson Laks. Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta, *Revista de Direito mercantil*. São Paulo, ano XXII, n. 50, abr./jun. 1983.

EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnold. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito mercantil*. n. 61. São Paulo, 1986.

ELZIRIK, Nelson. *Questão de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

ELZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FARIA, José Eduardo. *O Direito na Economia Globalizada*. São Paulo: Malheiros, 2002.

FAUSTO, Ruy. *Sobre o Estado em Marx: Lógica e Política- Investigações para uma Reconstituição do Sentido da Dialética*. Tomo II. São Paulo: Brasiliense, 1987.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. *Curso de Direito Constitucional*. São Paulo: Saraiva, 1976.

FIORI, José Luís. Sistema Mundial: Império e Pauperização para Retomar o Pensamento Crítico Latino Americano. In: FIORI, José Luís & MEDEIROS (orgs.). *Polarização Mundial e Crescimento*, Petrópolis: Vozes, 2001.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FOULCAULT, Michel. *Microfísica do Poder*. 23. ed. São Paulo: Graal, 2007.

FRAGOSO, Heleno Cláudio. *Lições de Direito Penal – parte geral*. São Paulo: José Bushatsky, 1976.

GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar Projetos de Pesquisa*. São Paulo: Atlas, 2007.

GOMÉZ INIESTA, Diego José. *La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores*. Madri: McGraw, 1997.

GUERRA, Sérgio. *Controle Judicial dos Atos Regulatórios*. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2005.

GUERREIRO, José Alexandre. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil*, n. 43, 1981.

HADDAD, Fernando. Capitalismo de Estado e o Sistema Soviético. *In: O Sistema Soviético: Relato de uma Polêmica*. São Paulo: Scritta, 1992.

HEGEL, Georg Wilhelm Friedrich. *Princípios da Filosofia do Direito* (tradução para o português de Orlando Vitorino a partir das versões francesas de André Kaan e italiana de Giuseppe Maggiore). São Paulo: Martins Fontes, 2003.

HILFERDING, Rudolf. A Democracia e a Classe Trabalhadora e a Economia Organizada. *In: TEIXEIRA, Aloísio (org.), Utópicos, Heréticos e Malditos: Os Precusores do Pensamento Social de Nossa Época*. Rio de Janeiro: Record, 2002.

HUNGRIA, Nelson e FRAGOSO, Heleno Cláudio. *Comentários ao Código Penal*. v. 5, 5. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1979.

KEYNES, John Maynard. O Fim “Laissez-Faire” *In: SZMRECSÁNYI, Tamás (org.), Maynard Keynes, col. Os Grandes Cientistas Sociais*, 2. ed. São Paulo: Ática, 1984.

KÖCHE, José Carlos. *Fundamentos de Metodologia Científica: Teoria da Ciência e Iniciação a pesquisa*. Petrópolis: Vozes, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão de Paes. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980.

LEÃES, Luiz Gastão de Paes. *Mercado de Capitais & Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LOSURDO, Domenico. A Fenomenologia do Poder: Marx, Engels, Tocqueville. *Lua Nova*, n. 38, São Paulo: CEDEC, 1997.

MAGNABOSCO, André. CVM e PF se unem contra vazamento de informações. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. B 19, 8 dez., 2009.

MARCOS, Peters. *Controladoria Internacional*. São Paulo: DVS, 2005.

MARQUES, José Frederico. *Tratado de direito penal: parte especial*. V-4. Campinas: Bookseller, 1997.

MARX, Karl. Para a Crítica da Economia Política. *In: Manuscritos Econômico-Filosóficos e Outros Textos Escolhidos*, 2. ed., col. *Os Pensadores*. São Paulo: Abril, 1978.

MASCARO, Alysson Leandro. *Crítica da Legalidade e do Direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2003.

MASCARO, Alysson Leandro. *Introdução à Filosofia do Direito*. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2008.

MASLOUM, Ali. *Crimes do colarinho branco: Objeto jurídico, Provas Ilícitas – Doutrina e Jurisprudência*. Porto Alegre: Síntese, 1999.

MEDAUAR, Odete. Poder de Polícia. *Revista de Direito Administrativo*. n. 199, jan./mar. Rio de Janeiro: Renovar, 1995.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 33. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

MENDONÇA, J. X. Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, atualizado por Ricardo Negrão, Campinas: Bookseller, 2000.

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

NETZ, Clayton, Fato Relevante. *O Estado de São Paulo*, p. B 15, 1º/jun. de 2010.

São Paulo.

NUNES, Antonio José Avelãs. O Marginalismo e a Rotura com a perspectiva Clássica-Marxista. *In: Uma Introdução à Economia Política*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

OLIVEIRA, Carlos Alonso Barbosa de. *Processo de Industrialização: Do Capitalismo Originário ao Atrasado*, São Paulo: EDUNESP /UNICAMP- IE, 2003.

OLIVEIRA, Francisco de. O Ornitorrinco. *In: Crítica à Razão Dualista / O Ornitorrinco*, São Paulo: Boi Tempo, 2003.

PAPINI, Roberto. *Sociedades Anônimas e Mercados de Valores Mobiliários*. 3. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1995.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do insider trading*. Mimeo, CVM, Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1978.

PAULANI, Leda Maria. Hayek e o Individualismo no Discurso Econômico. *Lua Nova* nº 38, São Paulo: CEDEC, 1996.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais. Fundamentos e Técnicas*. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2002.

PROCTER, Paul. *Cambridge International Dictionary of English*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.



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

REALE JÚNIOR, Miguel. *Direito Penal Aplicado*. v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v.1, 21. ed., São Paulo: Saraiva, 1998.

ROSANVALLON, Pierre. *O Liberalismo Econômico: História da Idéia de Mercado*, Bauru: EDUSC, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2002.

SEVERINO, Antônio Joaquim. *Metodologia do Trabalho Científico*. São Paulo: Cortez, 2007.

SMANIO, Gianpaolo Poggio. *Direito penal: parte especial*. v. 9, 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SWEDBERG, Richard. *Max Weber e a Idéia de Sociologia Econômica*, Rio de Janeiro, UFRJ, 2005.

TIMBÓ, Ivo Cordeiro Pinho. *Regime Jurídico da Informação no Mercado de Capitais*. 2006. 223 f. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2006.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Renovar, 1988.

WEBER, Max. *A Bolsa (Die burse)*. Lisboa: Relógio D'Água, 2004.

WEBER, Max. *Economia e Sociedade*. Brasília: UNB, 1999.

## APÊNDICE I

Caro amigo Saadi,

Questões:

1. Nome completo, tempo que é delegado e tempo como chefe da Delefin?

R. RICARDO ANDRADE SAADI  
Delegado desde 21/10/2002 (sete anos e meio)  
Chefe da DELEFIN desde setembro de 2007.

2. Casos de repercussão que chefiou: nome dos principais sujeitos e brevíssimo resumo do caso com incidência penal? Qual sua formação acadêmica?

R. Principais casos:  
Banco Santos - Artigos 4, 9, 12, 19, 20, 21 e 22 da Lei 7492/86 - Artigo 288 do CP - Artigo 1o da Lei 9613/98 - Gestão fraudulenta de instituição financeira com a lavagem de dinheiro dos recursos desviados através da compra de diversos bens, dentre os quais a compra de obras de arte.  
Operação Farrapos - Artigo 1o. da Lei 9613/98 + Art. 288 do CP - lavagem de dinheiro oriundo do narcotráfico  
Operação Suíça / Operação Kaspar I / Operação Kapar II - Artigos 4 e 22 da Lei 7492/86 + Lei 9613/98 - Art. 288 do CP - Instituições financeiras suíças permitiam a abertura de contas numeradas no exterior, bem como o envio dos recursos através de doleiros.  
Operação Satiagraha - Arts. 4, 9, 22 da Lei 7492/86 - Artigo 1o. da Lei 9613/98 - Artigo 288 do CP -

Formação Acadêmica:

Graduação:  
Economia - Pontifícia Universidade Católica - PUC/SP  
Direito - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Especialização:  
Direito Processual Civil

Mestrado:  
Direito Político e Econômico - Mackenzie

3. Quantos casos têm a Delefin sobre *insider trading* e o total de ipls da Delefin?

R. Aproximadamente 5. Número total de IPLs hoje na DELEFIN: aproximadamente 980.

4. Se sabe quantos processos penais sobre *insider* que existiram e/ou estão em andamento?

R. Acredito que processo exista apenas 1.

5. Quais os principais entraves e dificuldades enfrentadas pela Polícia no combate ao *insider*?

R. O grande problema é que a informação chega à polícia com atraso. Tal fato ocorre porque a CVM somente comunica o MPF depois da ocorrência do fato, e este somente comunica a polícia posteriormente. A demora na comunicação à polícia, bem como todo o trâmite burocrático fazem com que o trabalho polícia perca o princípio da oportunidade.

6. O que sabe que está sendo feito em matéria de legislação para melhorar a investigação sobre este tipo de delito?

R. Não tenho conhecimento de possíveis alterações legislativas. O que ocorre é a tentativa de maior articulação entre os órgãos, principalmente CVM e DPF.

8. O que pensa a respeito da legislação penal sobre *insider trading*? Comente a trava da Lei complementar 105/2001? E como está o projeto para melhorar esta lei complementar, que é o autor, etc.

R. O grande problema que envolve a Lei complementar 105/01 é a impossibilidade de a polícia ter acesso direto aos dados da CVM, dentre os quais os procedimentos administrativos. O trâmite burocrático existente para o trânsito das informações primeiramente ao MPF ou à Justiça atrasa por completo o trabalho policial. O projeto que visa alterar a Lei Complementar 105 segue em outro e-mail.

Bertin,

Conforme solicitado:

Principal investigado no caso BANCO SANTOS: EDEMAR CID FERREIRA

Principal Investigado no caso FARRAPOS: JUAN CARLOS RAMIRES ABADIA

Atualmente sou doutorando em Direito Político e Econômico pela Universidade Presbiteriana Mackenzie

## APÊNDICE II

*Acordo de Cooperação Técnica que entre si celebram o Departamento de Polícia Federal e a Comissão de Valores Mobiliários para o desenvolvimento de projetos e atividades de interesse comum.*

O **DEPARTAMENTO DE POLÍCIA FEDERAL**, órgão pertencente à estrutura organizacional do Ministério da Justiça, com sede no Setor de Autarquias Sul, Quadra 6, Lotes 9/10, Edifício-Sede DPF, Asa Sul, Brasília/DF, CEP 70.037-900, inscrito no CNPJ/MF sob o nº 00.394.494/0014-50, doravante designado **DPF**, neste ato representado pelo seu Diretor-Geral, Senhor Luiz Fernando Corrêa, brasileiro, casado, servidor público federal, portador da cédula de identidade nº 601.055.271-6 - SSP/RS, inscrito no CPF/MF sob o nº 303.187.690-34, residente e domiciliado em Brasília-DF, e a **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**, Autarquia Federal em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, com sede na Rua Sete de Setembro, 111, Centro, CEP 20050-901, Rio de Janeiro - RJ, doravante denominada **CVM**, neste ato representada por sua Presidenta, Senhora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, brasileira, casada, economista, portadora da cédula de identidade nº 6578061-9 - SSP/SP, inscrita no CPF/MF sob o nº 03622161850, resolvem celebrar este Acordo de Cooperação Técnica, observando, no que couber, o contido no art. 116 da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993, e suas alterações, e a legislação que rege a matéria, mediante as seguintes cláusulas e condições.

#### **CLÁUSULA PRIMEIRA – DO OBJETO**

O presente instrumento tem por objetivo a Cooperação Técnica entre os partícipes, com vistas, em especial, ao desenvolvimento de projetos e ações de interesse comum, voltados para o treinamento de recursos humanos, desenvolvimento e compartilhamento de tecnologias e informações, bem como planejamento e desenvolvimento institucional.

**PARÁGRAFO ÚNICO.** A descrição detalhada do objeto descrito no *caput* desta Cláusula encontra-se no ANEXO I (Plano de Trabalho), parte integrante deste Acordo, para todos os fins, em conformidade com o disposto no art. 116 da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993.

#### **CLÁUSULA SEGUNDA – DOS COMPROMISSOS**

Caberá ao **DPF** e à **CVM** estimular e implementar ações conjuntas somando e convergindo esforços, mobilizando suas unidades, agentes e serviços, assim como outras instituições que manifestarem desejo de atuar em parceria, com vistas à consecução do objeto do presente Acordo.

### **CLÁUSULA TERCEIRA – DA OPERACIONALIZAÇÃO**

As ações relacionadas à operacionalização das atividades objeto deste Acordo dar-se-ão conforme cronograma de execução preliminarmente acordado entre os partícipes.

**PARÁGRAFO PRIMEIRO.** As linhas básicas, atividades e ações a que se referem as cláusulas anteriores serão consistidas, especificadas e implementadas mediante formalização de Protocolos de Execução, tantos quantos forem necessários, nos quais serão estabelecidas as responsabilidades técnicas e financeiras, objetivando a programação e o detalhamento dos procedimentos técnicos, operacionais e administrativos, relativos às ações ora pactuadas, contendo, quando for o caso, os respectivos planos de ação.

**PARÁGRAFO SEGUNDO.** No caso da DPF, a competência para a assinatura dos Protocolos de Execução será definida por meio de normativo interno, respeitados os termos da Portaria nº 781/2008-DG/DPF, publicada no Boletim de Serviço nº 242, de 15 de dezembro de 2008.

**PARÁGRAFO TERCEIRO.** No caso da CVM, fica desde logo estabelecido que o seu Superintendente Geral assinará os Protocolos de Execução.

### **CLÁUSULA QUARTA – DO VÍNCULO DE PESSOAL**

Não se estabelecerá, por conta do presente Acordo, nenhum vínculo de natureza jurídica, trabalhista, funcional, securitária ou de qualquer outra espécie entre os partícipes ou com seus servidores.

### **CLÁUSULA QUINTA – DO SIGILO**

Os partícipes se obrigam a manter sigilo dos projetos executados em parceria, utilizando os dados passíveis de acesso somente nas atividades que, em virtude de lei, lhes compete exercer, não podendo, de qualquer forma, direta ou indiretamente, dar conhecimento a terceiros das informações trocadas entre si ou geradas no âmbito deste Acordo, ressalvados os casos expressamente autorizados por ambos os partícipes.

**PARÁGRAFO ÚNICO.** Os responsáveis pela indevida divulgação de informações, após formalmente identificados, responderão pelos danos que porventura causarem, sem prejuízo das sanções criminais e administrativas aplicáveis à espécie.

### **CLÁUSULA SEXTA – DA RESERVA DE COMPETÊNCIA**

Os partícipes desde já acordam que, ressalvado o disposto nos Parágrafos Primeiro e Segundo desta Cláusula ou nos Protocolos de Execução decorrentes do presente Acordo, o DPF não disponibilizará informações protegidas pelo sigilo previsto no art. 20 do Código de Processo Penal, e a CVM não disponibilizará informações protegidas pelo sigilo previsto no art. 8º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, ou na Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, bem como prescrevem que não constitui inadimplemento de quaisquer cláusulas deste



Acordo a negativa em fornecer dados, de qualquer natureza, que possam colocar em risco o interesse e a segurança públicos.

**PARÁGRAFO PRIMEIRO.** Sem prejuízo do estabelecido no *caput* desta Cláusula, quando o DPF, no desempenho das suas atribuições institucionais, deparar-se com fatos sob o sigilo do art. 20 do Código de Processo Penal que, em sendo conhecidos pela CVM, poderão demandar dela alguma atuação institucional, serão adotadas, pelo DPF, todas as medidas cabíveis para a obtenção, com a maior brevidade possível, das autorizações legalmente necessárias para a viabilização de um compartilhamento das informações disponíveis com a CVM, e, a seguir, a efetiva transmissão de tais informações.

**PARÁGRAFO SEGUNDO.** Sem prejuízo do estabelecido no *caput* desta Cláusula, quando o DPF manifestar interesse na obtenção de informações detidas pela CVM e abrangidas pelo sigilo previsto na Lei nº 6.385/76 ou na Lei Complementar nº 105/01, os partícipes envidarão os seus melhores esforços para a viabilização do compartilhamento de informações pretendido, inclusive, se for o caso, fornecendo, com a maior brevidade possível, elementos que possibilitem a obtenção dos atos ou autorizações que se mostrem necessários no âmbito do Poder Judiciário ou do Ministério Público Federal.

#### **CLÁUSULA SÉTIMA – DA ALTERAÇÃO E RESILIÇÃO**

Este Acordo poderá ser alterado, exceto no tocante ao seu objeto e ao disposto na CLÁUSULA SEXTA, a qualquer tempo, mediante Termo Aditivo, bem como resiliado, por conveniência administrativa, mediante notificação por escrito, com antecedência de 30 (trinta) dias, reputando-se extinto o Instrumento com o decurso do referido prazo, contado do recebimento da comunicação.

#### **CLÁUSULA OITAVA – DA DENÚNCIA E RESCISÃO**

Este Acordo poderá ser denunciado, a qualquer tempo, independentemente de prévia notificação, no caso de inadimplência ao disposto em qualquer de suas cláusulas, ou ainda pela superveniência de ato ou de lei que torne inviável sua execução, o que ensejará sua imediata rescisão, sem prejuízo das medidas de estilo cabíveis à espécie.

#### **CLÁUSULA NONA – DAS DECISÕES NULAS DE PLENO DIREITO**

Será nula de pleno direito toda e qualquer medida ou decisão, no que concerne ao presente Acordo, que vá de encontro ao disposto nos estatutos, regimentos e demais atos normativos dos partícipes.

#### **CLÁUSULA DÉCIMA – DA PUBLICAÇÃO E EFICÁCIA**

O DPF providenciará os trâmites necessários à publicidade deste Acordo e, se for o caso, de seus Termos Aditivos, até o quinto dia útil do mês seguinte ao da respectiva assinatura.

**PARÁGRAFO ÚNICO.** O extrato correspondente deverá ser publicado no Diário Oficial da União (DOU) em até 20 (vinte) dias contados da data especificada no *caput* desta Cláusula, quando, então, será declarada a eficácia do Instrumento.

#### **CLÁUSULA DÉCIMA PRIMEIRA – DA DIVULGAÇÃO**

Quaisquer solicitações de divulgação na mídia deverão ser dirigidas reciprocamente entre os partícipes, obtendo-se prévia aprovação quanto ao conteúdo a ser veiculado e a correta utilização das marcas dos partícipes.

#### **CLÁUSULA DÉCIMA SEGUNDA – DOS RECURSOS FINANCEIROS**

As despesas decorrentes do presente Acordo correrão por conta das dotações orçamentárias próprias dos partícipes, segundo previsto no(s) Protocolo(s) de Execução e em conformidade com as responsabilidades assumidas neste instrumento e nos eventuais termos aditivos.

**PARÁGRAFO ÚNICO.** Se, em algum momento, as ações resultantes deste Instrumento demandarem a transferência de recursos financeiros entre os partícipes, esse procedimento será disciplinado por meio de convênio específico ou outro instrumento adequado.

#### **CLÁUSULA DÉCIMA TERCEIRA – DA VIGÊNCIA**

Este Acordo terá a vigência de 12 (doze) meses, contados a partir da data da publicação de seu extrato no Diário Oficial da União, a qual será automaticamente prorrogada por períodos iguais e sucessivos, desde que não haja manifestação contrária dos partícipes.

**PARÁGRAFO ÚNICO.** Caso a execução das metas a que se destina o Plano de Trabalho não se tenha findado, a vigência do(s) respectivo(s) Protocolo(s) de Execução não será comprometida, desde que fundamentada a prorrogação do(s) cronograma(s) correspondente(s).

#### **CLÁUSULA DÉCIMA QUARTA – DOS CASOS OMISSOS**

Os casos omissos no presente ajuste serão supridos de comum acordo entre os partícipes, podendo ser firmados, se necessário, Termos Aditivos que farão parte integrante deste instrumento, na forma do disposto na CLÁUSULA SÉTIMA.

**PARÁGRAFO ÚNICO.** As dúvidas e divergências oriundas do presente instrumento, bem como do Plano de Trabalho e, se for o caso, dos Protocolos de Execução, serão dirimidas administrativamente pelos partícipes.

**CLÁUSULA DÉCIMA QUINTA – DO FORO**

Caso não se chegue a um entendimento convergente, os partícipes deverão requerer a instalação de Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal à Advocacia-Geral da União, nos termos estabelecidos na Portaria AGU nº 1.281, de 27 de setembro de 2007, para por fim a quaisquer dúvidas oriundas deste Instrumento, em caráter terminativo.

E, por estarem, assim, justos e acordados, assinam o presente Acordo em 2 (duas) vias, de igual teor e forma, na presença das testemunhas infra-signatárias, para que se produzam os necessários efeitos legais.

Brasília/DF, de de 2009.

**LUIZ FERNANDO CORRÊA**  
Diretor-Geral do DPF

**MARIA HELENA DOS SANTOS F. DE SANTANA**  
Presidenta da CVM

**Testemunhas:**

---

Alexandre Pinheiro dos Santos (Procurador-Chefe da PFE/CVM)  
RG: 07762219-9  
CPF: 029.145.487/96

---

Nome:  
RG:  
CPF:

# ANEXO I

## PLANO DE TRABALHO

### 1. IDENTIFICAÇÃO DO OBJETO A SER EXECUTADO

1.1 O presente instrumento tem por objetivo a Cooperação Técnica entre os partícipes, com vistas, em especial, ao desenvolvimento de projetos e ações de interesse comum, voltados para o treinamento de recursos humanos, desenvolvimento e compartilhamento de tecnologias e informações, bem como planejamento e desenvolvimento institucional.

1.1.1 Para os fins estabelecidos neste Acordo, entende-se por Cooperação Técnica a prática dos seguintes atos:

- a) planejar, desenvolver e executar ações conjuntas, visando prevenir e coibir práticas lesivas ao mercado de capitais;
- b) intercambiar informações, documentos, apoio técnico e logístico relacionados à fiscalização do mercado de valores mobiliários e necessários à consecução da finalidade deste Instrumento;
- c) compartilhar ensinamentos e experiências acerca de técnicas de investigação;
- d) organizar grupos de trabalho para o aprimoramento das unidades dos partícipes com atuação junto ao mercado de capitais;
- e) desenvolver e aprimorar as técnicas e procedimentos empregados na apuração, na prevenção e na repressão de práticas lesivas ao mercado de capitais, incluindo o mútuo acesso dos partícipes aos recursos técnicos e tecnológicos de que dispõem, conforme regulamentação;
- f) atuar em parceria no planejamento, implementação, acompanhamento e avaliação do desenvolvimento e resultado do objeto do presente Acordo;
- g) prover o apoio técnico necessário ao desenvolvimento e à execução das atividades estabelecidas para cada ação, com pessoal especializado, material e equipamentos;
- h) desenvolver estudos técnicos e profissionais, de modo a propiciar avanços na tecnologia, bem como segurança na elaboração e produção de documentos de segurança para utilização nas atividades de inteligência;
- i) realizar, caso necessário, *workshops*, seminários, cursos, treinamentos e capacitação técnico-científica entre si e/ou com instituições vinculadas à matéria;
- j) encaminhar os estudos aos órgãos federais competentes, visando subsidiar o tratamento da matéria no âmbito de suas competências, buscando-se a celeridade e a eficiência no serviço público;
- k) proceder ao aprimoramento e/ou adequação de sistemas que possibilitem o intercâmbio de informações; e
- l) propor, se for o caso, alteração legislativa, revisão ou edição de parecer normativo, visando orientar a matéria no âmbito do Ministério da Justiça, considerando conclusões de estudos realizados por meio do presente Acordo, diante da necessidade de preservação do interesse público.

## **2. METAS DE EXECUÇÃO**

- 2.1. Acesso às bases corporativas de dados, observadas as limitações técnicas e legais;
- 2.2. Compartilhamento de ferramentas aplicadas à obtenção, reunião, análise e difusão de dados;
- 2.3. Execução de ações integradas e/ou conjuntas voltadas ao mercado de capitais, de interesse comum dos partícipes;
- 2.4. Estabelecimento e aplicação de rotinas e procedimentos padronizados de atuação;
- 2.5. Projeção de cenários prospectivos voltados ao mercado de capitais, de interesse comum dos partícipes;

## **3. ETAPAS OU FASES DE EXECUÇÃO**

3.1 As reuniões de estudo e desenvolvimento do objeto deste Acordo realizar-se-ão, entre integrantes do **DPF** e da **CVM**, em datas ajustadas pelos partícipes, que definirão o horário e a duração de tais eventos e a participação de terceiros;

3.2 O **DPF** e a **CVM** darão o apoio logístico necessário às reuniões realizadas em suas respectivas dependências;

3.3 As etapas e fases de execução serão deliberadas, programadas e levadas a termo em conjunto, por meio de tantos Protocolos de Execução quanto necessários, neles registradas as obrigações de cada partícipe.

## **4. DA PREVISÃO DE INÍCIO E FIM DA EXECUÇÃO DO OBJETO E DAS ETAPAS OU FASES PROGRAMADAS**

4.1 Este Plano de Trabalho terá a vigência de 12 (doze) meses, contados a partir da data da publicação de seu extrato no Diário Oficial da União, podendo ser automaticamente prorrogado por períodos iguais e sucessivos, até o limite de 60 (sessenta) meses, observando-se o disposto na cláusula décima terceira do Acordo de Cooperação Técnica.

4.2 As etapas e/ou fases programadas obedecerão a cronograma próprio na medida em que forem celebrados os Protocolos de Execução.

## **5. EXTRATO (MINUTA) PARA PUBLICAÇÃO (DOU):**

**ESPÉCIE:** Acordo de Cooperação Técnica

**FUNDAMENTO LEGAL:** art. 116 da Lei nº 8666, de 21 de junho de 1993.

**PARTÍCIPES:** Departamento de Polícia Federal e Comissão de Valores Mobiliários

**OBJETO:** Estabelecer Cooperação Técnica entre os partícipes, com vistas, em especial, ao desenvolvimento de projetos e ações de interesse comum, voltados para o treinamento de recursos humanos, desenvolvimento e compartilhamento de tecnologias e informações, bem como planejamento e desenvolvimento institucional.

**RECURSOS:** As despesas decorrentes do presente Acordo correrão por conta das dotações orçamentárias próprias dos partícipes.

**DATA DA ASSINATURA:**    /    /2009

**VIGÊNCIA:**    /    /2009 a    /    /2009

**SIGNATÁRIOS:** Pelo Departamento de Polícia Federal, Senhor Luiz Fernando Corrêa – Diretor-Geral; pela Comissão de Valores Mobiliários, Senhora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana - Presidenta.

Brasília/DF,    de    de 2009.

**LUIZ FERNANDO CORRÊA**  
Diretor-Geral do DPF

**MARIA HELENA DOS SANTOS F. DE SANTANA**  
Presidenta da Comissão de Valores Mobiliários

**Testemunhas:**

\_\_\_\_\_ Nome: \_\_\_\_\_  
RG:  
CPF:

Alexandre Pinheiro dos Santos (Procurador-Chefe da PFE/CVM)  
RG: 07762219-9  
CPF: 029.145.487/96

## **APÊNDICE III**

SCD nº	9535
Recebido em:	07/04/12
Horário:	15:50 hs.
Ass:	<i>[Assinatura]</i>
Manoel Miguel de Oliveira Agente Administrativo	



MINISTÉRIO DA FAZENDA  
Gabinete do Ministro / Assessoria para Assuntos Parlamentares  
(61) 3412.2535(2536) – aap.df.gmf@fazenda.gov.br

**URGENTE**

Memorando 466 /AAP/GM-MF

Brasília, 31 de março de 2010

**A(o) Senhor(a) Presidente do Conselho de Controle de Atividades Financeiras -  
COAF/MF**

Projeto: PLS 2005/00049

Origem: PLS 2005/00049

Autoria: ANTERO PAES DE BARROS

COMPLEMENTAR - Altera a Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, para dar novo tratamento jurídico ao sigilo das operações de instituições financeiras, com o fim de tornar mais eficiente a persecução penal do Estado

Última ação: Comissão de Assuntos Econômicos

1. Solicitamos providências de Vossa Senhoria no sentido de elaborar parecer sobre o mérito da proposição em epígrafe, **considerando o substitutivo em anexo**, com sugestões para o seu aprimoramento, se for o caso, e subsídios técnicos que permitam a defesa do posicionamento junto às comissões temáticas e/ou plenários da Câmara dos Deputados e do Senado Federal.
2. A propósito, a fim de que possamos subsidiar as Lideranças do Governo no Congresso Nacional, é imperativo que tenhamos a posição desse Órgão, com a maior brevidade possível, mesmo que nada tenha a opor à continuidade de tramitação da matéria.

Atenciosamente,

*[Assinatura]*  
**José Messias de Souza**  
Assessor Especial do Ministro

Órgão(s) consultado(s): PGFN- SPE-CVM-COAF-BC-

Anexo(s):



Complementar altera substancialmente a Lei Complementar nº 105, de 2001, propomos a elaboração de nova Lei, revogando a vigente, conforme recomenda o inciso I do artigo 12 da Lei Complementar nº 95, de 25 de fevereiro de 1998, que dispõe sobre elaboração e alteração de leis.

Resumidamente, exceto por pequenas alterações, concordamos no mérito com ambos os projetos. Tendo em vista a maior abrangência do PLS nº 49, de 2005 – Complementar, esse projeto servirá de base para a nova lei que estamos propondo, em substituição à Lei Complementar nº 105, de 2001.

### III – VOTO

À vista do exposto, manifesto-me pelo arquivamento do Projeto de Lei do Senado nº 418, de 2003 – Complementar, e pela aprovação do Projeto de Lei do Senado nº 49, de 2005 – Complementar, na forma do seguinte substitutivo:

#### EMENDA Nº 01– CAE (SUBSTITUTIVO)

#### APRESENTADA AO

#### PROJETO DE LEI DO SENADO Nº 49, de 2005 – COMPLEMENTAR (SUBSTITUTIVO)

Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências.

O CONGRESSO NACIONAL decreta:

**Art. 1º** As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados.

§ 1º São consideradas instituições financeiras, para os efeitos desta Lei Complementar:

- I – bancos de qualquer espécie;
- II – distribuidoras de valores mobiliários;
- III – corretoras de câmbio e de valores mobiliários;
- IV – sociedades de crédito, financiamento e investimentos;
- V – sociedades de crédito imobiliário;
- VI – administradoras de cartões de crédito;
- VII – sociedades de arrendamento mercantil;
- VIII – administradoras de mercado de balcão organizado;
- IX – cooperativas de crédito;
- X – associações de poupança e empréstimo;
- XI – bolsas de valores e de mercadorias e futuros;
- XII – entidades de liquidação e compensação;
- XIII – outras sociedades que, em razão da natureza de suas operações, assim venham a ser consideradas pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 2º As empresas de fomento comercial ou *factoring*, para os efeitos desta Lei Complementar, obedecerão às normas aplicáveis às instituições financeiras previstas no § 1º.

**Art. 2º** Toda autorização judicial de acesso a dados sigilosos tem por efeito automático a transferência do sigilo a todos os órgãos públicos de fiscalização ou de investigação que tenham interesse, de acordo com as suas atribuições legais, direta ou indiretamente, em relação à mesma pessoa ou a fato ligado à pessoa.

§ 1º A ordem judicial será concedida para toda a operação de

investigação, não sendo necessária renovação do pedido quando dela surgirem novos suspeitos ou novos bens, direitos ou valores que mereçam investigação própria, devendo o juiz competente ser comunicado.

§ 2º Para os fins desta Lei, consideram-se órgãos públicos de fiscalização ou de investigação os seguintes:

- I – Secretaria de Receita Federal do Brasil;
- II – Banco Central do Brasil;
- III – Tribunal de Contas da União;
- IV – Departamento de Polícia Federal;
- V – Comissão de Valores Mobiliários;
- VI – Agência Brasileira de Inteligência;
- VII – Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF);
- VIII – Ministério Público da União, dos Estados e do Distrito Federal;
- IX – Comissões Parlamentares de Inquérito;
- X – Secretaria de Previdência Complementar;
- XI – Superintendência de Seguros Privados.

§ 3º Não são dados sigilosos, para fins de interesse dos órgãos públicos de fiscalização ou de investigação:

- I – os cadastrais, que informam nome, endereço residencial ou comercial, estado civil, registros de identidade e de cadastro de pessoa física ou jurídica;
- II – os que informam em quais instituições financeiras a pessoa mantém contas de depósitos, aplicações ou investimentos, assim como os

números dessas contas e respectivas agências;

III – os que informam se a pessoa possui ou não capacidade financeira ou patrimonial para realizar determinadas operações ou transações com determinadas quantias;

IV – os valores globais, com a respectiva identificação da pessoa física ou jurídica e da instituição financeira, correspondentes à soma das seguintes operações financeiras:

a) o lançamento a débito, por instituição financeira, em contas correntes de depósito, em contas correntes de empréstimo, em contas de depósito de poupança, de depósito judicial e de depósitos em consignação de pagamento de que tratam os parágrafos do art. 890 da Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973, introduzidos pelo art. 1º da Lei nº 8.951, de 13 de dezembro de 1994, junto a ela mantidas;

b) o lançamento a crédito, por instituição financeira, em contas correntes que apresentem saldo negativo, até o limite de valor da redução do saldo devedor;

c) a liquidação ou pagamento, por instituição financeira, de quaisquer créditos, direitos ou valores, por conta e ordem de terceiros, que não tenham sido creditados, em nome do beneficiário, nas contas referidas nas alíneas *a* e *b*;

d) o lançamento, e qualquer outra forma de movimentação ou transmissão de valores e de créditos e direitos de natureza financeira, não relacionados nas alíneas *a*, *b* e *c*, efetuados pelos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixas econômicas;

e) a liquidação de operação contratadas nos mercados organizados de liquidação futura;

f) qualquer outra movimentação ou transmissão de valores e de créditos e direitos de natureza financeira que, por sua finalidade, reunindo características que permitam presumir a existência de sistema organizado para efetivá-la, produza os mesmos efeitos previstos nas alíneas *a*, *b*, *c* e *e*, independentemente da pessoa que a efetue, da denominação que possa ter e da forma jurídica ou dos instrumentos utilizados para realizá-la.

V – os sigilosos cuja revelação for expressamente consentida pelos interessados;

VI – os constantes de auditorias internas realizadas pelas instituições financeiras, ou externas, por empresas contratadas para tal fim;

VII – todos os que envolverem movimentação de recursos provenientes de fonte pública, ou de instituições em que o poder público detenha a prerrogativa de indicar a maioria dos administradores.

§ 4º Não constitui violação do dever de sigilo das instituições financeiras:

I – a troca de dados entre si, para fins cadastrais, inclusive por intermédio de centrais de risco, observadas as normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil;

II – o fornecimento de dados constantes de cadastro de emitentes de cheques sem provisão de fundos e de devedores inadimplentes a entidades de proteção ao crédito, observadas as normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil;

III – o fornecimento dos dados referidos no § 3º deste artigo a órgão público de fiscalização ou de investigação.

§ 5º Os dados sigilosos objeto de ordem judicial concedida, os dados sigilosos que tiverem seu acesso determinado por Comissões Parlamentares de Inquérito e os dados referidos nos §§ 3º e 4º deste artigo não poderão ser opostos aos órgãos públicos de fiscalização ou de investigação e serão mantidos sob sigilo, só podendo ter acesso a eles os agentes diretamente envolvidos com a fiscalização ou a investigação.

§ 6º Os órgãos públicos de fiscalização ou de investigação não poderão argüir sigilo uns contra os outros com relação aos dados referidos no *caput* e nos §§ 1º, 3º e 4º deste artigo.

§ 7º Poderão ser formadas forças-tarefa entre os órgãos referidos no § 2º sempre que necessário para a apuração dos ilícitos penais.

§ 8º É obrigatória e prioritária a imediata comunicação ao

Ministério Público, sob pena de responsabilização na forma da lei, sempre que as instituições financeiras e as entidades referidas no § 2º deste artigo detectarem indícios da prática de ilícito penal.

§ 9º A comunicação de que trata o § 8º deste artigo não dependerá do acompanhamento de documentação comprobatória, bastando a indicação dos indícios e as razões da suspeita.

§ 10. Após a comunicação, caso ainda não tenham sido juntados, o Ministério Público requererá os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos e, constatando a existência de indícios da prática de ilícito penal, requererá ao juízo competente, a qualquer tempo, a indisponibilidade dos bens do agente e de terceiros beneficiados, medida que também incluirá bens, contas bancárias e aplicações financeiras mantidas no exterior.

§ 11. Após a comunicação, o Ministério Público, se julgar conveniente, determinará diretamente à instituição financeira ou ao órgão de fiscalização competente o bloqueio administrativo dos valores ou outra medida cabível.

§ 12. O Conselho Superior do Ministério Público deverá ratificar o bloqueio de valores de que trata o § 11 no prazo de quarenta e cinco dias; se não o fizer, os valores ficam automaticamente desbloqueados.

§ 13. O bloqueio de valores de que trata o § 11 terá duração máxima de cento e vinte dias, podendo ser renovado, sendo necessária a ratificação do Conselho Superior do Ministério Público a cada renovação.

§ 14. Para efeitos desta Lei, são indícios quaisquer circunstâncias que, considerando as partes envolvidas, seu comportamento, sua capacidade econômica ou financeira, os valores, as formas de realização, os instrumentos utilizados ou a falta de fundamento econômico ou legal, possam configurar a atividade como suspeita.

**Art. 3º** Os dados sigilosos mantidos por instituições financeiras não podem ser opostos ao Banco Central do Brasil:

I - no desempenho de suas funções de fiscalização, compreendendo a apuração, a qualquer tempo, de ilícitos praticados por

controladores, administradoras, membros de conselhos estatutários, gerentes, mandatários e prepostos de instituições financeiras;

II – ao proceder a inquérito em instituição financeira submetida a regime especial.

§ 1º Nos casos dos incisos I e II do *caput* deste artigo, poderão ser examinados quaisquer documentos relativos a bens, direitos e obrigações das instituições financeiras, de seus controladores, administradores, membros de conselhos estatutários, gerentes, mandatários e prepostos, inclusive contas de depósitos e operações com outras instituições financeiras.

§ 2º O disposto neste artigo aplica-se à Comissão de Valores Mobiliários, quando se tratar de fiscalização de operações e serviços no mercado de valores mobiliários, inclusive nas instituições financeiras que sejam companhias abertas.

§ 3º O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência, poderão firmar convênios:

I – com outros órgãos públicos fiscalizadores de instituições financeiras, objetivando a realização de fiscalizações conjuntas, observadas as respectivas competências;

II – com bancos centrais ou entidades fiscalizadoras de outros países, objetivando:

a) a fiscalização de filiais e subsidiárias de instituições financeiras estrangeiras, em funcionamento no Brasil, e de filiais e subsidiárias, no exterior, de instituições financeiras brasileiras;

b) a cooperação mútua e o intercâmbio de informações para a investigação de atividades ou operações que impliquem aplicação, negociação, ocultação ou transferência de ativos financeiros e valores mobiliários relacionados com a prática de condutas ilícitas.

§ 4º O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e a Secretaria de Receita Federal do Brasil manterão permanente intercâmbio de informações acerca dos resultados das inspeções que realizarem, dos inquéritos ou procedimentos administrativos de apuração que

instaurarem e das penalidades que aplicarem, sempre que as informações forem necessárias ao desempenho de suas atividades.

§ 5º O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e os demais órgãos de fiscalização, nas áreas de suas atribuições, fornecerão, sem prejuízo do que prevê o § 7º do art. 2º desta Lei, ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF), de que trata o art. 14 da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, todas as informações relativas aos valores envolvidos nas operações previstas no inciso I do art. 11 da referida lei.

**Art. 4º** O dever de sigilo é extensivo ao Banco Central do Brasil em relação às operações que realizar e às informações que obtiver no exercício de suas atribuições.

*Parágrafo único.* O dever de sigilo não isenta o Banco Central do Brasil do dever de fornecer dados para a Justiça ou para outros órgãos de fiscalização ou de investigação, nos termos do art. 2º.

**Art. 5º** Serão prestadas pelo Banco Central do Brasil, pela Comissão de Valores Mobiliários e pelas instituições financeiras as informações ordenadas pelo Poder Judiciário, preservado o seu caráter sigiloso mediante acesso restrito às partes, que delas não poderão se servir para fins estranhos à lide.

§ 1º Depende de prévia autorização do Poder Judiciário a prestação de informações e o fornecimento de documentos sigilosos solicitados por comissão de inquérito administrativo destinada a apurar responsabilidade de servidor público por infração praticada no exercício de suas atribuições ou que tenha relação com as atribuições do cargo em que se encontre investido.

§ 2º Nas hipóteses do § 1º, o requerimento de quebra de sigilo independe da existência de processo judicial em curso.

§ 3º Além dos casos previstos neste artigo o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários fornecerão à Advocacia-Geral da União as informações e os documentos necessários à defesa da União nas ações em que seja parte.

**Art. 6º** O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores



Mobiliários, nas áreas de suas atribuições, e as instituições financeiras fornecerão ao Poder Legislativo Federal, ao Ministério Público e, quando se tratar de recursos públicos, ao Tribunal de Contas da União, as informações e os documentos sigilosos que, fundamentadamente, se fizerem necessários ao exercício de suas respectivas competências constitucionais e legais.

§ 1º As Comissões Parlamentares de Inquérito, no exercício de sua competência constitucional e legal de ampla investigação, obterão as informações e os documentos sigilosos de que necessitarem, diretamente das instituições financeiras ou por intermédio do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º As solicitações de que trata este artigo deverão ser previamente aprovadas pelo Plenário da Câmara dos Deputados, do Senado Federal, de suas respectivas Comissões Parlamentares de Inquérito ou do Tribunal de Contas da União.

§ 3º As requisições de que trata este artigo, quando formuladas pelo Ministério Público Federal, deverão ser previamente aprovadas pelo Conselho Superior do Ministério Público.

**Art. 7º** O Poder Executivo disciplinará, inclusive quanto à periodicidade e aos limites de valor, os critérios segundo os quais as instituições financeiras informarão, à administração tributária da União, as operações financeiras efetuadas pelos usuários de seus serviços.

§ 1º Consideram-se operações financeiras, para os efeitos deste artigo:

- I – depósitos à vista e a prazo, inclusive em conta de poupança;
- II – pagamentos efetuados em moeda corrente ou em cheques;
- III – emissão de ordens de crédito ou documentos assemelhados;
- IV – resgates em contas de depósitos à vista ou a prazo, inclusive de poupança;
- V – contratos de mútuo;

VI – descontos de duplicatas, notas promissórias e outros títulos de crédito;

VII – aquisições e vendas de títulos de renda fixa ou variável;

VIII – aplicações em fundos de investimentos;

IX – aquisições de moeda estrangeira;

X – conversões de moeda estrangeira em moeda nacional;

XI – transferências de moeda e outros valores para o exterior;

XII – operações com ouro, ativo financeiro;

XIII - operações com cartão de crédito;

XIV - operações de arrendamento mercantil; e

XV – quaisquer outras operações de natureza semelhante que venham a ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários ou outro órgão competente.

§ 2º As informações transferidas na forma do *caput* deste artigo restringir-se-ão a informes relacionados com a identificação dos titulares das operações e os montantes globais mensalmente movimentados, vedada a inserção de qualquer elemento que permita identificar a sua origem ou a natureza dos gastos a partir deles efetuados.

§ 3º Recebidas as informações de que trata este artigo, se detectados indícios de falhas, incorreções ou omissões, ou de cometimento de ilícito fiscal, a autoridade interessada poderá requisitar as informações e os documentos de que necessitar, bem como realizar fiscalização ou auditoria para a adequada apuração dos fatos.

§ 4º As informações a que refere este artigo serão conservadas sob sigilo fiscal, na forma da legislação em vigor.

**Art. 8º** As autoridades e os agentes dos órgãos públicos de fiscalização ou de investigação somente poderão examinar documentos, livros

e registros de instituições financeiras, inclusive os referentes a contas de depósitos e aplicações financeiras, quando, observados os requisitos do § 5º do art. 2º, tais exames sejam considerados indispensáveis pela autoridade administrativa competente, considerando-se as suas atribuições legais.

*Parágrafo único.* O resultado dos exames, as informações e os documentos a que se refere este artigo serão conservados em sigilo.

**Art. 9º** O cumprimento das exigências e formalidades previstas nos arts. 2º, 3º, 5º, 6º e 8º será expressamente declarado pelas autoridades competentes nas solicitações dirigidas ao Banco Central do Brasil, à Comissão de Valores Imobiliários ou às instituições financeiras.

**Art. 10.** A quebra ou violação de sigilo fora das hipóteses autorizadas nesta Lei, assim como a oposição de sigilo ou a recusa de atender a requerimento quando satisfeitos os requisitos previstos nesta Lei, constituem crime e sujeitam os responsáveis à pena de reclusão, de um a quatro anos, e multa, sem prejuízo de incidência de outras infrações penais ou sanções cabíveis.

§ 1º Incorre na mesma pena quem omitir, retardar injustificadamente ou prestar falsamente as informações requeridas nos termos desta Lei Complementar.

§ 2º Além dos envolvidos diretamente, são também responsáveis pela quebra ou violação do sigilo aqueles que, por negligência ou conivência, tiverem contribuído indiretamente para o crime.

**Art. 11.** Quem prestar serviço para o setor público, independentemente de seu vínculo funcional, e utilizar ou viabilizar a utilização de qualquer informação obtida em decorrência da quebra de sigilo de que trata esta Lei Complementar, responde pessoal e diretamente pelos danos decorrentes, sem prejuízo da responsabilidade objetiva da entidade pública, quando comprovado que o indivíduo agiu de acordo com orientação oficial.

**Art. 12.** Todos os agentes públicos detentores de mandato eletivo, os ministros de Estado, secretários Estaduais e Municipais, o Procurador-Geral da República, os dirigentes máximos do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários, da Superintendência de Seguros

Privados, dos Tribunais de Contas da União, dos Estados e dos Municípios, do Conselho de Controle de Atividades Financeiras, da Secretaria de Receita Federal do Brasil, do Departamento de Polícia Federal, da Polícia Civil e da Polícia Militar, em cada estado, das empresas públicas e das sociedades de economia mista, assim como os magistrados que atuam no Supremo Tribunal Federal, no Superior Tribunal de Justiça, nos Tribunais Regionais Federais, nas Varas Federais, nos Tribunais de Justiça dos Estados e do Distrito Federal e nas Varas Estaduais encaminharão, semestralmente, para o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF, declaração de bens e valores mantidos em contas de depósitos, aplicações e investimentos, no Brasil e no exterior, em formulário próprio a ser disponibilizado para as respectivas entidades.

§ 1º Será punido com a perda do mandato, cargo, emprego ou função o agente público que se recusar a prestar a declaração de que trata este artigo.

§ 2º Serão igualmente encaminhadas para o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF, semestralmente, as seguintes operações financeiras efetuadas pela administração direta e indireta da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios, em valores superiores a duzentos salários mínimos:

- I – transações que envolvam valores em espécie, como depósitos a vista e a prazo e saques;
- II – transferências bancárias para pessoas físicas ou entidades privadas;
- III – contratos de mútuo;
- IV – descontos de duplicatas, notas promissórias e outros títulos de crédito;
- V – aquisições de moeda estrangeira;
- VI – conversões de moeda estrangeira em moeda nacional;
- VII – transferências de moeda e outros valores para o exterior;

VIII – operações com ouro, ativo financeiro;

IX – aplicações em fundos de investimento.

§ 3º A Agência Brasileira de Inteligência, órgão central do Sistema Brasileiro de Inteligência, atuará junto ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF na análise e no acompanhamento dos dados a que se refere este artigo, procedendo na forma do § 7º do art. 2º desta Lei sempre que detectar indícios da prática de ilícito penal.

**Art. 13.** Os arquivos e registros financeiros e fiscais em meio eletrônico deverão ser mantidos disponíveis por até trinta anos.

**Art. 14.** Esta Lei entra em vigor trinta dias após a data de sua publicação.

**Art. 15.** Revoga-se a Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001.

Sala da Comissão, em 30 de março de 2010.

, Presidente

, Relator