

**MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO E DO DESPORTO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**ASPECTOS LEGAIS REFERENTES À INFORMAÇÃO, À PROTEÇÃO AOS
MINORITÁRIOS E ÀS NOVAS PRÁTICAS DE GESTÃO COMO CONDIÇÃO
DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Luiz Otavio Escalier Braga

Porto Alegre

2006

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO E DO DESPORTO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

FACULDADE DE DIREITO

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

**ASPECTOS LEGAIS REFERENTES À INFORMAÇÃO, À PROTEÇÃO AOS
MINORITÁRIOS E ÀS NOVAS PRÁTICAS DE GESTÃO COMO CONDIÇÃO
DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Luiz Otavio Escalier Braga

**Dissertação apresentada no Programa de Pós-
Graduação em Direito – Nível Mestrado – da
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como
requisito parcial à obtenção do título de Mestre.**

Orientador: Prof. Dr. Peter Walter Ashton

Porto Alegre, junho de 2006

AGRADECIMENTOS

Toda a minha gratidão e admiração ao Prof. Dr. Peter Walter Ashton ser humano de grandeza espacial, pela compreensão e orientação irretocáveis

e

igualmente meus agradecimentos à Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Direito – UFRGS, especialmente na pessoa do Dr. César Saldanha, pelo seu bom senso no exercício da difícil tarefa que desempenha.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho, especialmente, aos meus pais, razão de minha existência e pela dedicação que me dispensaram durante toda a minha vida e a meus queridos filhos pelas privações que lhes impus durante a execução da presente dissertação, porém na certeza que lhes servirá como um exemplo de orientação no futuro.

RESUMO

Nos últimos tempos, principalmente no último decênio, estamos experimentando uma acelerada transformação em diversos parâmetros da vida em sociedade, situando-se no âmbito econômico em destes segmentos mais sensíveis a tais modificações. Para a adaptação ao novo cenário econômico mundial, em que passamos a conviver com uma economia globalizada, o Estado brasileiro necessita reestruturar-se, passando tal tarefa, principalmente pela criação de condições favoráveis ao desenvolvimento e inserção de suas empresas neste novo cenário que exige empresas cada vez mais competitivas. Para que se possa tornar competitivas, devem modernizar-se, e, para tal, necessitam financiar seus projetos dentro de parâmetros de custo e condições viáveis. Como as opções tradicionais de captação junto ao sistema bancário tornaram-se proibitivas e o Estado não pode mais subsidiar tais projetos como outrora, o mercado de capitais tem-se mostrado uma alternativa viável para o financiamento das empresas, que, desta forma, podem captar os recursos de que necessitam, através da participação dos investidores, dividindo com estes os riscos empresariais. Todavia, um mercado de capitais forte pressupõe condições favoráveis para que se possa tornar potencialmente atraente aos investidores. Além das variantes econômicas, o mercado será atraente quando transmitir segurança aos investidores. A presente dissertação propõe-se a analisar se o atual estágio do ordenamento jurídico pátrio, tendo em vista as alterações legislativas introduzidas pela Lei n. 10.303/2001, e se as práticas de gestão que vem sendo utilizadas no Brasil encontra-se em consonância com os parâmetros exigidos pelos investidores, garantindo as condições necessárias para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Palavras chave: mercado de capitais; dever de informar; *insider trading*; proteção aos investidores; governança corporativa; Novo Mercado.

RÉSUMÉ

Ces derniers temps, et plus spécialement au cours de ces dix dernières années, notre société a connu une transformation accélérée de certains de ses paramètres, transformation dont l'influence a été plus marquée dans le milieu économique, lequel s'est montré sensible à ces modifications. Pour pouvoir s'adapter au nouveau scénario économique mondial, dans lequel l'évolution a lieu au sein d'une économie globalisée, le Brésil en tant qu'État doit se restructurer en passant principalement par la création de conditions favorables au développement et à l'adaptation de ses entreprises à ce nouveau scénario, lequel est chaque fois plus exigeant en terme de compétitivité. Afin de devenir compétitives ces entreprises doivent se moderniser et pour cela elles ont besoin de trouver, pour la réalisation de leurs projets, un financement qui leur offre des conditions de coût viables. Comme les options de captations de recours traditionnelles jointes au système bancaire sont chaque fois plus prohibitives et que l'État ne peut plus, comme autrefois, appuyer par des subsides tous ces projets, le marché des capitaux se présente comme une alternative viable au financement des entreprises qui, de cette manière, ont la possibilité de capter les recours financiers dont elles ont besoin par le biais de la participation des investisseurs, partageant ainsi avec eux les risques liés à l'entreprise. Cependant, un marché de capitaux fort suppose des conditions favorables afin qu'il puisse devenir potentiellement attractif pour les investisseurs. Au-delà des variables économiques, le marché sera attractif lorsqu'il offrira aux investisseurs une certaine sécurité.

Cette dissertation a pour but d'analyser si l'actuel état d'ordonnement juridique du pays, tout en tenant compte des altérations législatives introduites par la Loi N° 10.303/2001 ainsi que des pratiques de gestion exercées actuellement au Brésil, correspond aux données exigées par les investisseurs, garantissant ainsi les conditions nécessaires liées au développement du marché des capitaux au Brésil.

Mots clés: Marché des capitaux; devoir d'information; *insider trading*;

Protection des investisseurs; Gouvernance corporative; Nouveau Marché.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

I - O DEVER DE INFORMAR E O REGIME JURÍDICO DO USO DAS INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS.....	16
1.1 O dever de informação no Direito brasileiro	16
1.1.1 Na Lei 6404/76	22
1.2 A repressão ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais (<i>insider trading</i>)	29
1.2.1 A origem do <i>insider trading</i>	33
1.2.2 Caracterização do <i>insider trading</i>	38
1.2.3 A regulamentação do <i>insider trading</i> na legislação ordinária brasileira	44
1.2.4 A regulamentação do <i>insider trading</i> pela Comissão de Valores Mobiliários	48
II - AS INOVAÇÕES NOS ASPECTOS LEGAIS E ADMINISTRATIVOS E A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	55
2.1 As alterações introduzidas na Lei n. 6.404/76 através da Lei n. 10.303/01 e a proteção dos minoritários	55
2.1.1 O direito de recesso e a ampliação de sua utilização como proteção dos minoritários	57
2.1.2 O <i>tag along</i> dos minoritários na hipótese de alienação do controle	62
2.1.3 A participação dos acionistas minoritários e preferencialistas na composição do Conselho de Administração.....	67
2.1.4 O acesso dos minoritários ao Conselho Fiscal	73

	8
2.1.5 A arbitragem como forma de composição de conflitos entre controladores e minoritários	78
2.2 A nova estrutura normativa do mercado de valores mobiliários na Lei n. 6385/76 introduzido pela Lei n. 10.303/01	83
2.2.1 A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários e a sua natureza de autarquia especial	88
2.2.2 A ampliação do conceito de valor mobiliário	92
2.2.3 A previsão de novos tipos penais praticados contra o mercado de capitais	98
2.2.3.1 O crime de manipulação do mercado.....	100
2.2.3.2 O crime de uso indevido de informação privilegiada.....	105
III - A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	110
3.1 Fundamentos e reflexos jurídicos da governança corporativa	111
3.2 O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa.....	131
CONCLUSÃO	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	145

INTRODUÇÃO

Nos últimos tempos, estamos convivendo em um mundo em acelerada transformação em diversos parâmetros da vida em sociedade. Situa-se, entretanto, no âmbito econômico, com os respectivos reflexos no meio jurídico, a preocupação central da presente dissertação.

Nestes novos tempos, quando se fala cada vez mais em globalização da economia, devemos pressupor um mercado cada vez mais exigente, em que a eficiência e competitividade empresarial mostram-se uma realidade.

Para fazer face a tais exigências, os Estados necessitam modernizar as suas economias, dificuldade que assume contornos ainda mais preocupantes se imaginarmos os países em via de desenvolvimento, como o nosso, com imensas dificuldades de gerarem uma poupança interna, e cada vez mais dependentes de recursos externos, para financiarem seus *deficits* e projetos de desenvolvimento.

O crescimento econômico de um Estado passa necessariamente pelo desenvolvimento de suas empresas, que, para tanto, necessitam de linhas de financiamento de longo prazo, possibilitando-as tornarem-se competitivas, e, com isso, alcançando novos mercados, tanto a nível interno como internacional.

Durante um período não tão distante da História brasileira, grande parte de nossas empresas financiava os seus investimentos, maciçamente através das instituições bancárias, com expressivos subsídios do Estado. Tal

realidade não se tem mostrado mais viável, seja pela constatação de um *deficit* público cada vez maior, o que impede o mesmo de prosseguir nesta política, seja em função do controle da inflação em níveis bem inferiores àqueles anteriormente verificados, o que dificulta o repasse dos custos aos consumidores, sobretudo àqueles exigidos pelas instituições bancárias, quando financiam os investimentos empresariais.

Em função do panorama existente, o financiamento dos projetos de investimentos empresariais através do mercado de capitais tem-se mostrado o mais apropriado e o mais utilizado por qualquer economia moderna.

O financiamento das empresas através do mercado de capitais gera para estas uma série de vantagens, podendo-se arrolar no mínimo três: a) a não necessidade de recorrer-se aos bancos, diminuindo o processo de endividamento; b) o ingresso de numerário ocorre através de participação(capital), não através de um débito a ser reembolsado, possibilitando uma maior tranquilidade no controle de caixa, tornando mais viável o retorno do investimento; c) a ampliação do campo de captação, uma vez que, estando a empresa adequada às exigências, poderá captar também os seus recursos no mercado externo, como já tem feito algumas companhias brasileiras.

Todavia, para que tal alternativa seja viabilizada, a participação do Estado torna-se imprescindível, como regulador e definidor das bases de seu funcionamento, criando as condições para o desenvolvimento de um mercado de capitais eqüitativo e eficiente, a fim de capacitá-lo a importante tarefa de financiador do desenvolvimento econômico.

Como um importante fator a ser analisado quanto à participação do Estado, pode-se referir a criação de condições macro-econômicas favoráveis ao direcionamento do capital circulante nesse mercado. Cumpre destacar que um dos mecanismos de favorecimento destas condições corresponde ao controle da taxa de juros praticados no mesmo, visando o direcionamento do capital especulativo de curto prazo, para o investimento no mercado de

capitais, compreendido como um investimento produtivo, alocado de médio a longo prazo.

Porém a realidade brasileira, apresenta um contexto bastante diverso, se fazendo necessário avaliar o impacto das políticas monetárias sobre os diversos fatores de crescimento econômico. Um desses fatores, cuja importância e reflexos influenciam não apenas o mercado de capitais, corresponde à taxa de juros fixada pelo Banco Central do Brasil. Sabidamente, os índices elevados desta taxa são criticados pelos efeitos contraproducentes que trazem aos níveis de emprego e de investimento em nossa economia. Somado aos índices de *superavit* primário, hoje em 4,25%, e da taxa de juros, de 15,25 % - todos esses têm dificultado os avanços desenvolvimentistas pelo recrudescimento dos níveis de ociosidade na economia.

De acordo com os estudos econômicos, a taxa de juros é utilizada como medida de contenção de fluxos inflacionários. Apesar disso, economistas como Keynes, bem como os seus continuadores teóricos – Paul Davidson, Hyman Minsky, Phillip Arestis e Randall Wray –, não recomendam o seu uso para a medida de controle da inflação. Diversamente da corrente conservadora, identificam os referidos estudiosos que a taxa de juros possui impactos generalizados e não é capaz, por si só de conter a inflação sem prejudicar a economia.¹

Resumidamente, a idéia dos teóricos keynesianos é de que o aumento dos juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas. Esta elevação, portanto, dificultaria a passagem de um aumento de custos aos

¹ Segundo João Sicsú, o uso da taxa de juros como vetor principal da política monetária não é novidade em Economia. Esta possibilidade já havia sido elaborada por K. Wicksell (1851-1926). Para este economista, o problema do valor da moeda deveria ser considerado como o problema fundamental da economia monetária e, então, seria resolvido por um manejo apropriado da taxa de juros. Esta seria elevada quando houvesse inflação e reduzida quando ocorresse queda de preços. SICSÚ, João; OLIVEIRA, Sidney de Castro. Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luiz; PAULA, Luiz Fernando de. (org.) *Agenda Brasil: políticas para o desenvolvimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole; Fundação Konrad Adenauer, 2003, p. 30.

preços (o sintoma), sem resolver o problema da elevação de custos (a causa).² Contudo, deve-se ter em mente que a elevação dos juros, de fato, diminui a pressão inflacionária; todavia, o faz por meio do resfriamento de toda a economia, aumentando o desemprego. Com menos empregos, dificulta-se a passagem de custos aos preços e, dessa forma, quebra-se uma tendência inflacionária mais aguda. Segundo Sicsú, a passagem de uma elevação de custos aos preços é dificultada, porque as empresas, que já não conseguem vender aos preços correntes, têm maior dificuldade de vender a preços reajustados.³

Outro ponto interessante é observar o quanto a política de juros altos vem, indevidamente, a substituir uma política de controle de capitais. De acordo com João Sicsú, se o Banco Central do Brasil estivesse dotado de mecanismos de controle do movimento de capitais não precisaria utilizar a taxa de juros pra reduzir a sua volatilidade, conferindo, desse modo, assim mais autonomia à política monetária. Segundo este autor, ao existir um controle de capitais razoável, haveria mais espaço à exportação e à substituição de importações – que podem ser consideradas políticas com efeitos de longo prazo.⁴

Ao analisarmos os resultados da política de juros sobre os níveis de crescimento do Brasil, observamos que as conseqüências não têm sido compensadoras. Nossa economia tem crescido a taxas diminutas, sobrevivendo a diversas crises cambiais.⁵ Estas crises tornam-se mais intensas pela natureza do investimento no mercado de capitais brasileiro. Nosso país não conta com um *portfolio* de investidores de médio e longo prazo, favorecendo a entrada maciça do capital especulativo. Este investidor, sabidamente, é atraído pelas altas taxas de juro – utilizadas para conter a

² Ressalte-se que, na visão keynesiana, existem várias causas para a inflação, isto é, existem vários tipos de inflação e para cada tipo deve ser utilizado um instrumento antiinflacionário distinto.

³ SICSÚ, OLIVEIRA, 2003, op. cit., p. 31.

⁴ SICSÚ, OLIVEIRA, 2003, op. cit., p. 56.

⁵ Em oito anos (de 1995 a 2002), o Brasil foi atingido por seis crises cambiais e sempre utilizou a taxa de juros com o objetivo de evitá-las. Contudo, não foi bem-sucedido em nenhuma dessas vezes. Sempre o país perdeu reservas de uma forma drástica e/ou teve de enfrentar uma considerável desvalorização da moeda nacional.

inflação e para substituir um sistema de controle de fluxo de capitais mais efetivo.

No intuito de desenvolver nosso mercado acionário, a fim de propiciar o acesso a pequenos investidores, além da atração de investidores de capital produtivo e mais investidores institucionais, será necessário um amplo programa de reestruturação da política econômica. Se agora ela é pautada por um regime ortodoxo-liberal e conservador, precisaria desenvolver caminhos mais duradouros, a partir de uma perspectiva menos imediatista e mais engajada com o desenvolvimento.

Atualmente, os percentuais de queda na taxa de juros são determinados pelos capitais financeiros de curto prazo. Abaixo de certo patamar, esses capitais iniciam um processo de saída com riscos de desvalorização da moeda nacional e inflação. Desta maneira, enquanto não houver uma reformulação da estratégia de investimentos, o mercado acionário brasileiro continuará condicionado ao interesse do capital de curto prazo que, a despeito de garantir a sua liquidez, não dá sustentabilidade ao desenvolvimento.

Além desta adequação da política econômica voltada à atração de investimentos de médio e longo prazo, deve o Estado dispor ao mercado de um regramento jurídico minudente, a ponto de transmitir a segurança necessária aos agentes nele envolvidos, garantindo aos participantes as mesmas oportunidades de gerar riquezas. A segurança significa ao investidor a certeza de que o mercado será regulado por regras claras e aplicáveis a todos que nele atuam, funcionando livre de práticas fraudulentas.

Uma vez contextualizado desta forma, a presente dissertação tem por objetivo analisar, afastadas as condições macro econômicas, se o atual estágio do ordenamento jurídico pátrio, tendo em vista as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001, nas Leis n. 6.404/1976 (Sociedade Anônima) e n. 6.385/1976 (Mercado de Capitais) e se as práticas de gestão que vem sendo utilizadas no Brasil, encontram-se em consonância com os parâmetros exigidos

pelo mercado investidor, garantindo as condições necessárias para o desenvolvimento de tal mercado.

Isso significa observar, em um primeiro momento, as regras referentes ao dever de informar e as conseqüências do princípio do *full disclosure*. Além do próprio dever de informar, será analisado o uso indevido de informações privilegiadas, prática denominada *insider trading*.

Em um segundo momento, tendo em vista que as alterações legislativas introduzidas pela Lei n. 10.303/2001 foram influenciadas por um nítido desejo de proteção ao acionista minoritário, a fim de incentivá-lo a investir no mercado acionário, nesta etapa será feita uma análise pontual das inovações em alguns institutos, introduzidos na Lei n. 6.404/1976, representativos de tal proteção.

Foram escolhidos o Direito de Retirada, também conhecido por Direito de Recesso; o *tag along* dos minoritários na hipótese de alienação do controle; a participação dos acionistas minoritários e preferencialistas na composição do Conselho de Administração; o acesso dos minoritários no Conselho Fiscal e a arbitragem como forma de composição de conflitos entre controladores e minoritários.

Com relação às alterações introduzidas na Lei n. 6.385/1976, que estabeleceu uma nova estrutura normativa do mercado de valores mobiliários, decidiu-se pela análise daquelas que se entendeu mais expressivas, tais como: a nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários e a sua natureza de autarquia especial; a ampliação do conceito de valor mobiliário e a previsão de novos tipos penais praticados contra o mercado de capitais, especificamente, os crimes de manipulação do mercado e o crime de uso indevido de informação privilegiada.

Posteriormente, serão analisadas as principais inovações desenvolvidas no aspecto da gestão das companhias no Brasil, precipuamente as práticas preconizadas pela intitulada governança corporativa, momento que

se analisarão seus fundamentos e reflexos jurídicos, bem como a influência da mesma como propulsores do lançamento do Novo Mercado da BOVESPA, que preconiza a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

I - O DEVER DE INFORMAR E O REGIME JURÍDICO DO USO DAS INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITALS

O presente capítulo visa abordar os fundamentos legais e doutrinários do dever de informar, tanto com relação à análise da Lei n. 6404/76, com as alterações introduzidas através da Lei n. 10.303/2001, bem como abordar o trato legal referente a repressão ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, conhecida pela expressão *insider trading*, para tanto analisando, a origem, a caracterização, e sua regulamentação pela legislação ordinária, como também, pela Comissão de Valores Mobiliários.

1.1 O dever de informação no Direito brasileiro

Neste item, serão abordados a gênese, o desenvolvimento e a regulação deste dever, conjugando-o com as disposições legais de diversos diplomas jurídicos nacionais, bem como as contribuições da doutrina estrangeira. Deve-se ter em mente que o dever de informar subsidia diversos campos do Direito, direcionando o pesquisador ao estudo de mais de um diploma normativo. Aqui, o foco desta pesquisa é analisar a informação no âmbito do Direito Empresarial, precisamente, na área do mercado de capitais.

Um dos aspectos mais importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais corresponde à disponibilidade das informações, tanto sobre os agentes econômicos quanto dos produtos, ou serviços por eles disponibilizados. Para que o Estado possa dar concretude às suas disposições fundamentais, ou seja, promover o desenvolvimento, criou – para fins de coleta de informações – a Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, conforme Decreto-lei 161, de 1967. Conforme dispõe o texto do referido diploma, a Fundação tem por objetivo “[...] assegurar informações e estudos de natureza estatística, geográfica, cartográfica e demográfica necessários ao conhecimento da realidade física, econômica e social do País, visando especialmente ao planejamento econômico e social e à segurança nacional.”

De acordo com Isaac Galdino, em dissertação apresentada à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, a regulamentação das informações – através do Decreto 73.177/73 – trouxe uma maior ênfase ao dever de informar. Desta forma, nos termos do artigo 1º do referido decreto, “[...] Toda pessoa natural ou jurídica, de Direito Público ou Privado que esteja sob a jurisdição da lei brasileira, é *obrigada a prestar as informações solicitadas pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a execução do Plano Geral de Informações Estatísticas e Geográficas.*”⁶ (grifo nosso)

Além deste dever cívico de prestar informações, as disposições relativas à sua necessidade constam de outros ramos do Direito. No Direito Tributário, por exemplo, o dever de informação existe em três níveis diferentes, a saber: federal, estadual, municipal. No primeiro nível, federal, as informações a serem prestadas são uniformes, possuindo periodicidade anual, trimestral ou mensal, como, por exemplo, a entrega da DIPI (Declaração de Apuração do Imposto sobre Produtos Industrializados); DIRPJ (Declaração de Imposto de Renda Pessoa Jurídica); DCTF (Declaração de Contribuições e Tributos Federais); DIRF (Declaração de Imposto de Renda na Fonte); Listagem de Operações e Prestações Interestaduais.

⁶ ANDRADE, Isaac Galdino. *O dever de informar e o direito à informação nas sociedades mercantís*. Dissertação PUC/SP, 1998. p. 8.

Em nível estadual e municipal, as informações a serem prestadas estão previstas em inúmeros regulamentos expedidos por cada ente da Federação. No ramo do Direito do Trabalho, deve-se apresentar, mensalmente, o CAGED (Cadastro Geral de Empregados Admitidos e Demitidos) e, anualmente, a RAIS (Relação Anual de Informações Sociais), indicadores que permitirão ao Estado analisar o volume da mão-de-obra ativa com carteira assinada.

No campo do Direito do Consumidor, Lei 8.078/90, o dever de informar, nos termos do artigo 8º e seu parágrafo único, é imposto a fornecedores e fabricantes de produtos e serviços. O fabricante, em especial, fica obrigado a inserir em seus rótulos, bulas e embalagens, dados claros e precisos sobre quantidade, composição, contra-indicações, e outros itens.

No campo do Direito Empresarial, o dever de informar possui duas matizes: ou ele é direto, quando a informação a ser prestada parte do administrador em direção ao acionista; ou é indireto, quando a informação parte do administrador para o mercado.

No contexto do mercado de capitais, a doutrina estrangeira, em especial a espanhola, compreende que a necessidade de prestar informações é explicada em função de uma analogia do investidor à figura do consumidor. Precisamente, segundo Fernando Garach:

Adviértase que, para argumentar desde um punto de vista jurídico los anteriores razonamientos, bastará com recordar la indudable *condición de 'consumidor' o 'usuario' del investor en activos financieros*; y bastará con recordar, igualmente, que la protección del inversor en esta consideración es uno de los principios rectores de cualquier sistema jurídico actual.⁷

⁷ GARACH, Fernando Valenzuela. *La información en la sociedad anónima y el mercado del valores*. Madrid: Civitas, 1993. p. 27.

A doutrina portuguesa também menciona a possibilidade de ser fundada a proteção ao investidor em uma analogia à figura do consumidor. Entretanto, não é todo o tipo de investidor que pode ser considerado *consumidor* a ponto de usufruir dos regramentos protetivos do Direito português. Segundo Sofia Nascimento Rodrigues, a equiparação dos conceitos não é isenta de dificuldades. Inicialmente, a atividade de *investir* é, intrinsecamente, diversa da prática do consumo.⁸ Contudo, se analisada sob o ponto de vista jurídico, a situação vulnerável do consumidor assemelha-se ao do pequeno investidor, permitindo-lhe concluir que a própria proteção ao investidor seria uma aplicação setorial do princípio de proteção aos consumidores.

Neste sentido, a autora afasta as possíveis incompatibilidades entre as figuras, argumentando que:

“[...] num sector do mercado como é o de valores mobiliários, o princípio da protecção dos investidores tem cabimento enquanto expressão da necessidade do Estado proteger quem adquire bens – em concreto, valores mobiliários – em condições assimétricas ou mesmo de inferioridade, *designadamente informativa* [...] à Lei de Defesa do Consumidor, interessa proteger o adquirente de bens e serviços sem atender necessariamente ao modo pelo qual este os adquire ou utiliza. A lei portuguesa considera consumidor todo aquele a quem sejam fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não-profissional, por pessoa que exerça, com carácter profissional, uma actividade económica que vise obtenção de benefícios [...] Não exclui, pois, bens e serviços financeiros.”⁹ (grifos nossos).

⁸ Nos seus próprios termos: “investidor e consumidor designariam duas categorias subjetivas diversas e, mais do que isso, opostas: uma, destinada a representar acto de consumo, ou seja, a destruição do valor criado; a outra, orientada a traduzir a conservação desse valor, colocando-o a render porque não fora consumido.” Deve-se salientar que, em se tratando de investidores institucionais, como os citados pelo artigo 30 do Código de Valores Mobiliários português, estes são excluídos de qualquer analogia com a figura do consumidor, não usufruindo deste sistema protetivo. Além disso, a contraposição das duas figuras – investidor/consumidor – permite, aos olhos da autora, a aplicação de regras do Direito do Consumidor às relações jurídicas dos investidores. RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Porto: Almedina, 2000. p. 30.

⁹ RODRIGUES, 2001, op. cit., p. 31.

Primordialmente, esta proteção será assegurada por meio da manutenção de deveres de informação, exigíveis dos controladores da sociedade em relação aos acionistas e ao mercado.

O referido dever, conforme se observa pelo estudos promovidos por Cláudia Lima Marques, é fundado no princípio da boa-fé objetiva. Neste sentido, a autora explica que a boa-fé objetiva corresponde a:

[...] uma atuação 'refletida', uma atuação refletindo, pensando no outro, no parceiro contratual, respeitando-o, respeitando seus interesses legítimos, suas expectativas razoáveis, seus direitos, agindo com lealdade, sem abuso, sem obstrução, informando-o, aconselhando-o, cuidando, sem causar lesão ou desvantagem excessiva, cooperando para atingir o bom fim das obrigações: o cumprimento do objetivo contratual e a realização dos interesses das partes.¹⁰

Como “salvaguardas das injunções do jogo do poder negocial”¹¹, a boa-fé pode ser compreendida como o ponto de apoio, dentro do Direito Privado, dos deveres de informar constantes dos artigos 155 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas.

De acordo com Pierre Catala, citado por Cristoph Fabian, a informação é “[...] bem suscetível à apropriação. [...] uma expressão; uma formulação destinada a tornar uma mensagem comunicável.”¹² Desta forma, a assimetria

¹⁰ FABIAN, Cristoph. *O dever de informar no Direito Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. prefácio, p. 11. Cabe mencionar as importantes lições de Clóvis do Couto e Silva: “... o dever que promana da concreção do princípio da boa-fé é dever de consideração para com o 'alter'”. COUTO E SILVA, Clóvis. *A obrigação como processo*. São Paulo: José Bushatsky, 1976. p. 29.

¹¹ BULGARELLI, Waldírio. *Questões contratuais no CDC*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1998. p. 99. prefácio, p. 12.

¹² CATALA, Pierre. Ébauche d'une théorie juridique de l'information. *Recueil Dalloz*, 1984, Chronique, p. 97-98 *apud* FABIAN, 2002, op. cit., p. 40. Fabian também menciona outro conceito para a informação, extraído de Alcides Tomasetti. Para este último, a informação corresponde à “[...] conformação aplicada a um certo dado, o qual, por causa dessa conformação, torna-se passível de ser conhecido e, por consequência, comunicável. Assim sendo, informação é palavra que refere tanto o processo de formulação e transmissão de dados cognoscíveis como também estes últimos, na exata medida em que estão no conteúdo e

de informações entre os participantes da relação jurídica força a transmissão de dados entre eles. Segundo Fabian, é justamente este desequilíbrio no mercado de consumo que determina o dever de informar.

Neste sentido e, no contexto do mercado de capitais, quanto mais desequilibrada for a relação jurídica, ou seja, quanto menos o acionista puder, tecnicamente, avaliar as informações que lhe são fornecidas, mais forte será o dever do administrador de esclarecer os dados repassados.¹³

De igual maneira, a doutrina de Nelson Laks Eizirik aponta que, no mercado financeiro, o postulado básico da regulação é proteger o investidor pelo fornecimento de todas as informações relevantes a respeito das companhias. De acordo com o mesmo autor, as informações financeiras sobre as companhias abertas devem ser fidedignas e comprováveis, refletindo, portanto, a sua real situação financeira.¹⁴

O princípio do *disclosure* – aplicado no âmbito da regulação das sociedades abertas apresenta, neste sentido, o mesmo propósito do princípio da boa-fé objetiva no âmbito das relações contratuais, ou seja, assegurar oportunidades iguais na negociação, pela viabilização de acesso às informações relevantes.

na resultante daquele processo.” TOMASETTI, Alcides. O objetivo de transparência e o regime jurídico dos deveres e riscos de informação nas declarações negociais para consumo. *Revista do Direito do Consumidor*, v. 4, p. 52-54, 1992.

¹³De igual maneira, Judith Martins-Costa considera que os deveres de informação têm, na cláusula geral de boa-fé, o seu fundamento. Segundo ela, “não é possível nem tipificar, exaustivamente, o conteúdo destes deveres, nem determinar, abstrata e aprioristicamente, nem a situação em que os mesmos se revelam, nem a medida de sua intensidade, que variará, por exemplo, quer se trate de uma relação em que as partes são fundamentalmente desiguais, quer se trate de uma relação substancialmente paritária.[...] a sua existência [dos deveres de informação] se atrela à incidência dos mencionados princípios e *standards*, em outras palavras, de exigências do tráfego jurídico-social viabilizadas pela boa-fé objetiva.” MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. p. 395.

¹⁴EIZIRIK, Nelson Laks. Auditor independente – sigilo profissional. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. n. 112, v. 36, p. 137, out./dez. 1998.

1.1.1 Na Lei n. 6404/76

No âmbito da Lei das Sociedades Anônimas, o dever de informar foi previsto expressamente em seu artigo 155 e seguintes. Deve-se ter em mente que, já na década de 40, o Decreto-lei 2.627 continha disposições referentes ao dever de diligência, no entanto, sem o mesmo vigor da legislação atual. O tópico da informação foi novamente reforçado com a promulgação da Lei 10.303/01.

Conforme expõe a nota explicativa da Instrução Normativa da CVM n. 31/84, a política de divulgação de informações da lei societária e da Lei 6.385/76 compreendem o fornecimento de informações periódicas e eventuais, a fim de propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada em uma ampla gama de informações. Uma vez que o sistema de informações seja efetivo, garante-se o investidor contra pessoas que se possam utilizar de informações ainda não-disseminadas ao público, promovendo-se, desta maneira, a confiabilidade dos investidores no mercado.

De acordo com a exposição de motivos da Lei 6.385/76, o dever de informar impõe-se pela necessidade de proteção à economia popular e aos investidores. Nos termos da referida disposição, “[...] toda a companhia que faz apelo, por mínimo que seja, à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada e que *exigem disciplina própria para a proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.*” (grifos nossos)

Salienta-se que, de acordo com Renata Orphão, a finalidade precípua da legislação não é regular de forma exaustiva a divulgação de informações, mas sim determinar quais as informações mínimas obrigatórias devem ser fornecidas e quais as diretrizes que devem ser seguidas. Segundo a autora:

[...] tendo como pressuposto que o mercado paga um prêmio às companhias que adotam uma boa e justa política de divulgação de informações, serão as companhias as maiores interessadas em atingir um nível ideal de divulgação de informações capazes de atrair e manter seus investidores, diminuindo, inclusive, o custo de captação de capital.¹⁵

Um dos primeiros pontos que ensejam a necessidade de prestar informações ao mercado corresponde ao registro da companhia aberta junto a CVM, para que possa oferecer seus títulos no mercado acionário. De acordo com a Instrução n. 202, de 06.12.1993, da CVM, as companhias devem fornecer uma série de documentos à autarquia e, além disso, manter uma base permanente de dados atualizados sobre suas atividades e desempenho (demonstrações financeiras, informações anuais e trimestrais, convocações e atas de assembleias e de reuniões do Conselho de Administração e fatos relevantes).

Flávia Parente ressalva que as informações aos acionistas de companhias abertas e investidores devem ser prestadas de maneira continuada, pois o direito à informação que os acionistas possuem, é

¹⁵ ORPHÃO, Renata Santiago. *Direito e transparência na divulgação de informações: a regulação brasileira versus a americana*. São Paulo: IBMEC, 2003. p. 85. A necessidade de prestar informações ao mercado e a regulamentação de que fatores deviam ser divulgados têm, na jurisprudência e doutrina norte-americanas, seu maior arcabouço. Desde a criação da Securities and Exchange Commission, em 1934, já se consagrava o princípio de que informações relevantes acerca de fatos ocorridos no âmbito das companhias devem ser transmitidas ao mercado. Contudo, somente em 1976, no julgamento do caso TSC Industries, Inc v. Northway Inc, que a SEC definiu o conceito de “informações relevantes” (material information). Neste caso, a materialidade fora determinada a partir da avaliação conferida pelo investidor comum. Se este considerasse determinado fato relevante para negociar as suas ações, estar-se-ia diante de um fato relevante e, portanto, caberia ao administrador divulgá-lo. Em desenvolvimento deste precedente, em outubro de 2000, a SEC editou a Regulation FD (Reg FD), proibindo a divulgação seletiva de informações para determinados analistas de mercado ou investidores institucionais. Em resposta aos escândalos corporativos de 2002, editou-se o Sarbanes-Oxley Act (SarbOx), aumentando sensivelmente as obrigações concernentes à governança corporativa das companhias, incluindo critérios mais rígidos de divulgação de informações e maior responsabilidade dos executivos pela sua acuidade.

inderrogável e irrenunciável. Os acionistas, portanto, não podem ser privados, seja por disposição estatutária ou deliberação de assembleia.¹⁶

Trata-se, desta forma, de direito inerente à própria condição de sócio de uma sociedade anônima – é um direito subjetivo do acionista que, ao ser desrespeitado, ensejará a reparação judicial.¹⁷ É importante mencionar que a Lei das Sociedades Anônimas, em diversas passagens, cuidou de reforçar a importância da informação aos acionistas. Neste sentido, prescreveu, por exemplo, que os acordos entre os acionistas devem ser arquivados na sede da companhia (artigo 118); que as assembleias gerais fossem convocadas com a indicação da ordem do dia (artigo 124), bem como fosse disponibilizada uma série de documentos antes da realização da assembleia geral ordinária (artigo 133).

Verifica-se que o direito à informação corresponderá não apenas ao direito de obtê-las como também e, em conformidade com o estatuto e com a lei, consultar e inspecionar livros e documentos da companhia.¹⁸

¹⁶ PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 211.

¹⁷ Joaquim Garrigues entende que o direito subjetivo à informação, por parte do acionista, corresponde ao dever de informar por parte da sociedade, principalmente em face daquelas companhias que apelam à poupança popular, levando suas ações à bolsa. Em tal caso, os negócios da sociedade não interessam somente aos acionistas, mas também ao público em geral, bem como a todos os cidadãos que podem ser acionistas. Desta forma, conclui o autor que o direito individual converteu-se em um dever público. GARRIGUES, Joaquim. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1982. p. 150.

¹⁸ Flávia Parente ressalta que o “[...] direito à informação possui nítida feição instrumental, não tendo um fim em si mesmo, mas sendo um meio de permitir que o acionista exerça outros direitos que lhe são inerentes, tais como, votar, impugnar deliberações sociais e propor ações judiciais em face dos administradores e controladores da companhia. As informações, portanto, consistem no meio para o acompanhamento da vida da sociedade e da sua gestão.” PARENTE, 2005, op. cit.. A doutrina portuguesa de Carlos Maria Torres é harmônica com o entendimento apresentado. Segundo o autor, o direito à informação não possui apenas cunho fiscalizador, pois “[...] [a] referida natureza instrumental em relação ao exercício de outros direitos do sócio, como, por exemplo, o direito de voto, afasta qualquer identidade entre os dois conceitos [informação e fiscalização]. Neste sentido, conclui igualmente Raúl Ventura que acentua uma outra importante diferença entre a informação recebida pelo sócio, ainda que permita uma função fiscalizadora, e a informação com vistas à fiscalização recebida pelo órgão fiscalizador: é que o órgão de fiscalização não pode limitar-se ao puro conhecimento dos factos; os factos conhecidos são valorados em função dos factos devidos. A fiscalização pode seguir-se um poder de actuação ou um dever de comunicação; um e outro ligam-se à natureza valorativa da fiscalização, pois o conhecimento de não ter sido feito aquilo que deveria ser feito não satisfaz, por si só, nenhum interesse, mas excedem o núcleo conceitual de fiscalização. Parece certo que o sócio detentor da informação não tem o dever de a valorar e de agir em consonância, ao contrário do que sucede com o órgão de fiscalização. [...] Não se identificam,

No que diz respeito à sua regulamentação, o artigo 155 da Lei 6.404/76 veda, por exemplo, que o administrador utilize, em benefício próprio ou de terceiros, as oportunidades comerciais que tenha conhecimento em razão do exercício do seu cargo, mesmo que não haja nenhum prejuízo à companhia. Conforme observa Renata Orphão, neste caso, o que importa não é a existência do prejuízo, mas sim a quebra do dever de lealdade propriamente dito. Além disso, o parágrafo primeiro do citado artigo prevê que “cumpre, ademais, ao administrador da 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.”

Observa-se que as regras visam a impedir que o administrador coloque os seus interesses pessoais frente à companhia, violando a devida lealdade. Ainda neste sentido, o artigo 156 veda ao administrador intervir em qualquer operação social na qual tenha interesse conflitante com o da companhia.

No que se refere ao artigo 157, há duas vertentes a serem observadas sobre o dever de informar: a) a primeira refere-se às informações que devem ser prestadas aos acionistas da sociedade, ou seja, o dever de declaração no termo de posse (art. 157, *caput*) e no dever de revelação à assembléia geral ordinária por parte do administrador da companhia aberta das disposições previstas nas alíneas a-e. (art. 157 §§ 1º); b) a segunda vertente consiste no dever de comunicação e de divulgação de qualquer deliberação da assembléia ou de órgão da administração, ou fato relevante ocorrido em seus negócios que possam influir de modo ponderável na decisão de compra e venda de ações, emitidas pela companhia, por parte dos investidores. (art. 157 § 4º).

pois, os dois conceitos: nem toda a informação ao sócio serve à função de fiscalizar a sociedade, e nem toda a fiscalização da sociedade se esgota no tipo de fiscalização exercida através da informação ao sócio.” TORRES, Carlos Maria Pinheiro. *O direito à informação nas sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 1998. p. 25-26.

A Lei das Sociedades Anônimas, ao reiterar o dever de informação do administrador da companhia, passou a vigorar a partir de 2001 com o acréscimo do parágrafo ao artigo 157. O referido parágrafo determina 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 organizados nas quais os valores mobiliários de emissão são admitidos à negociação, *as modificações em suas posições acionárias na companhia.*” (grifos nossos)

Deve ser mencionado que, embora tenha sido inspirada na regra do art. 16 (a) do *Securities Exchange Act*, o dispositivo do artigo 157 § 1º não tinha a mesma eficácia da *Section 16* norte-americana. Com efeito, tal dispositivo era bastante criticado pela doutrina, pois refletia uma posição estática da carteira de valores mobiliários detida pelos administradores. Até a edição da Lei 10.303/01, que acrescentou o § 6º ao artigo 157 já referido, a obrigação de revelar os valores mobiliários por parte dos administradores era aferível somente uma vez por ano, por ocasião da realização da assembléia geral ordinária. O acréscimo do § 6º ao artigo 157, entretanto, estabeleceu a obrigação de o administrador informar *imediatamente* as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou à entidade do mercado de balcão organizado, reforçando o combate às práticas desleais.

O reforço da obrigação de divulgar as informações relativas aos valores mobiliários detidos pelos administradores e as suas eventuais alterações visa a coibir a prática de *insider trading*, possibilitando à CVM ter maior controle sobre as operações realizadas pelos administradores.

O último aspecto do dever de informação a ser abordado constitui o dever de comunicação e divulgação de fatos relevantes, previsto expressamente na Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 157 § 4º. Tal artigo, segundo Nelson Eizirik, consagra o princípio do *full disclosure* ou da transparência das informações acerca das companhias que oferecem

publicamente seus títulos aos investidores, em bolsa de valores ou em entidades de mercado de balcão.¹⁹

De acordo com Eduardo Carmo, o *disclosure* “[...] assegura a todos os investidores oportunidades iguais na negociação, na medida em que possibilita a todos terem acesso às informações relevantes a respeito dos negócios sociais ao mesmo tempo, com igualdade de condições de avaliar, com conhecimento de causa, a oportunidade da realização de negócios com valores mobiliários de emissão das companhias abertas. Visou a norma, anular ou reduzir as vantagens dos *insiders* sobre os *outsiders* e o público em geral.”²⁰

No que se refere à divulgação de fatos relevantes, com efeito, esta divulgação deve ser oportuna, ou seja, deve ocorrer imediatamente após o momento em que “[...] tenha a administração da companhia os dados mínimos suficientes sobre a situação e tenha sobre ela formado o seu juízo”.²¹

Além disso, quando houver rumores sobre eventuais hipóteses que configurem fatos relevantes, devem os administradores, tão logo que possível, esclarecer o público a respeito das matérias. A bolsa de valores ou as

¹⁹ Previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei 6.385/76, tais como os artigos 4º, VI, 8º, III, 19, 20 e 22 § 1º, estas disposições delegam à CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando a sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas. Neste caso, pela disposição constante do artigo 2º da Instrução Normativa 358/02, a CVM, em termos exemplificativos, explicitou o que é considerado “fato relevante” para fins do cumprimento das disposições legais.

²⁰ CARMO, Eduardo Soares. *Relações jurídicas na administração da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1988. p. 137-138. O autor ainda expõe ainda que “é [o disclosure], ou dever de informar, o princípio da *æquitas*, posto em norma de conduta acionária, para afirmar a igualdade do direito de todos e quaisquer acionistas e de todos os investidores no mercado de ações. Todos têm direito às informações concernentes às deliberações sociais ou fatos relevantes capazes de alterar o valor de ações e delas usar, lucrando ou prevenindo perdas.”

²¹ Modesto Carvalhosa declara que, além de oportunas, as informações devem ser precisas e não podem ser prestadas de forma negligente; “[...] as informações e a sua publicação (art. 289), além de imediatas, devem ser precisas. As informações não podem ser falsas. Serão falsas (*mistatements*) quando, embora sejam literalmente verdadeiras, criam falsa impressão, porque mal formuladas. Tais informações são, evidentemente, fraudulentas, pois conduzem o público, os acionistas e as instituições do mercado a uma impressão errônea sobre os fatos revelados. As informações não podem ser negligentemente prestadas. Serão consideradas negligentes quando omissas, desconexas, lacunosas, demonstrando pouco cuidado na forma de comunicação ao público sobre a relevância do fato. É difícil distinguir a informação falsa da negligentemente formulada. Daí ser presumivelmente fraudulenta toda a informação dada pelos administradores que não refletir precisa e objetivamente os fatos que devem revelar.” CARVALHOSA, Modesto; LATOCARRA, Nilton *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 3. ed. rev. e atual, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 337, 339-340.

entidades de mercado de balcão podem, preventivamente, nessas situações, suspender a negociação dos valores mobiliários das companhias envolvidas enquanto não houver a confirmação ou a negação dos “boatos”. Deve-se salientar que a CVM não apresenta poderes para divulgar ela própria os referidos fatos, caso tenha deles conhecimento, motivo pelo qual a referida autarquia, em tais ocasiões, impõe a publicação de fato relevante em um determinado prazo de tempo e prevê a cominação de multa por dia de atraso no descumprimento. Ainda assim, será possível a instauração de inquéritos administrativos a fim de apurar possíveis infrações às normas legais e regulamentares aplicáveis.²²

Além do aspecto civil e administrativo, a Lei 10.303/01, ao modificar a Lei 6.385/76, acresceu o artigo 27-D e tipificou o crime de uso de informações não-divulgadas no mercado. De acordo com o referido dispositivo, restará configurada a prática do *insider trading* quando houver, na negociação de valores mobiliários, o uso indevido de *qualquer informação*, desde que sigilosa e relevante. Deve-se ter em mente que, nos termos do artigo 27-D, o crime de uso indevido de informação privilegiada somente poderá ser cometido por quem tenha a obrigação de guardar sigilo (administradores, acionista controlador, membros do Conselho Fiscal e pessoas que prestam serviços à companhia).²³ O referido tema, todavia, não será agora desenvolvido, mas sim em capítulo próprio em seqüência.

²² PARENTE, 2005, op. cit., p. 240.

²³ Diversamente do que estabelece a Instrução 358/02 no âmbito administrativo, pois o artigo 13, §§ 1º e 2º da instrução prescreve que podem ser punidos administrativamente pela prática de *insider trading* não apenas aqueles que têm acesso às informações privilegiadas em virtude de seu cargo ou função como também *qualquer* pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que a mesma é privilegiada e sigilosa. De acordo com José Marcelo Proença, a necessidade desta condição para tipificar o delito é “[...] sem dúvida, o grande pecado do legislador brasileiro, por restringir a autoria do delito sob comento aos administradores, acionistas controladores e membros dos conselhos fiscais e de companhias, além de profissionais obrigados a sigilo, como advogados, contadores, etc, que a ela prestem serviços. [...] 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.” PROENÇA. José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 315.

1.2 A repressão ao uso indevido de informação privilegiada e a manipulação do mercado de capitais (*insider trading*)

No mundo atual contaminado pelo consumismo e pelo bem viver, verifica-se uma incessante busca pelo produto com a última tecnologia do momento, a maior rentabilidade de seu investimento, o êxito profissional, que grande parte das vezes se reverte em ganhos patrimoniais, sempre tendo como objetivo uma boa condição de vida no presente e sobretudo a manutenção futura das mesmas condições vividas anteriormente, principalmente quando o homem passar a reduzir sensivelmente a sua capacidade produtiva. Todavia a busca de tal desiderato deve ser pautada pelo homem por critérios de honestidade, ética, boa-fé, justiça e outros valores humanísticos.

Os mesmos critérios devem ser seguidos no âmbito empresarial pelas pessoas responsáveis pela administração ou àquelas que as cerquem em função de diversas circunstâncias, principalmente quando esta empresa busca garantir o financiamento para o desenvolvimento de seus projetos, junto ao público investidor.

Ao destinarem as suas economias à subscrição de ações no mercado de capitais – já que este é o principal título negociado no mercado – o investidor está buscando uma maior rentabilidade do seu investimento, porém sabe estar optando por uma dentre as diversas alternativas de companhia que o mercado lhe oferece.

Um investidor minimamente informado deve analisar pessoalmente a empresa escolhida sobre diversos critérios tais como: balanço, endividamento, gráficos e outros dados, utilizando-se de seus conhecimentos ou de técnicos que o mercado pode oferecer.

Ninguém deveria duvidar, pois é corrente e usual, que aquele que busca o investimento em renda variável deve saber que, acompanhado da possibilidade de um ganho mais expressivo, existe um risco de abarcar um prejuízo de maior monta.

É importante que cada um busque as melhores informações que puder dispor antes do investimento, decidindo o que lhe convém, porém sem jamais esquecer que o uso da liberdade implica responsabilidade.

Desta maneira deve-se presumir que a pessoa que pretende comprar ou vender a sua participação em alguma companhia deve analisar o valor corrente das ações e as perspectivas de futuro, tendo em vista o seu objetivo em tal investimento, configurando-se um dever elementar de diligência.

Todavia, a companhia que busca uma alternativa viável e barata de financiamento através da emissão de seus títulos no mercado, principalmente ações e debêntures²⁴, ou garantir que os mesmos já emitidos tenham liquidez²⁵, necessita gerar ou manter uma imagem ou expectativa favorável no mercado, atraindo para si potenciais investidores.

²⁴ Nos termos do art. 2º da Lei 6.385/76, com a redação dada pela Lei 10.303/2001, são considerados valores mobiliários cuja distribuição pública e negociação é sujeita à fiscalização da CVM: 1) as ações, debêntures e bônus de subscrição; 2) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima referidos; 3) os certificados de depósito de valores mobiliários; 4) as cédulas de debêntures; 5) as cotas de fundo de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; 6) as notas comerciais; 7) os contratos futuros, de opções ou outros derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; 8) outros contratos derivativos, independentes dos ativos subjacentes e 9) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. EIZIRIK, Nelson Laks. Conceito de valor mobiliário na nova Lei das Sociedades Anônimas Lei 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 124, ano 40, p. 75, out./dez. 2001.

²⁵ Em Economia, a liquidez de um título é inferida das variações relativas de preços, de forma que os títulos que apresentarem maior variação de preços serão considerados como os de menor liquidez. TAVAREZ, Miguel Dirceu Fonseca. Características básicas do investimento em títulos. In: CASTRO, Hélio. *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 86-87. O conceito legal de liquidez está previsto no art. 137, II, a, da Lei n. 6.404/76, no que se refere à regulação do direito de recesso do acionista. De acordo com o referido dispositivo, considera-se liquidez, “[...] quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, *integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários*, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários.” (grifos nossos).

Uma das formas de alcançar tal objetivo, talvez a mais eficaz, a ser adotada pelas companhias de capital aberto, como já foi visto anteriormente, é a busca de um elevado grau de transparência, possibilitando ao mercado o acesso amplo a todas as informações que digam respeito à companhia e que possam influenciar o investidor no momento de sua decisão.

Tais informações, de conteúdo documental, ou outras, a serem divulgadas, devem abranger todas as decisões tomadas em assembleias gerais ordinárias ou extraordinárias, balanços, demonstrações financeiras, e/ou quaisquer atos ou fatos relevantes que possam afetar a cotação atual ou futura no mercado²⁶, quer tenham ocorrido durante o período, a ser analisado pelo investidor, quer possam trazer repercussão futura, possibilitando-lhe fazer uma radiografia econômica da empresa. Devem também ser disponibilizadas com a maior clareza e exatidão possíveis, para que o mesmo possa avaliar o momento atual que vem atravessando a companhia e suas perspectivas de futuro.²⁷

Esta política ampla de transparência, que pressupõe uma política de divulgação de informações sobre as empresas (que possibilite aos investidores avaliarem seus investimentos), deve seguir um outro princípio básico, segundo o qual as informações devem ser tornadas públicas de forma que tal publicidade possa alcançar a todos ao mesmo tempo, impedindo que qualquer pessoa que as detenha com antecedência possa utilizar-se das mesmas -

²⁶ De acordo com Alfredo Lamy Filho, no Brasil, a evolução do ordenamento em relação à obrigatoriedade de fornecer informações “[...] seguiu, de perto, o que se passava no direito continental europeu. Depois de longo período de mera disciplina de informação do acionista em 1968, com a Lei de Mercado de Capitais (n. 4.728/65) o Banco Central do Brasil, através da Instrução n. 88, de 30.1.68, instituiu um registro das companhias que desejassem ter seus títulos negociados em Bolsa de Valores, no qual se obrigavam a firmar o termo com o compromisso formal de revelarem prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembleia Geral com relação a dividendos ou direitos de subscrição ou outros elementos relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores.” LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das Sociedades Anônimas*. 2. ed., Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 383 *apud* FRANÇA, Alexandre Frederico Rodrigues. O insider trading como corolário do princípio – dever de lealdade na responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista da CVM*, n. 33, p. 43, jan. 2001.

²⁷ ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo. n. 9, ano 3, p. 79, jul./set., 2000.

pessoalmente ou através de terceiros - , buscando auferir vantagens econômicas em função do desconhecimento do grande público investidor.²⁸

Visto que o mercado de valores mobiliários é um espaço que gira em torno de ganhos econômicos, existe a possibilidade de que alguns investidores, detentores de informações não-divulgadas e capazes de provocar variações na bolsa, comprem ou vendam ações, diretamente ou por terceiros, obtendo com isso um expressivo ganho financeiro em prejuízo à eficiência do mercado.²⁹

Por conseqüência, a má utilização destas informações – intituladas privilegiadas – deve, por razões de ética, confiança, integridade e segurança do mercado, ser drasticamente reprimidas pelo Estado. Neste sentido, o uso indevido de tais informações é reprimido através da configuração de um delito intitulado pela expressão *insider trading*, que determinará a responsabilidade do infrator na indenização do investidor prejudicado. Entretanto, a sua configuração pressupõe a análise precípua de dois elementos que precisam ser definidos, a saber, quem pode ser o sujeito ativo da prática de tal delito e

²⁸ EIZIRIK, Nelson Laks. *Insider trading* e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 50, abr./jul., 1983. Segundo entendimento da doutrina, o ingresso do público investidor no mercado de capitais é determinado pelo nível de comprometimento dos investidores a mínimos padrões éticos, de forma a assegurar práticas honestas e confiáveis nas transações. COSTA, Angelo Augusto e MORAES; Renato José. *Insider trading*. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, ano 85, v. 723, p. 695, jan. 1996.

²⁹ De acordo com Fábio Comparato, na década de 70, o Brasil contava com uma grande lacuna no regramento do mercado financeiro o que estimulava uma série de práticas desleais por parte dos investidores. Segundo ele, “[...] a recente febre de especulação bolsística [...] tem revelado espantosa lacuna da regulamentação legal e administrativa do nosso mercado de capitais, no que se refere à proteção do investidor. [...] Por ocasião de recente fusão de instituições financeiras, a operação foi precedida de aumento de capital por subscrição de uma delas. Um dos seus dirigentes e grande acionista, com vistas na fusão iminente, cujas negociações conduzia, adquiriu a ínfimo valor centenas de milhares de direitos de subscrição. Poucos dias após, quando os rumores da fusão invadiram o mercado, esses mesmos direitos passaram a ser negociados a preço trinta vezes superior. Ou seja, *prevalendo-se do conhecimento de fatos reservados sobre mudanças essenciais na vida da empresa que dirigia, aquele administrador pode lograr em poucos dias um ganho patrimonial considerável, pois interveio no mercado em condições de absoluta superioridade em relação ao público em geral, que não tinha acesso a tais informações.*” (grifos nossos). COMPARATO, Fábio Konder. *Insider trading: Sugestões para uma moralização do nosso mercado e capitais*. *Revista de Direito Mercantil*, n. 2, ano 10, p. 41, 1971. Conforme já foi mencionado, o primeiro país a regulamentar a situação dos *insiders* no mercado financeiro fora os Estados Unidos. Objetivava o *Securities Act* de 1934 “*pôr os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor.*” LOSS, Louis. Le concept de fiducie appliqué aux opérations des dirigeants sur les titres de leur société dan le droit des Etats-Unis. *Revue Internationale de Droit Comparé*, 1969. p. 743 *apud* COMPARATO, 1971, op. cit., p. 41-42.

que espécie de informações são consideradas privilegiadas.³⁰ Estes elementos serão abordados logo em seqüência à análise da origem da prática referida.

1.2.1 A origem do *insider trading*

O primeiro sistema jurídico a manifestar a sua preocupação na repressão ao *insider trading* foi o dos Estados Unidos da América, apresentando como fundamento a preservação da equidade entre os diversos agentes envolvidos no mercado de capitais. A preocupação materializa-se através da legislação federal intitulada *Securities Exchange Act* de 1934, fixando, basicamente, a responsabilidade do *insider* para com a própria companhia. (Seção 16(b))

O referido dispositivo estabelece a responsabilidade *objetiva* dos *insiders*, não sendo necessário ao autor da ação (a companhia ou qualquer acionista, agindo em benefício da companhia, mediante a *derivative suit*) provar a *intenção* do *insider* de obter lucros indevidos ou de causar danos a terceiros, ou mesmo a efetiva utilização de informações confidenciais. Conforme explica Nelson Laks Eizirik, há uma presunção *jure et de jure* de que ocorre a utilização privilegiada de informações nas negociações dos *insiders* realizadas em período inferior a seis meses.³¹

³⁰ De acordo com Norma Parente, o uso da informação privilegiada é o aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora de valores mobiliários em detrimento de outra pessoa, que “[...] com eles negocia ignorando aquelas informações. Tal prática representa iniquidade por parte de qualquer pessoa que se utilize de informações sigilosas ou reservadas, para negociar títulos emitidos pela companhia com outras pessoas que as desconheçam. [...] o objetivo desta proibição é evitar que pessoas, direta ou indiretamente relacionadas com a empresa, possam auferir ganhos patrimoniais extraordinários, através da prevalência do conhecimento de atos ou fatos importante,” PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos jurídicos do *insider trading*. CVM, 1978, disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>, acessado em 12/06/2001.

³¹ EIZIRIK, 1983, op. cit., p. 45.

Muito embora tais regras tenham propiciado um avanço considerável no regramento americano, os economistas não são unânimes quanto aos seus benefícios.³²

Tais críticas, quanto à eficácia na utilização de tais regras, foram assim resumidas por Fábio Konder Comparato:

Em primeiro lugar, porque só impede o *insider trading* que se completa dentro dos seis meses, permitindo assim fácil burla à proibição legal. Depois e sobretudo, porque não abrange a utilização de informação de segunda mão, ainda que retribuídas. Com efeito, dirigentes de duas ou mais sociedades podem trocar entre si informes reservados sobre suas respectivas companhias, de forma a lucrar em regime de reciprocidade e sem infringência à proibição legal.³³

Em função das críticas e tendo em vista a necessidade de, efetivamente, reprimir o *insider trading* naquele país, a Securities and Exchange Commission, utilizando-se da regra prevista no art. 10 (b) do Securities and Exchange Act, editou a regra de n. 5 (10 b-5), a título de ato interpretativo do dispositivo mencionado.

³² Ver. Management, Shareholders and Securities Regulation. American Corporation Law. In: VERRUCOLI, Piero (dir.) *Evolution et Perspectives du Droit des Sociétés à la lumière des différents expériences nationales*. t. 2, Milão, 1968, p. 121, *apud* COMPARATO, 1971, op. cit. As discussões sobre a eficiência do sistema do *disclosure* estão distantes de um resultado unânime. De acordo com Al Sommer – ex-presidente da SEC Commissioner –, a preocupação com o *disclosure* foi pequena e serviu, nos Estados Unidos, como uma forma de ‘remédio’ ou de ‘terapia mecânica’. Entre as décadas de 30 e 50, poucas questões fundamentais foram levantadas. A primeira crítica relevante surgira com George Stigler, que em 1964, sustentou que a *disclosure* tinha um impacto muito pequeno, senão nenhum, na prevenção da fraude entre investidores, de forma que as forças do mercado acabam destruindo, senão eliminando, a necessidade de *disclosure*. Não obstante, para Edward F. Greene – Diretor da SEC - *Division of Corporation Finance* –, o sistema de *disclosure* não pode ser desmantelado, devendo apenas ser ajustado para a definição para o *disclosure* apropriado. Para J. Lawrence Wilson – responsável pelos requerimentos da regra de *disclosure* da SEC –, o material da SEC contém informações suficientes para uma decisão de investimento, merecendo todo o crédito por melhorar as bases do relatório financeiro nos últimos 45 anos, e por contribuir com o eficiente acesso à informação. *The Business Lawyer of the Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association*. Chicago: Illinois, 1980. “The SEC and the Corporate Disclosure” *apud* PROENÇA, 2005, op. cit., p. 133.

³³ COMPARATO, 1971, op. cit., p. 42.

Tal regra estabelece ser ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao negociar com ações, preste declarações falsas ou incorretas, ou omita um fato relevante, intitulado “material fact” (fatos materiais)³⁴. Tais fatos dizem respeito àquelas espécies de fatos que, se levados em consideração pelo investidor médio, influenciariam o fluxo de negociações no mercado.

De imediato, a jurisprudência americana extrai da norma da proibição dos *insiders*, a necessária observação do princípio da lealdade³⁵, na sua mais ampla acepção. Desta maneira, passa a ser exigido daqueles que, quando estiverem de posse de informações relevantes, essas devam ser reveladas ao público ou, se não puderem ser reveladas, abstenham-se de negociar com ações daquela empresa, ou recomendar a terceiros que o façam. Nos Estados Unidos, a regra é conhecida como “*disclose or refrain from trading*.”³⁶

Ainda em face de tal norma, os tribunais americanos consolidaram o entendimento de que a obrigação constante da regra 10 b-5 estaria fundada em dois elementos: a) a existência de um relacionamento qualquer, dando acesso direto ou indireto a informações que deveriam estar publicamente disponíveis ou mantidas em absoluto sigilo e b) a deslealdade envolvida, pela qual uma das partes leva vantagem na transação, unicamente por conhecer a informação, sabendo que ela não estará disponível à outra parte.³⁷

³⁴ Ver EIZIRIK, Nelson Laks; MENDONÇA NETO, Horácio de. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 10, v. 4, jan./abr., 1978.

³⁵ De acordo com Fran Martins, o dever de lealdade reflete-se no dever que tem o administrador de guardar sigilo sobre os negócios sociais, impedindo-lhe de realizar negócios em proveito próprio por meio de informações que possua em virtude do seu cargo. Assevera o autor que: “Esse sigilo deve ser mantido principalmente quanto ao conhecimento que o administrador tem sobre a situação da companhia e o atos que podem ou serão praticados dentro de algum tempo, alterando o preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia, principalmente ações. De fato, não só no Brasil como em todo o mundo, desde o momento em que as sociedades passaram a ser organismos de grande poder econômico, cujas ações são fortemente negociadas nas bolsas, existiram casos em que administradores desonestos, conhecendo de atos em que breve serão adotados pela sociedade, passaram a aproveitar das oportunidades para realizar operações, em proveito próprio ou de pessoas a eles ligadas estreitamente, prejudicando, assim, aos acionistas em geral, pela ignorância que esses tinham dos atos que em breve seriam realizados pela sociedade [...]”. MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1985 p.384

³⁶ A tradução da expressão seria: revele ou abstenha-se de negociar. Ver: PROENÇA, 2005, op. cit., p. 222.

³⁷ EIZIRIK, MENDONÇA NETO, op. cit.

O caso de maior repercussão quanto à utilização da regra 10 b-5 nos Estados Unidos da América foi aquele intitulado “SEC vs. Texas Gulf Sulphur Company”, de 1965-1968, assim resumido por José Marcelo Martins Proença:

“A empresa Texas Gulf Sulphur Co., em novembro de 1963, descobriu um rico depósito de cobre, zinco e prata na região de Ontário, no Canadá. Confirmados os testes, nada se comunicou à diretoria, ou a altos funcionários, colocando-se ao invés, no local da perfuração, uma placa com os dizeres ‘teste negativo’. Retirados todos os equipamentos, a empresa passou a adquirir as glebas de terra circunvizinhas. Concomitantemente, pessoas ligadas à descoberta e terceiros com elas relacionados, começaram a comprar grandes quantidades de ações da Companhia, ao preço inicial de US\$ 18,00. Terminada a compra das terras circunvizinhas, a empresa recomeçou a perfuração, continuando a compra de ações por aquelas mencionadas pessoas, mas agora já envolvendo os *tippes e sub-tipees*. Entre os dias 9 e 11 de abril de 1964, quando o preço da ação já atingia US\$ 30,00, as empresas americana e canadense, noticiaram a descoberta da Texas Gulf. A empresa, então, no dia 12 do mesmo mês, fez um *press release* no qual dizia que os indícios eram ainda muito pequenos e não- comprobatórios da descoberta dos aludidos minerais; a despeito disso, quatro dias depois, anunciou que a descoberta *era realmente valiosa*. As ações atingiram US\$ 68,00 em maio daquele ano de 1964, chegando a mais de US\$ 100,00 em 1966. Em abril de 1965, a SEC ajuizou, na Justiça Federal, ação contra a Texas Gulf Sulphur Co. e mais treze pessoas, entre diretores, altos funcionários e outros empregados, invocando a Regra 10 b-5. Postulou-se: a) fosse determinado aos administradores e funcionários que restituíssem as ações por eles adquiridas entre novembro de 1963 e abril de 1964; b) fossem os referidos administradores e funcionários, em virtude do vazamento de informações a eles imputável, condenados ao ressarcimento daqueles que tivessem vendido suas ações aos *tippers*, conhecedores de tais informes e c) fosse declarada a anulação das negociações, com ações, levadas a efeito pelos acusados, no mencionado período.”³⁸

Quando da decisão final, favorável à SEC, alguns fundamentos decisórios extraídos do caso sedimentaram alguns conceitos, tais como o de materialidade. A partir deste julgado, determinou-se que fato material é todo

³⁸ PROENÇA, 2005, op. cit., p. 229.

aquele que pode ser considerado importante quando se trata de fatores decisórios de investimento que venham afetar o preço das ações. Tal conceito não está atrelado somente ao momento que atravessa a Companhia, ou seja, o balanço, as demonstrações financeiras, a distribuição de dividendos e outros mas também a fatos que possam indicar as suas perspectivas de futuro que, neste caso, influenciaram decisivamente na opção dos investidores pela compra de ações da companhia.

Em resultado da experiência norte-americana, o Professor Nelson Eizirik afirma existir nos EUA uma máquina atuante em defesa dos minoritários:

“Primeiramente, a SEC protege firmemente o minoritário, por considerá-lo, o maior bem econômico do mercado de capitais; também porque já foi criado pelo Poder Judiciário um acervo jurisprudencial no que tange aos abusos econômicos praticados através do uso privilegiado de informações, que lhe permite absorver as demandas; além da constatação de que o porte do mercado americano propiciou o desenvolvimento de uma maior transparência com relação à divulgação de informações; além da existência de uma verdadeira indústria privada de advogados que, desenvolvendo suas atividades em nível empresarial, permite que os minoritários, mesmo se passivos, sejam dotados de instrumentos efetivos que os protejam contra prejuízos decorrentes de abusos econômicos. Equivale referir que a prática americana permite a atuação dos advogados como uma espécie de empresários, pois, mesmo que sejam procurados apenas por um pequeno número de acionistas, o resultado da ação pode alcançar toda a classe dos prejudicados, o que poderá acarretar uma indenização de maior vulto financeiro, tendo em vista o montante do prejuízo recuperado, refletindo nos honorários advocatícios que são fixados com base no valor da indenização prevista na sentença”.³⁹

Uma vez que tenhamos abordado a origem da repressão à figura do *insider*, podemos analisar a sua caracterização à luz do ordenamento pátrio.

³⁹ EIZIRIK; MENDONÇA NETO, 1978, op. cit., p.10.

1.2.2 Caracterização do *insider trading*

Considera-se *insider*, toda pessoa que, em função de sua posição como administrador, ou por circunstâncias que lhe possibilite o acesso à administração de uma companhia, venha a tomar conhecimento de informações consideradas relevantes, relativas aos negócios e à situação da mesma e delas aproveita-se, obtendo ganhos ou evitando prejuízos, através da compra ou venda, de forma precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia. Consta-se que, sem o conhecimento de tais informações, os valores mobiliários envolvidos seriam transacionados com base em outros parâmetros de preço ou, até mesmo, sequer seriam negociados.⁴⁰

No mercado de capitais, a segurança e confiabilidade a serem transmitidas aos investidores são condicionantes de um mercado eficiente. Neste sentido, existem duas ordens de razões que justificam o estabelecimento

⁴⁰ Em caso citado por Alexandre França, caracteriza-se claramente o *insider trading*. “A empresa Supergás deliberou vender dois prédios à IBM, pelo valor de trinta e três milhões de dólares, o que traria à companhia vendedora um lucro de quase duas vezes e meia superior ao lucro operacional por ela obtido no exercício de 1978/79. A transação foi divulgada no mercado no dia 31 de outubro de 1978. No período imediatamente anterior a essa divulgação, um membro do Conselho de Administração e filho do diretor-presidente da companhia, que assumira posição contrária à referida venda, comprou 866.000 ações da Supergás na Bolsa de Valores, de 26 de setembro a 13 de outubro de 1978. E as vendeu integralmente de 13 de novembro a 27 de novembro de 1978. Isso representou, à época, uma inusitada movimentação com ações da empresa, normalmente inativas, com grande valorização de suas cotações. Na verdade, a cotação das ações da Supergás subiu 103% nesse período, apesar de uma queda de 1,9% nos negócios globais da Bolsa de Valores envolvida.” FRANÇA, 2001, op. cit., p. 46. Outro caso que pode ser comentado corresponde ao Servix Engenharia S/A. A referida empresa tinha grande interesse na concorrência para as obras da hidrelétrica de Itaparica. Contudo, a concorrência foi anulada e o Diretor do Conselho de Administração da Servix soube deste fato antes que ele fosse tornado público. Sem a divulgação desta notícia – que traria reflexos nos índices de cotação das ações da companhia -, o diretor vendeu rapidamente grande parte das ações que possuía, da mesma maneira como os demais acionistas que souberam da anulação da concorrência. Depois que as transações tinham sido realizadas, o Conselho de Administração da Bovespa foi informado da anulação. Os compradores dos títulos viram-se prejudicados e propuseram ação de indenização contra todos os que tinham vendido as ações e já sabiam que estas, poucos dias depois, perderiam seu valor. O Tribunal de Justiça de São Paulo condenou os réus – o diretor e os demais acionistas-vendedores – a indenizar àqueles que compraram as ações antes de ter sido divulgada a notícia da anulação da concorrência. COSTA; MORAES; 1996, op. cit., p. 701-702. Em um julgado do Tribunal de Justiça de São Paulo, Apelação Cível n. 65.531-1, da 5ª Câmara Cível, foram solidariamente condenados os administradores de sociedade anônima de capital aberta pela falta de divulgação oportuna sobre fato relevante. Neste caso, os administradores foram obrigados a indenizar os acionistas minoritários que negociaram as suas ações por valor inferior ao da oferta pública – prática característica da conduta de *insider*.

pelo Estado de normas que tenham o condão de reprimir ou sancionar a prática do *insider trading*: são elas de ordem econômica e ética.⁴¹

Às econômicas relacionam-se ao conceito de eficiência no momento de se estabelecer o valor de negociação dos títulos no mercado de valores mobiliários. O mercado mostra-se eficiente quando se verifica um reflexo imediato na cotação de mercado das ações de uma companhia assim que são tornadas públicas as informações a respeito da mesma. Deste modo, o grau de eficiência do mercado poderá ser aferido quanto mais rápida for a reação do preço das ações à publicidade de informações importantes.

Em busca de tal eficiência, cabe ao Estado criar condições para que ocorra uma ampliação nas informações a serem divulgadas, bem como um critério quanto a tais divulgações.

As razões de ordem ética são facilmente perceptíveis em função do desequilíbrio em que se encontram àqueles intitulados *insiders*, que têm acesso às principais informações que envolvem a empresa e que podem determinar as variações futuras na cotação de suas ações no mercado e nos demais participantes do mesmo.

Por tal razão cabe, também aqui, ao Estado, o estabelecimento de normas que possam reprimir ou sancionar àqueles que em função do acesso às informações privilegiadas, venham a prejudicar os investidores desinformados.

Pode-se verificar que as razões de ordem ética e econômica estão enfeixadas, e o controle pelo Estado, no uso indevido de informações privilegiadas, possibilitará a manutenção de um nível mínimo de confiabilidade no mercado e a conseqüente contribuição para o crescimento do mesmo, o que se mostra economicamente tão desejável.

⁴¹ EIZIRIK, 1983, op. cit., p. 43.

Ao caracterizar a prática do *insider trading*, deve-se analisar quem pode ocupar a posição de sujeito ativo da prática do ilícito e como caracterizar as informações que, potencialmente, podem ser consideradas relevantes:

Podem ser considerados *insiders* toda aquela pessoa que tenha a possibilidade de ter acesso a informações consideradas relevantes, antes que tal informação chegue ao público investidor de maneira determinada pela legislação ou pelas práticas adotadas no mercado de capitais.⁴²

Norma Jonssen Parente, fazendo uma atenta análise sobre a legislação vigente no Brasil, aponta aqueles que podem ser enquadrados como "insiders",⁴³ justificando com o embasamento legal pertinente:

- A) Os administradores, entendendo-se os diretores e conselheiros da companhia (art. 145 da Lei n. 6.404/76);
- B) Membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei n. 6.404/76);
- C) Membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei n. 6.404/76);
- D) Àquelas subordinadas às pessoas anteriormente referidas (§ 2º do art. 155 da Lei n. 6.404/76);
- E) Terceiros de confiança dessas pessoas (§ 2º do art. 155 da Lei n. 6.404/76)
- F) Acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei n. 6.385/76).

Pode-se observar que, seguindo critérios já adotados pela legislação norte-americana na regra prevista no art. 10 b-5 do *Securities and Exchange Act*, a legislação brasileira equiparou ao administrador (diretores, membros de conselhos e outros) todos aqueles que, em virtude de cargo ou posição dentro

⁴² CARVALHOSA; Modesto; LATOCARRA, Nilton. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*.v. 3, 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1997. p.263.

⁴³ Parente, Norma. "Aspectos Jurídicos do "insider trading". Rio de Janeiro. CVM. 1978.

da companhia, ou ainda independentemente da função profissional, venham a ter conhecimento de informação sigilosa ainda não divulgada ao mercado.

Equivale referir que os dispositivos, embora estabeleçam um amplo espectro de alcance quanto ao enquadramento na figura do *insider*, não apresentam por objetivo impedir que tais pessoas possam negociar com valores mobiliários emitidos pela companhia, mas sim, evitar que tais pessoas o façam em superioridade de condições em relação ao investidor comum, aproveitando-se de informações que este desconheça.

Apontado o conceito de *insiders* é necessário reafirmar que o simples fato de situar-se dentre aqueles assim considerados, por encontrarem-se em situação de privilégio em face de outras pessoas que têm interesses econômicos coincidentes, não se configura por si só um caráter de ilicitude, mas sim o aproveitamento fraudulento de tal posição.

A configuração do ilícito pressupõe que as informações a serem utilizadas pelo agente sejam relevantes, portanto, é imprescindível conceituar o que se entende por “informações relevantes”.

Segundo Norma Parente, informações relevantes, doutrinariamente, são:

[...]aquelas que podem influir do modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores.⁴⁴

A relevância das informações deve ser considerada, levando-se em consideração o efeito que o conteúdo do ato ou fato terá no mercado de capitais, sobretudo o impacto gerado nos operadores, analistas e nos

⁴⁴ PARENTE, 1978, op. cit.

investidores, por consequência. Tendo em vista que a busca de um mercado eficiente pressupõe a repressão ao *insider trading*, cabe ao Estado, através da Comissão de Valores Mobiliários – a quem incumbe implementar as diretrizes legais –, estabelecer a previsão de quais espécies de informações devem ser prestadas obrigatoriamente.

Em face de tal dificuldade, a Comissão de Valores Mobiliários vem editando instruções normativas, estando em vigor, nesta matéria, a Instrução Normativa n. 358, de 03 de janeiro de 2002, parcialmente alterada pela Instrução n. 369, de 11 de junho de 2002.

Neste item, uma vez que a referida instrução será analisada posteriormente, seu artigo 2º buscou uma definição para ato ou fato relevante, a saber:

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

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

Como se pode observar, os critérios utilizados a fim de estabelecer uma média da relevância da informação correspondem à potencialidade de influírem na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia; na

decisão dos investidores de negociarem com aqueles valores ou na decisão dos investidores de exercerem os seus direitos inerentes à condição de titulares dos respectivos valores mobiliários.

Desta forma, como a redação constante do art. 2º ainda guarda um certo grau de subjetividade, a Comissão de Valores Mobiliários resolveu elencar, exemplificativamente, atos ou fatos considerados relevantes, dentre os quais:

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

- I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
- II – mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- V – autorização para a negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- VII – incorporação, fusão ou cisão, envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
- VIII – transformação ou dissolução da companhia;
- IX – mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X – mudança de critérios contábeis;
- XI – renegociações de dívidas;
- XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV – aquisição de ações da companhia para a permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
- XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

- XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implementação;
- XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- XXII – impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Caracterizado o *insider trading* é importante que façamos uma análise do tratamento legal dispensado a este ilícito no Direito brasileiro, analisando-se inicialmente a sua normatização na legislação ordinária, para, posteriormente, analisarmos, de forma mais detalhada, a sua regulamentação através da Comissão de Valores Mobiliários, órgão competente para isso.

1.2.3 A regulamentação do *insider trading* na legislação ordinária brasileira

O tratamento legal da figura do *insider trading*, na legislação ordinária brasileira, confunde-se com o regramento referente ao dever de informar nas Sociedades Anônimas. Antes da entrada em vigor da Lei 6.404 de 1976, as disposições legais aplicáveis eram previstas no Decreto-lei 2627 de 1940, cujo artigo 70 prescrevia o dever do administrador de prestar informações ao público investidor. Mesmo assim, a doutrina aponta que a referida previsão não teve a aplicabilidade desejada, sendo efetiva somente em relação às companhias estrangeiras.⁴⁵

Em momento posterior, na década de 60, a Lei 4.728 de 1965 prescreveu a necessidade de fiscalização do uso das informações no mercado de capitais, ao determinar que ao Banco Central do Brasil coubesse a análise

⁴⁵ PROENÇA, 2005, op. cit., p. 274.

das informações divulgadas ao público feitas “[...] em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.” Apesar disso, a norma referida tinha natureza programática, ou seja, carecia de regulamentação posterior, impedindo que a prática do *insider trading* tivesse amparo legal suficiente à sua repressão.⁴⁶

A referida lei, contudo, fora complementada em 1968, através da Resolução 88 do Banco Central. A resolução exigia das companhias “[o] compromisso formal de revelarem, prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com relação a dividendos, os direitos de subscrição ou outros relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou influenciar as decisões dos investidores.”⁴⁷

É somente com a promulgação da Lei 6.404/76 que a prática do *insider trading* passou a ser regulada de maneira taxativa e em termos de prevenção e repressão à sua ocorrência. De fato, o conteúdo do artigo 157 da citada Lei previne a prática do *insider trading* ao referendar o princípio do dever

⁴⁶ É desta época que se colhem as críticas ao sistema legal de prevenção e repressão ao *insider trading*. Segundo Fábio Konder Comparato: “As insuficiências deste dispositivo são manifestas. Em primeiro lugar, a fiscalização supõe a existência de normas particulares de disciplina da matéria, cujo cumprimento possa ser fiscalizado. Ora, tais normas não foram definidas, e é duvidoso que a sua formulação compita ao Conselho Monetário, ou ao Banco Central, no estado atual de nossa legislação. A Lei do Mercado de Capitais está longe de ser clara a esse respeito. Além disso, a norma do art. 3º, X, da Lei de Mercado de Capitais, falando em fiscalização do *insider trading* pelo Banco Central, supõe também um sistema adequado de sanções para essas manifestações. Ora, nesse ponto só encontramos a disposição do art. 4º, § 6º, que manda aplicar aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei 4.595/64, quando é manifesta a inadequação do sistema punitivo da Lei Bancária ao problema em questão.” COMPARATO, 1971, op. cit., p. 45-46.

⁴⁷ De acordo com a doutrina, a Resolução 88, ao determinar o dever de informação quando das decisões da Assembléia Geral e da Diretoria, traçava os delineamentos do que, posteriormente, viria a ser a definição de “fato relevante”. Convém salientar que, antes da Resolução 88, o Banco Central já havia editado uma outra resolução – de número 39 – para disciplinar a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores. Esta última, em seu artigo 89, incriminava a manipulação fraudulenta de preços, definida em termos de “publicação ou divulgação de matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente, cujo autor ou veiculador seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle.” Mesmo assim, as características apontadas na resolução não permitem concluir pela existência de uma regra repressiva do *insider trading*, pois o comportamento daquele que se utiliza de informações sigilosas não influi necessariamente no valor dos títulos negociados. PROENÇA, 2005, op. cit, p. 286.

de informar – de origem norte-americana – no âmbito das sociedades anônimas.

Como já foi referido anteriormente, o dispositivo, aqui comentado, determina que os administradores revelem suas transações com qualquer espécie de ativo emitido pela companhia ou mesmo de seus derivativos. Além disso, estabelece a obrigação do administrador revelar à companhia quaisquer atos ou fatos relevantes que possam influir de modo considerável nas transações realizadas pelos investidores (art. 157 § 4º). Neste sentido, são conjugados os deveres do administrador informar as suas transações pessoais e os acontecimentos da companhia (fatos relevantes a serem imediatamente relevados ao público nos termos no § 4º do art. 157) – dois elementos de grande relevância no estudo sobre a ocorrência do *insider trading*.⁴⁸

Também merecem ser salientadas as disposições constantes do art. 155 da Lei 6.404/76. Esta norma introduz no Direito brasileiro o dever de lealdade – proveniente do *duty of loyalty* norte-americano – e exige dos administradores atenção especial aos interesses da companhia, em detrimento – muitas vezes – de seus interesses privados. Desta maneira, os administradores devem zelar para que informações relevantes, ainda não-públicas, não sejam divulgadas por meio de terceiros e, em especial, não sejam utilizadas para realizar transações no mercado acionário. (art. 155 § 4º).

Cumprе ressaltar que a Lei 6.404/76, no seu art. 155 § 2º, determina aos administradores o dever de zelar para que as informações sob as quais devam guardar sigilo não sejam divulgadas por meio de seus subordinados ou terceiros de sua confiança. Além disso, assegura, por meio do § 3º do mesmo dispositivo, ação indenizatória àqueles que contratarem em desconhecimento das informações que deveriam ser repassadas ao mercado, ou seja, às vítimas da prática do *insider trading*, contra aqueles com quem firmaram negócio em infração ao dever de se absterem de negociar.

⁴⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na mini-reforma da Lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.) *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 1998. p. 47.

Apesar das inovações e aprimoramentos, a Lei das Sociedades por Ações apresenta algumas lacunas quanto à repressão à prática do *insider*. Em primeiro lugar, a doutrina aponta que houve uma restrição indevida quanto à responsabilidade do *insider*, uma vez que esta está circunscrita ao âmbito civil e administrativo. Além disso, as figuras apontadas como possíveis *insiders* são restritas à pessoa do administrador, seus subordinados e terceiros de confiança.⁴⁹

No que se refere à análise da responsabilidade dos administradores, José Marcelo Proença argumenta que:

“A lei avança, igualmente, com relação à presunção de culpa, pois adota o critério analítico, enumerando os deveres de lealdade e de informação dos administradores, facilitando a capitulação da falta e, em consequência, a determinação da responsabilidade, em termos de maior exatidão. Assim fazendo, *o legislador amplia as hipóteses de presunção de culpa, pois um dos processos técnicos para dar maior plasticidade à concepção subjetiva da responsabilidade é o reconhecimento de presunção de culpa*, por meio do qual, facilita-se a prova sem deslocar o fundamento da responsabilidade.” (grifos nossos).

Conforme Luís Leães, a culpa dos administradores deve ser “[...] antecipadamente provada pelo lesado, [...] incumbe [ao lesado] a prova do prejuízo resultante e do nexa causal existente entre o ato e o fato ilícito, praticado ou consentido pelo administrador, bem como o dano que ele ocasionou. Contudo, quando os prejuízos resultarem de atos *praticados pelos administradores com violação da lei ou dos estatutos, a lei presume a culpa, promovendo a inversão do ônus da prova.*”⁵⁰ (grifos nossos).

⁴⁹ PROENÇA, 2005, op. cit., p. 281-282.

⁵⁰ BARROS LEÃES, Luís Gastão Paes de. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 177. Para Waldírio Bulgarelli, o sistema da presunção da culpa parece o mais prudente e justo, pois, embora se aproximando do sistema objetivo por risco, dispensando o autor da prova da culpa, permite ao réu provar a ausência de sua atuação culposa, assinalando que o mais cauteloso é a adoção da teoria da presunção da culpa,

Desta maneira, a responsabilização do *insider* é baseada na presunção da culpa, não havendo a necessidade de o lesado provar a culpa do infrator, mas sim a necessidade – em sede de ação indenizatória – de o alegado infrator demonstrar o devido cumprimento das disposições legais.

A utilização de informações privilegiadas na negociação de títulos e valores mobiliários – como forma de obtenção de vantagens econômicas por seus usuários – tem recebido da parte do legislador brasileiro uma atenção especial. Em consonância com as iniciativas legiferantes, a Comissão de Valores Mobiliários adotou uma série de instruções normativas com a finalidade de facilitar o enquadramento da figura do *insider*. Estes diplomas serão, portanto, analisados a seguir.

1.2.4 A regulamentação do *insider trading* pela Comissão de Valores Mobiliários

No que diz respeito à regulamentação realizada pela CVM quanto à figura do *insider trading* é necessário analisar três instruções normativas, a saber: 31/84, 358/02 e 369/02. A fim de regulamentar as prescrições legais referentes à figura mencionada, a CVM adotou, em 1984, a instrução normativa de número 31. Em verdade, a referida instrução regulamentava não apenas o *insider trading* como também as disposições da Lei 6.404/76, relativas ao dever de informar e à divulgação de atos ou fatos relevantes.

Na sistemática da instrução 31 – revogada pela Instrução 358/02 – , o dever de divulgar ato ou fato relevante imputava-se somente aos administradores da companhia (art. 2º), embora, o dever de guardar sigilo sobre informações referentes a atos ou fatos relevantes, até a sua divulgação

liberando o autor da prova da culpa, mas admitindo certas escusas por parte do responsável. BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 50, ano 22, p. 96, 1983.

pública, competia aos administradores⁵¹ e acionistas controladores (art. 9º). Em relação mais próxima à proibição da prática do *insider*, os arts. 10 e 11 prescreviam que os administradores e acionistas controladores (bem como as pessoas que, por força de exercício profissional, pudessem obter a informação e/ou qualquer pessoa que viesse a conhecê-la), sabendo tratar-se de informação privilegiada, ainda não-tornada pública, deveriam abster-se de negociar no mercado acionário.

De acordo com a doutrina nacional, a inovação mais significativa promovida pela Instrução 31/84 consistia na lista indicativa de atos ou fatos relevantes – relativamente ampliada pela vigente Instrução 358/02 – cujo teor alcança os valores mobiliários e os derivativos.⁵² O principal responsável pela divulgação de ato ou fato relevante era o Diretor de Relações com o mercado, cargo de existência obrigatória nas companhias abertas. Além disso e, em consonância com o desenvolvimento legal, o rol das pessoas que poderiam ser consideradas *insiders* foi ampliado.

Antes da instrução, conforme bem aponta José Marcelo Proença, terceiros que não fossem da confiança dos administrador e que, por algum motivo, tivessem tomado conhecimento de informações privilegiadas, não eram considerados *insiders*. Essa lacuna foi preenchida pela Instrução Normativa 31 que vedou a negociação com valores mobiliários de emissão da própria companhia, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante à própria companhia. Desta forma, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, bem como quaisquer pessoas que tiverem relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, podem vir a ser considerados como *insiders*.

⁵¹ O termo aqui usado *administrador* refere-se ao artigo 155 da LSA, ou seja, aos membros do Conselho de Administração, os diretores, os membros do Conselho Fiscal ou membros de quaisquer órgãos, constantes do estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores. Além destes, também são incluídos os subordinados ao administrador e terceiros de sua confiança. PROENÇA, 2005, op. cit., p. 285.

⁵² Consideram-se, entre outros, como atos ou fatos relevantes: mudanças no controle da companhia; fechamento do seu capital; incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia; alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia e outros.

Convém salientar que, apesar das inovações promovidas, restava em aberto a regulamentação da figura do *tippee*⁵³, ou seja, aquele que dá “dicas” de mercado. Estes, observa-se, não estão obrigados aos deveres de informação que recaem sob a pessoa do administrador. Desta maneira, ficariam a salvo da proibição de transacionar com valores mobiliários de emissão da própria companhia, ou que lhes são vinculados, pois não se impôs a eles o dever de informar e, por conseqüência, o de guardar sigilo.

Nas palavras de Nelson Eizirik:

Isto significa que, por exemplo, se o auditor independente contratado por uma companhia aberta, em função de sua atividade profissional, descobre que ela deverá aumentar substancialmente seus dividendos, está ele proibido de negociar com as ações daquela companhia antes da divulgação ao público dessa informação. Caso negocie, estará praticando *insider trading*. [...] Referido auditor, porém não é obrigado a divulgar tal ato relevante, nem está obrigado a guardar sigilo de sua existência. Isto significa que pode dar *tips* (dicas) a um terceiro, sem que tal fato acarrete a sua responsabilidade administrativa por infringência ao dever de guardar sigilo, o qual incumbe, conforme visto, apenas e tão-somente aos administradores e acionistas controladores da companhia.⁵⁴

⁵³ A figura do *tipper* (o que dá as dicas) – amplamente discutida na doutrina – é abrangida pelas vedações à prática do *insider* através do entendimento consagrado pela Lei n. 10.303/01. Este diploma acrescentou o § 4º ao art. 155, dispondo que qualquer pessoa é proibida de praticar o *insider trading*. A lei, portanto, pressupõe que o administrador representa o *tipper*, que transmite ao *tippee* a informação não-divulgada. De acordo com Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa e pela leitura do parágrafo 4º do art. 155, o *insider* será também a pessoa que, em conluio ou mesmo por negligência do administrador, efetivamente se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra e/ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, os quais, necessariamente, seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam. Será considerada *insider* qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado, ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes e operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson Laks. A nova Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 322-323.

⁵⁴ EIZIRIK, Nelson Laks. A instrução CVM 31/84 e a regulação do *insider trading*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 55, ano 23, 1984. p. 170.

Outro ponto que pode ser destacado consiste na disposição dos artigos 13, 14 e 15 da Instrução que regulamentavam o art. 157, *caput* da LSA. Os referidos artigos determinavam que os administradores e acionistas controladores deveriam comunicar à própria companhia, a quantidade e características dos valores mobiliários de sua emissão de sociedades controladas e/ou controladoras abertas dos quais eram titulares, imediatamente após a investidura no cargo ou a aquisição do controle acionário. Além disso, deveriam informar os valores mobiliários de que eram titulares seus cônjuges e dependentes, bem como de todas as negociações que realizassem com valores mobiliários de emissão da companhia que controlavam ou fossem realizados pela sociedade controladora.

A instrução também regulamentava o disposto no parágrafo 5º do art. 157 da LSA, prevendo que apenas excepcionalmente os atos ou fatos relevantes podiam deixar de ser divulgados. Neste caso, o parágrafo único do artigo 4º da Instrução dispunha que: “caso a companhia resolva manter sigilo acerca do ato ou fato relevante, os administradores ficam obrigados a divulgá-los, imediatamente, se a informação escapar ao seu controle ou a cotação das ações da companhia apresentar oscilações atípicas.”

Quanto à proibição da prática do *insider trading*, o artigo 21 da Instrução previa que tanto as negociações realizadas em mercado financeiro quanto as negociações privadas – aquelas realizadas sem a interveniência de instituição financeira – poderiam ensejar a caracterização do *insider*.

Por fim, nos termos do art. 8º, as bolsas de valores poderiam determinar a suspensão da negociação das ações de determinada companhia, quando existisse dúvida acerca da disponibilidade, para o público investidor, de informação sobre o ato ou fato relevante. No seu artigo 17, a instrução da CVM estabelecia determinados procedimentos facultativos de auto-regulação, pelas companhias abertas, do comportamento dos seus acionistas controladores, administradores e empregados de alto nível, no que se refere ao cumprimento dos seus deveres de informar, de guardar sigilo e de não utilizar as informações da companhia em proveito próprio.

Em continuidade ao rigor na prevenção da figura do *insider trading*, a CVM, em 2002, adotou a instrução 358 – revogando as disposições da Instrução 31/84. Em seu artigo 11, por exemplo, ampliou o rol de pessoas obrigadas a prestar informações sobre a quantidade e as características dos valores mobiliários por elas detidos. Neste caso, a informação deverá ser prestada não apenas pelo administrador e demais membros do Conselho Fiscal, mas também pelos seus respectivos cônjuges e companheiros, além de seus dependentes.

Por meio da Instrução 358/02, definiu-se como fato relevante: “qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou de qualquer outro ato ou fato de caráter político – administrativo, técnico, comercial ou econômico – financeiro.” De acordo com José Marcelo Proença, com essa definição, a CVM complementa o regime já estabelecido, merecendo especial atenção o caráter meramente exemplificativo desse gênero de informação, explícito na redação do dispositivo, logrando afastar, imediatamente, a cogitação de que a enumeração nele estampada configuraria *numerus clausus*.⁵⁵

De forma semelhante às disposições da Instrução 31, o responsável pela divulgação de informações ao mercado é o Diretor de Relações com Investidores. Nos termos do artigo 3º e seus parágrafos, este deverá divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado, qualquer ato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios. Os acionistas controladores, diretores, membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relação com Investidores que promoverá a sua divulgação e, em havendo omissão deste, comunicar o fato à CVM.

Em acréscimo, a Instrução recomenda que, sempre que possível, os atos ou fatos relevantes devem ser divulgados antes do início ou após o

⁵⁵ PROENÇA, 2005, op. cit., p. 294.

encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, no mercado de valores mobiliários, em que os títulos de emissão da companhia sejam admitidos à negociação inclusive no exterior.

Deve ser salientado que o dever e a responsabilidade da imediata divulgação admitem exceções quando se tratar de revelação capaz de pôr em risco um interesse legítimo da companhia. Neste caso, a CVM poderá, a pedido dos administradores, ou de qualquer acionista, bem como *ex officio*, decidir sobre a prestação de informação que, sob tal fundamento, não tenha sido divulgada. Quanto ao dever de guardar sigilo, a Instrução 358/02, em seu artigo 8º, aumentou substancialmente a sua abrangência subjetiva ao determinar que “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.”

Restringindo-se à prevenção do *insider trading*, o artigo 12 da IN 358/02 ganhou redação ampliativa no seu campo de incidência. Neste caso, “os acionistas controladores, diretos ou indiretos e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do Conselho Fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital da companhia aberta, deve enviar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, assim como divulgar, nos termos do art. 3º, declaração contendo as seguintes informações.”

Por fim, a Instrução 369/02 dá nova redação aos artigos 9º, § 3º, 12 *caput*, 13, §§ 3º e 5º, além de ter prorrogado, para 31 de julho de 2002, o prazo para a aprovação da política de divulgação de ato ou fato relevante e dos procedimentos da companhia aberta. Deve-se mencionar que a referida Instrução não apresenta grandes modificações quanto ao regramento da figura do *insider* ou das hipóteses de prestação de informações à CVM.

Avaliados os fundamentos e as conseqüências do dever de informar no âmbito do mercado de capitais, far-se-á uma abordagem das inovações legislativas quanto à regulação do mercado de capitais brasileiro.

II. AS INOVAÇÕES NOS ASPECTOS LEGAIS E ADMINISTRATIVOS E A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Neste capítulo serão abordadas as inovações legislativas introduzidas na Lei n. 6404/76, aportadas através da Lei n. 10.303/2001, bem como a nova estrutura normativa do mercado de valores mobiliários, analisando-se a Lei n. 6385/76, com inovações introduzidas pela mesma Lei acima referida.

2.1 As alterações introduzidas pela Lei n. 6.404/76 através da Lei n. 10.303/01 e a proteção dos minoritários

A Lei 10.303/2001 estabelece alterações importantes na estrutura das sociedades por ações, buscando assim adequar o sistema legal pertinente às necessidades atuais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Estas alterações visam dar maior proteção aos direitos dos acionistas

minoritários⁵⁶, bem como traz incentivos à política de transparência e divulgação de informações a respeito das companhias no mercado, buscando desta forma estabelecer o equilíbrio entre controladores e minoritários, sem esquecer as suas posições como investidores, e a necessidade de criar condições para a existência de um mercado seguro e, por isso, atrativo.

Entre as alterações trazidas pela Lei 10.303/2001, destacam-se alguns mecanismos, os quais nos propomos a analisar a seguir.

O primeiro deles trata-se do restabelecimento, pela Lei 10.303/2001, do direito de retirada nos casos de fusão, incorporação e participação em grupo de sociedades, reduzindo as hipóteses em que os acionistas dissidentes não poderão exercer tal direito.

Ainda, na busca da proteção do acionista minoritário, a referida Lei traz de volta a obrigatoriedade de realização de oferta pública, em caso de alienação de controle da companhia, sendo assegurado o pagamento mínimo de 80% do preço pago ao controlador, para a aquisição das ações dos minoritários, mecanismo conhecido pela expressão “Tag Along”.

Com a reforma, os minoritários adquirem o direito de eleger e destituir um membro do Conselho de Administração da companhia e seu suplente, bem como um membro do Conselho Fiscal e seu suplente, garantindo, desta forma, a participação destes acionistas nas decisões da companhia e ainda na fiscalização dos atos da administração.

A Lei 10.303/2001 também estabelece que os conflitos entre acionistas e a companhia, ou entre controladores e minoritários, podem ser

⁵⁶ A Lei não apresenta o conceito de acionista minoritário, entretanto, a doutrina utiliza o termo de forma diversa, ora como sendo apenas os detentores de ações com direito a voto em quantidade insuficiente para exercer o controle da companhia (posição de Leslie Amendolara e Écio Perin Júnior), ora como sendo todos os acionistas, ordinaristas e preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito, que não estão no controle (posição de Waldírio Bulgarelli, Modesto Carvalhosa, Nelson Laks Eizirik e Fábio Konder Comparato). Para efeito deste trabalho, adotamos a segunda conceituação, sendo que, quando a Lei estabelecer diferença no tratamento aos ordinaristas que não estão no controle da companhia e aos preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito, isso será expressamente por nós referido.

solucionados através de arbitragem, o que facilita muito a solução do litígio, pelos conhecimentos técnicos dos árbitros e pela celeridade da solução.

Diante disso, passamos a tratar dos institutos acima referidos.

2.1.1 O direito de recesso e a ampliação de sua utilização como proteção dos minoritários

Tal direito, também conhecido como direito de recesso, consiste na possibilidade que apresenta o acionista de manifestar a sua insatisfação pela eventual aprovação, em Assembléia Geral, de determinadas matérias que atinjam os seus interesses pessoais, retirando-se da companhia por meio do reembolso de suas ações.

O direito de retirada é direito essencial do acionista, previsto no art. 109, V, da Lei n. 6.404/1976, portanto não pode ser privado pelo estatuto ou Assembléia Geral, dispondo o art. 137, do mesmo diploma legal, que a aprovação das matérias elencadas no art. 136, incisos I a VI e IX⁵⁷, dão ao acionista dissidente o direito de retirar-se da sociedade.

Em 1989, a Lei n. 7.958 extingue o direito de recesso contido nos incisos, VI (participação da companhia em outra, sua fusão ou cisão) e VII

⁵⁷ Redação atual do Art. 136: É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para a deliberação sobre:

I – criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

II – alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou a criação de nova classe mais favorecida;

III – redução do dividendo obrigatório;

IV – fusão da companhia ou sua incorporação em outra;

V – participação em grupo de sociedades (art. 265);

VI – mudança do objeto social da companhia;

IX – cisão da companhia;

(participação em grupo de sociedade), do art. 136. Com a aprovação do projeto que originou a Lei n. 7.958/1989, diversos juristas posicionaram-se contrários, frente à clara tentativa de enfraquecer o direito de recesso, reduzindo as suas hipóteses de incidência, resultando em uma considerável diminuição da proteção aos minoritários⁵⁸.

Posteriormente, a Lei n. 9.457/1997 promove mais algumas alterações em relação à Lei n. 6.404/1976, dando nova redação aos arts. 136 e 137, desta vez, reincluindo o direito de recesso nos casos de fusão e participações em grupo de sociedades, porém com restrições. Ficava excluído o direito de recesso, quando as ações da companhia possuísem elevados níveis de liquidez ou apresentassem altos índices de dispersão, alternativamente, para impedir o exercício do direito de recesso por seus titulares⁵⁹.

Já, com a nova redação, trazida pela Lei 10.303/2001, temos os dois requisitos exigidos de forma cumulativa. Tal modificação não altera a negativa de concessão do direito de retirada aos titulares de ações com liquidez e dispersão⁶⁰ no mercado – apenas modifica os critérios para que sejam

⁵⁸ PERIN JÚNIOR, Écio. *A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário*. São Paulo: Saraiva, 2004. p.103.

⁵⁹ “A supressão do direito de recesso, em tais hipóteses, decorreu da presunção de que, havendo liquidez ou dispersão das ações, o acionista insatisfeito poderia alienar suas ações no mercado, não ficando, portanto obrigado a permanecer vinculado a determinado empreendimento econômico” EIZIRIK, Nelson Laks. *Reforma das Sociedades Anônimas e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 74.

⁶⁰ De acordo com Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, a Lei n. 10.303/01 modificou os critérios de aferição de liquidez e dispersão. “Nesse sentido, o inciso II do art 137, com a redação que lhe foi dada pela Lei n. 10.303/01, presume haver: a) *liquidez*, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no *Brasil ou no exterior*, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) *dispersão*, quando o acionista controlador, a sociedade controlada ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação.” Segundo os autores, a Lei n. 10.303/01 consagra o entendimento já verificado na prática dos negócios sob o regime da Lei n. 9457/97: “[...] o parâmetro *liquidez* deve ser aferido com relação a uma *determinada espécie ou classe de ação*. [...] não a totalidade das ações de emissão de determinada companhia.” Deve ser observado que, anteriormente, o único índice geral representativo de carteira de ações admitido era o IBOVESP, da Bolsa de Valores de São Paulo, sob a modalidade *Contrato Futuro do IBOVESP*. Em função da Lei n. 10.303/01, presume-se de forma *absoluta* a liquidez quando a ação integrar índice admitido à negociação no *mercado de valores mobiliários*. Desta forma, será presumida a liquidez de ações integrantes de outros índices, além do IBOVESP, desde que sejam negociados no mercado de valores mobiliários e *aceitos pela CVM*, a saber: o IBX – Índice Brasil, e o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. No que diz respeito à dispersão, vale ressaltar que “[...] para se efetuar o cálculo da dispersão das ações no mercado não mais se contará o total das ações emitidas pela sociedade, como antes,

atingidos tais parâmetros, visando reduzir as hipóteses em que possa ser negado o direito de recesso aos acionistas dissidentes.

Desta maneira, não poderão exercer o direito de recesso nas hipóteses de fusão, incorporação ou participação em grupos de sociedades, somente aqueles acionistas titulares de ações, que se enquadrem nas situações indicativas de liquidez e dispersão, previstas nas alíneas “a” e “b”, do inciso II, do art. 137⁶¹.

Em relação à concessão do direito de recesso no caso de cisão, excluído pela reforma promovida pela Lei n. 9.457/1997⁶², agora a Lei n. 10.303/2001 volta a incluí-lo, entretanto, somente em algumas hipóteses de cisão. O direito de recesso, neste caso, será exercido somente pelo titular da ação que sofrer efetivo dano patrimonial⁶³, quando a realização das operações de cisão resultarem em uma das hipóteses previstas nas alíneas “a”, “b” ou “c”, inciso III, art. 137⁶⁴, ou seja, quando, em virtude da fragmentação patrimonial

mas o *total da espécie ou classe*, da ação de que o dissidente for titular. A Lei n. 9457/97 presumia a *dispersão* quando o controlador, direta ou indiretamente, detivesse menos do total das ações da companhia. Nesse caso, entendia-se haver dispersão suficiente para se negar o direito de recesso ao minoritário.”CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 272 – 278.

⁶¹ A redação atual do art. 137 da Lei 6.404/1976: Art. 137: A aprovação das matérias previstas nos incisos I a V e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

[...]

II – nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

- a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitindo à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e
- b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação.

⁶² A respeito do motivo que levou a exclusão do direito de retirada nos casos de cisão, pela Lei 9457/97: [...] retirou-se o direito de recesso nos casos de cisão, para que se permitisse o pleno desenvolvimento do Plano de Desestatização do Governo Federal, sem que o Governo tivesse que arcar, em contrapartida, com os custos decorrentes do exercício do direito de recesso. CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 278.

⁶³ Salienta Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirk que, em verdade, o que enseja o direito de recesso não é a deliberação de cisão em si, mas os efeitos que suas condições acarretam. “[...] No que respeita à cisão [...] o que ensejará o recesso, portanto, não é a deliberação em si, mas a *alteração do dividendo obrigatório das ações da companhia cindida* decorrente da cisão.” (grifos nossos). Ibid., p. 81. Os dividendos, deve-se salientar, são regulados pelo art. 202 da Lei 6.404/76 e não podem ser conferidos sob os seguintes percentuais: 50% do lucro líquido, se o estatuto for omissão, e 25% no mínimo, se o estatuto regular a matéria.

⁶⁴ Art. 137. [...]

III – no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar:

- a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para a sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;

da companhia, resultar, na sociedade que absorver a parcela cindida, uma mudança de objeto social; redução de dividendo obrigatório⁶⁵ ou participação em grupos de sociedades.

Ressalvada, em relação à mudança do objeto social, quando a atividade preponderante⁶⁶ da sociedade que absorver a parcela cindida, for a mesma que vinha sendo explorada pela sociedade que repartiu seu patrimônio, buscando assim, facilitar a reorganização societária.

Conforme explicam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, nos termos do art. 265 da Lei das Sociedades Anônimas, a sociedade controladora e as suas controladas podem constituir um grupo de sociedades, por meio de convenção pela qual se obrigam a combinar recursos ou esforços à realização dos respectivos objetos, ou para participar de atividades ou empreendimentos comuns. Para tanto, a deliberação que enseja a criação de um grupo de sociedades altera profundamente a estrutura de cada uma das companhias, com reflexos nos estatutos e possíveis modificações nos direitos dos acionistas. Desta forma, o parágrafo único do art. 270 concede aos acionistas dissidentes o direito de recesso, desde que inexistentes a liquidez e dispersão, de acordo com o novo inciso II do presente art. 137. Deve ser observado que o fundamento da retirada do acionista é a deliberação assemblear favorável à convenção, tomada pelos acionistas majoritários de participação em grupo de sociedades.⁶⁷

Desta forma, ao acionista será assegurada a permanência na sociedade apenas se mantidas as mesmas condições existentes no momento de seu ingresso.

b) redução do dividendo obrigatório; ou
c) participação em grupo de sociedades;

⁶⁵ “A nova redação do art. 17, parágrafo 1, I e II, estabelece duas modalidades alternativas de dividendos para as companhias cujas ações estejam admitidas à negociação no mercado: prioridade no recebimento dos dividendos correspondentes a 3% do patrimônio líquido; ou dividendo 10% a maior das ações ordinárias, ele poderá exercer o direito de recesso.” *Ibid.*, p.282.

⁶⁶ “O conceito de atividade preponderante de uma companhia, para efeitos do art. 137, II, “a”, é empresarial e não meramente jurídico/estatutário, ou seja, refere-se à atividade econômica efetivamente desenvolvida pela companhia.” CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 281.

⁶⁷ *Ibid.*, p. 285.

O caput do art. 137 prevê ainda o pagamento do reembolso no valor das ações ao acionista dissidente pela companhia.

O valor deste reembolso na redação original da Lei n. 6.404/1976, de acordo com o artigo 45, §1º, não poderia ser inferior ao valor do patrimônio líquido das ações. Tal valor corresponde à divisão do valor do patrimônio líquido da empresa pelo número de ações emitidas, de acordo com o último balanço aprovado pela Assembléia Geral.

Com a reforma trazida pela Lei 9.457/1997, este dispositivo foi alterado, sendo permitido, a partir de então, que o valor do reembolso corresponda a valor inferior ao do patrimônio líquido, desde que o critério adotado seja o do valor econômico, ou seja, valor de mercado das ações.

Anna Luiza Prisco Paraíso trata sobre a intenção do legislador ao alterar desta forma o mecanismo do reembolso, referindo-se que com a mudança para o valor econômico, o reembolso estará mais consentâneo com o valor de mercado; desestimula-se, dessa maneira, a indústria do recesso⁶⁸.

A Lei n. 10.303/2001 não altera o mecanismo do reembolso, sendo, portanto, mantida a forma trazida pela Lei 9.457/1997.

⁶⁸ PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2 ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. p.202. Saliencia a autora: "importante esclarecer que, em regra, uma vez adotado o critério do valor econômico, não mais se admitirá o reembolso pelo valor do patrimônio líquido periodicamente. Há que se seguir um critério, sob pena de caracterização de abuso do direito de voto (art. 115) ou exercício abusivo de poder do controlador (art. 117). Aliás, foi essa a intenção do legislador: desestimular a "indústria do recesso", que tinha incentivo no reembolso baseado no valor do patrimônio líquido, tantas vezes superior ao valor econômico".

2.1.2 O *tag along* dos minoritários na hipótese de alienação do controle

O instituto conhecido internacionalmente pela expressão *tag along* de origem inglesa⁶⁹, traduz-se para a língua portuguesa, de forma literal, como “etiquetar conjuntamente”, estabelecendo o sentido de determinação do preço da coisa negociada.

Trata-se de um importante mecanismo, em que o acionista controlador assume o dever, previsto em estatuto ou acordo de acionistas, de alienar as suas ações somente a quem adquira as ações dos minoritários pelo mesmo preço.

A origem do referido instituto no Direito brasileiro verificou-se através da Lei n. 6.404/1976, que, na redação original dos artigos 254 e 255, previa a sua utilização em caso de alienação do controle, porém exigia previamente a autorização da CVM na confirmação da operação, com o intuito de assegurar tratamento igualitário aos minoritários, mediante simultânea oferta pública à aquisição do controle da companhia, ou seja, todos os possuidores de ações com direito a voto⁷⁰ receberiam por suas ações o mesmo preço pago ao controlador por aquelas ações que assegurem o controle acionário.

A oferta pública obrigatória para a aquisição de ações dos minoritários (em caso de alienação do controle, por questões estratégicas, visando facilitar o programa de privatização verificado no final dos anos 90) foi revogada pela lei n. 9.457/1997, permanecendo apenas a oferta pública voluntária à aquisição do controle (art. 257, *caput*), ou para reforço do controle (art. 257, parágrafo 3).

⁶⁹ PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas Sociedades Anônimas – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 45.

⁷⁰ “[...] o *tag along* não se aplica a todos os minoritários. Este direito está disponibilizado, apenas aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias, os quais nem sempre são muito presentes na estrutura do mercado de capitais brasileiro, e a alguns preferencialistas (aqueles cujas ações detêm restrições de direito de voto nos rumos e na gestão da sociedade, mas que supostamente seriam compensados por privilégios patrimoniais) contemplados no art. 17, parágrafo 1, III, da Lei n. 6.404/1976.”PERIN JÚNIOR, 2004, op. cit., p. 116.

A extinção da oferta pública obrigatória resultou na prática de abusos pelos controladores frente aos minoritários, como exemplifica Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

Em alguns casos, após a aquisição do controle acionário, os novos controladores compravam no mercado quantidade significativa de ações de emissão das companhias, suas novas controladas, reduzindo gradativamente a liquidez de tais papéis, para depois promoverem o fechamento de seu capital, aos preços que lhes fossem mais convenientes. Em outros casos, os novos controladores compravam grandes lotes significativos de ações a preços diferenciados, pagando a alguns minoritários, que lhes eram mais caros, preços melhores.⁷¹

Buscando evitar tais situações de abuso, a CVM expediu a Instrução Normativa n. 361/2002, regulando uma modalidade de oferta pública (OPA), cuja realização mostra-se obrigatória, como condição de eficácia do negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, devendo ser direcionada a todos os acionistas com direito a voto, integrantes do bloco minoritário. Neste sentido, há um melhor retorno no investimento dos acionistas desta categoria, importando, por conseqüência, uma distribuição mais adequada do prêmio pago pelo controle e os acionistas beneficiados pelo *tag along*.⁷²

O restabelecimento da oferta pública, entretanto, ocasionou discussão entre controladores, representados pela ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas), e a CVM.

⁷¹ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 387.

⁷² PERIN JÚNIOR, Ecio, 2004, op. cit., p. 109.

A Lei n. 10.303/2001, como reflexo de tal discussão, alterou a sistemática, introduzindo o art. 254 – A⁷³, que prevê o pagamento mínimo de 80% do preço pago ao controlador, à aquisição de ações dos minoritários.

Contudo, não se restaura o tratamento igualitário que era previsto na redação original do art. 254, da Lei n. 6.404/1976 – apenas traz de volta a obrigatoriedade da oferta pública.

Com as alterações trazidas pela Lei n. 10.303/2001, qualquer companhia aberta possui a obrigatoriedade de aplicar a regra da oferta pública, no caso de alienação do controle da companhia.

A oferta pública apresenta como destinatários todos os titulares de ações com direito a voto, não-integrantes do bloco do controle, como os ordinaristas, sem exceção, e os preferencialistas de classe ou classes em relação às quais o estatuto mantém íntegro o direito de voto, ou até mesmo daquelas que tiveram o seu direito de voto subtraído. Deste modo, aquela recebe como vantagem a previsão de prioridade no recebimento de dividendos fixos ou mínimos.

Conforme o previsto no art. 254-A, a oferta deixa de ser simultânea e torna-se condição resolutiva ou suspensiva do contrato de compra e venda de ações. Será suspensiva quando alienante e adquirente do controle convencionam que deverá ser aguardada a realização de oferta pública aos minoritários, para que haja execução do contrato; desta forma, os efeitos do contrato de alienação do controle acionário ficarão suspensos até a realização da oferta pública. Já, quando se tratar de condição resolutiva, as partes executam as cláusulas do contrato, sendo porém nulo o negócio, caso o

⁷³ A redação atual do art. 254-A, da Lei 6.404/1976 é:

“art. 254 -A – A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

adquirente do controle não realize a oferta pública à aquisição das ações dos minoritários.⁷⁴

Conforme referido anteriormente, a CVM tem competência para autorizar a alienação do controle da companhia, verificando se as condições da oferta pública atendem ao regulamento legal. Cabe à CVM, ainda, regulamentar a oferta pública, através de instrução⁷⁵, disciplinando os elementos que deverão constar no instrumento da oferta, bem como estabelecer o regime das informações a serem, prestadas ao mercado por ocasião da alienação do controle.

O referido dispositivo legal traz ainda em seu parágrafo 4º⁷⁶ a possibilidade, para o adquirente, de oferecer aos minoritários a opção de permanecer na companhia, graças a um pagamento de um prêmio, equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. Sobre a opção de pagamento do prêmio, José Edwaldo Tavares Borba afirma:

O acionista poderá ou não aceitar a oferta, de acordo com seu interesse. Para estimular a não-aceitação, o adquirente do controle poderá oferecer-lhe, como alternativa à aceitação de oferta de compra e venda de suas ações, o prêmio previsto.⁷⁷

Desta maneira, a escolha entre aceitar a oferta pública ou o prêmio caberá ao acionista.

⁷⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta *tag along*. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303/01*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 480.

⁷⁵ Instrução n. 361, de 05.03.2002, da Comissão de Valores Mobiliários na qual regula (art.29) a oferta pública à aquisição de controle de companhia aberta.

⁷⁶ Art. 254 – A [...] 4º. O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

⁷⁷ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 8. ed, Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 523.

A retomada do mecanismo do *tag along* introduzido pela Lei n. 10.303/2001, propiciou um aumento nos índices de segurança e liquidez no mercado acionário brasileiro, podendo-se justificar tal argumento pela valorização verificada na cotação das ações da Ambev e da Embratel, quando da alienação do controle de ambas pelas empresas Interbrew e da mexicana Telmex, respectivamente.⁷⁸

⁷⁸ SANTOS, JÚNIOR, Ricardo dos. *Tag Along* - mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais. *Revista de Informação Legislativa*. Brasília, n. 164, ano 41, p. 341, out./dez. 2004.

2.1.3 A participação dos acionistas minoritários e preferencialistas na composição do Conselho de Administração

Como já foi referido anteriormente, com o fim de propiciar maior credibilidade e transparência ao nosso mercado de capitais, buscou-se, através da participação dos acionistas minoritários ou por membros indicados pelos mesmos, ajustar o regime jurídico das sociedades anônimas às melhores práticas de gestão empresarial atualmente em voga, introduzidas pela expressão “governança corporativa” - tema a ser desenvolvido especificamente em outro item desta pesquisa.

Tal alteração legislativa, que viabiliza a participação dos minoritários na formação de um colegiado com poderes de definir os rumos da gestão da empresa, tem sido destacada como uma das importantes modificações legislativas no sentido de propiciar uma convergência de interesses entre aqueles que detêm o controle da companhia e os minoritários⁷⁹, pois estes buscam a participação e a transparência na administração, como forma de aumentarem o seu grau de informação e conseqüentemente a segurança no momento de decisão quanto aos seus investimentos ali alocados.

Com relação aos sistemas de administração utilizados pelas companhias, universalmente, são em regra estabelecidos de duas formas: a) o unitário, reservando a administração a um único órgão diretivo, gerando a centralização da gestão nas mãos do controlador, e um completo afastamento dos demais acionistas e b) o bipartido, modelo mais moderno, e adaptado às novas práticas de gestão, em que se distribui a administração entre dois órgãos, com funções próprias e inconfundíveis, ou seja, Conselho de Administração e Diretoria.⁸⁰

⁷⁹ PARENTE, op. cit., p. 148.

⁸⁰ CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado, Conselho de Administração: seu funcionamento e participação de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, 2003, op. cit.

Com relação às sociedades por ações de capital aberto, tipo legal intimamente ligado ao mercado de capitais, existe a obrigatoriedade na adoção do sistema bipartido de administração, uma vez que, para estas, o Conselho de Administração é órgão obrigatório, assim como a Diretoria (também órgão obrigatório), seja para as sociedades por ações abertas ou fechadas.

O Conselho de Administração é um órgão societário independente e autônomo, tendo como principal atribuição a fixação da orientação geral dos negócios da companhia, zelando para que a mesma seja gerida no interesse de todos os investidores, bem como dos demais interessados que fazem parte da empresa ou que gravitam em seu redor, intitulados *stakeholders*.

O estatuto social regulará a estrutura de composição do Conselho de Administração, fixando regras sobre o número de integrantes, prazo do mandato, forma de eleição do presidente, além das demais normas aplicáveis; Além disso, os conselheiros terão competência para eleger e destituir diretores a qualquer tempo, acompanhando e fiscalizando a atuação dos diretores, assumindo assim, dessa maneira, atribuições que seriam da assembléia. Norma Parente esclarece a função intermediária exercida pelo Conselho de Administração, uma vez que se situa entre a assembléia geral dos acionistas e a Diretoria. Enquanto das assembléias emanam as decisões de cunho não-técnico, cabe ao Conselho as decisões que propiciem a busca constante do fito lucrativo, além de, precipuamente, definir os parâmetros de alocação e da política de investimentos, sem perder o foco da necessidade de viabilizar o retorno do capital investido pelos acionistas.⁸¹

O controlador, pelo processo ordinário, tem o poder de eleger todos os conselheiros. A eleição, neste caso, faz-se por meio de chapa; desse modo, o grupo que alcançar a preferência da maioria será o vitorioso, preenchendo todos os cargos do Conselho.

⁸¹ PARENTE, op. cit., p. 148.

Desde 1976, com a vigência da Lei n. 6.404/76, o seu artigo 141⁸² já autorizava que acionistas não-controladores, representando no mínimo um décimo do capital votante, exigissem da sociedade a adoção do processo de voto múltiplo, mesmo que não-previsto no estatuto social, dessa forma, viabilizando a participação dos minoritários no Conselho de Administração.

Tendo em vista que a escolha dos membros que comporão o Conselho de Administração, através do voto múltiplo apresentar uma certa complexidade, buscaremos, nos ensinamentos de Paulo Fernando Campo Salles de Toledo, a explicação do funcionamento de tal mecanismo de escolha:

Conforme conceituação extraída do art. 141 da Lei das Sociedades por Ações, o voto múltiplo representa o processo através do qual são atribuídas “a cada ação tantos votos quantos sejam membros do Conselho”, sendo “reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários”. Em outras palavras, cada ação, em vez de corresponder a um voto, como acontece em geral, passa a valer, para este efeito, tantas vezes quantos forem os cargos de conselheiro a serem preenchidos. Por exemplo: um acionista, sendo titular de 100.000 ações, teria, normalmente, igual número de votos. Quando adotado o sistema de voto múltiplo, sendo cinco os cargos do Conselho de Administração, esse acionista passa a ter 500.000 votos (= 100.000 X 5). Além disso, poderia ele cumular votos (o sistema, cabe acrescentar, também recebe o nome de voto cumulativo) “num só candidato ou distribuí-los entre vários”, como expressamente a norma em foco. Desse modo, poderia ele, conforme sua tática, concentrar seus 500.000 votos num único candidato, aumentando as possibilidades de eleição deste.⁸³

⁸² Art. 141. “Na eleição dos conselheiros é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-lhes tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários”.

⁸³ SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando. *O Conselho de Administração na sociedade anônima* – estrutura, funções e poderes responsabilidade dos administradores. São Paulo: Atlas, 1999. p. 32.

A Lei n. 10.303/2001 altera a redação do parágrafo 4º do art. 141, além de acrescentar os parágrafos 5º e 8º⁸⁴, propiciando, desse modo, outra forma de participação dos acionistas ordinaristas não-controladores e ainda inclui a participação dos acionistas preferencialistas na composição do Conselho de Administração, através da eleição de um de seus membros.

Mesmo que tais previsões não impeçam o acionista controlador de eleger a maioria no Conselho de Administração, mantendo com isso o poder de decisão quanto às diretrizes de gestão a serem seguidas, a simples possibilidade da participação dos minoritários no colegiado permitirá a discussão e os debates de temas relevantes à companhia e principalmente para o interesse dos minoritários. Cabe destacar que, em uma composição que inviabilizasse a participação da minoria, tais questionamentos jamais figurariam na pauta de discussão, desestimulando o empenho de parte dos controladores na adoção das novas práticas de governança corporativa.

As modificações verificadas nos dispositivos legais que regulam a participação da minoria no colegiado encarregado pela Administração apresentam-se de forma clara e resumida por Pedro Oliva Marcílio de Souza da seguinte maneira:

(i) o *quorum* mínimo em que se garantia a eleição de um membro do Conselho de Administração pelos acionistas

⁸⁴ Art. 141. [...] 4º. Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I – de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II – de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

5º. Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incs. I e II do parágrafo 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inc. II do parágrafo 4º.

[...]

8º. A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o parágrafo 4º.

minoritários, que antes era de 20% do capital votante, foi reduzido para 15% desse capital;

(ii) atribuiu-se o direito de eleição de um membro do Conselho de Administração aos titulares de ações preferenciais sem a vantagem a que se refere o art. 18 da Lei n. 6.404/1976, desde que eles representem, pelo menos, 10% do capital social;

(iii) permitiu-se a cumulação das ações com direito a voto e preferenciais para a apuração do *quorum* de 10% do capital total, caso nem as ações preferenciais, nem as ações com direito a voto tenham eleito um conselheiro na forma dos itens (i) e (ii) acima;

(iv) determinou-se que o exercício dos direitos descritos nos itens anteriormente citados seja feito em votação em separado, da qual não participa o acionista controlador;

(v) o exercício dos direitos de eleger um membro do Conselho de Administração mediante votação em separado, pelos acionistas com direito a voto e pelos titulares de ações preferenciais, é restrito aos acionistas que detenham as ações ao menos durante três meses anteriores à assembléia na qual essa prerrogativa venha a ser exercida; e

(vi) o acionista controlador, ou grupo de acionista vinculado por acordo de voto, que detenha 50% ou mais das ações com direito a voto, tem o direito de eleger a maioria do Conselho, independentemente da quantidade de cargos prevista no estatuto social, sempre que ocorrer eleição do Conselho de Administração (a) por voto múltiplo e, também, (b) mediante votação em separado, (conforme descrito nos itens (i), (ii) e (iii), acima⁸⁵.

Desta forma, poderão exercer o direito de eleição de um membro e seu suplente, fazendo uso das prerrogativas dos incisos I e II, do parágrafo 4º do art. 141, respectivamente, aqueles acionistas representantes de 15% do total das ações com direito a voto, e os acionistas preferencialistas com voto restrito ou sem direito a voto, representantes de 10% do capital social; além disso, é necessária a comprovação da titularidade ininterrupta da participação acionária, exigida durante o período de três meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da Assembléia-Geral. Essa eleição independe de solicitação prévia (diferentemente da sistemática do voto múltiplo, exigida pelo art. 141, §1º), ocorrendo em separado, sem a participação do controlador e elegerá apenas um membro do Conselho de Administração.

⁸⁵ SOUZA, Pedro Oliva Marcílio de. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, ano 41, p. 88-89, abr./jun. 2002.

O acionista, entretanto, não poderá exercer duplamente o direito de voto, participando, com as mesmas ações, do processo de voto múltiplo e da eleição em separado, sendo necessária a identificação, através de requerimento prévio, quais os acionistas que votarão em separado. Reserva-se àqueles que requererem a eleição em separado a indicação de seu representante, cabendo aos demais acionistas, através do voto, o preenchimento dos demais cargos.⁸⁶

Caso os preferencialistas não obtenham o *quorum* de 10% e os ordinaristas, 15% do capital social, estarão ambos impedidos de elegerem em cada grupo o seu membro e suplente no Conselho de Administração, todavia, levando-se em consideração que, em conjunto, podem representar um percentual importante, o legislador no art. 141, §5º, assim mesmo, prevê a possibilidade de ambos, agregando as suas participações no capital, elegerem, em separado, um membro e seu suplente, desde que respeitado o *quorum* mínimo de 10%, conforme o previsto no inciso II do art. 141, da referida lei.

Entretanto, em relação à prerrogativa do parágrafo 5º, já se tem crítica na doutrina, uma vez que, mesmo compondo a minoria, são oriundos de modalidades distintas, refletindo-se em visões e interesses distintos, o que determina dificuldades no estabelecimento de uma coesão nas decisões.⁸⁷

O representante eleito, com base em uma das prerrogativas do parágrafo 4º do art. 141 da Lei 6.404/1976, tem competência diversa daquela conferida aos demais membros do Conselho de Administração. Somente o membro eleito com base em tais prerrogativas possui poderes para vetar, desde que fundamentadamente, a destituição, contratação ou recontração do auditor independente escolhido pelo Conselho de Administração, nos termos do art. 142, § 2º da Lei n. 6.404/1976⁸⁸. Ainda, a destituição deste membro

⁸⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 8. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 408.

⁸⁷ BRANCO, Adriano Castelo. *O Conselho de Administração nas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004. p. 48. Conforme o entendimento do autor: "As formas de direitos e obrigações que dizem respeito a essas modalidades distintas de minoritários são, em grande parte, conflitantes e/ou excludentes. O conselheiro eleito nesse contexto terá muita dificuldade de atuar, pois terá de defender interesses muitas vezes distintos".

⁸⁸ Art. 142. Compete ao Conselho de Administração

deverá ocorrer em assembléia distinta da dos demais membros, conforme preceitua o art. 141, § 4º, o que não ocorre com o membro eleito pelo processo de voto múltiplo, já que a sua destituição implica a destituição dos demais membros⁸⁹.

Observa-se que, apesar de as alterações em relação à eleição de conselheiros pelos minoritários terem sido incluídas na redação do art. 141, que trata sobre a sistemática do voto múltiplo, as hipóteses previstas nos incisos I e II do parágrafo 4º e parágrafo 5º podem ser aplicadas, mesmo que o sistema adotado à eleição não seja o de voto múltiplo.⁹⁰

2.1.4 O acesso dos minoritários ao Conselho Fiscal

As primeiras previsões em relação à existência do Conselho Fiscal surgem em 1.891, com o Decreto de n. 434, que regulamentava as sociedades anônimas, trazendo como obrigatória a instalação do Conselho Fiscal; entretanto a maioria dos dez artigos que compunha o capítulo V, regulava a função dos fiscais, individualmente.⁹¹ Muito embora já houvesse previsão quanto a existência de um Conselho Fiscal com as funções de controlar e fiscalizar a administração, a forma de escolha de seus membros, não favorecia uma atuação aos moldes do desejado, pois a mesma maioria que escolhia a administração, também escolhia os fiscais, invariavelmente despreparados

[...]

II – eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observando o que a respeito dispuser o estatuto;

⁸⁹ SOUZA, 2002, op. cit., p. 94.

⁹⁰ BRANCO, 2004, op. cit., p. 51.

⁹¹ RETTO, Marcel Gomes Bragança. As reformas da Lei das sociedades por Ações – Análise comparativa de aspectos relevantes das reformas de 1997 e 2001. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.157.

para a função.⁹² Seus membros eram eleitos pela maioria, que também elegia os membros da administração.

Após, com a edição do Decreto – lei 2.627/40, surge a possibilidade de os acionistas detentores de um quinto ou mais do capital votante⁹³, bem como os preferencialistas, eleger um membro no conselho. Havia, ainda, a possibilidade dos conselheiros de contratarem peritos contábeis para auxiliá-los no exame dos livros, do inventário e das contas, cujos honorários seriam fixados pela Assembléia.⁹⁴

A evolução das determinações legais demonstrava a preocupação em oferecer mecanismos aos acionistas minoritários, para que pudessem intervir como fiscais do controlador da companhia. Neste contexto, surge a Lei n. 6.404/1976, ampliando a competência do Conselho Fiscal.⁹⁵ Atualmente, a redação do art. 161 da Lei n. 6.404/1976⁹⁶ dispõe sobre a composição e a

⁹² MIRANDA, Pontes. Tratado de direito privado. Tomo L, Direito das obrigações: Sociedade por ações. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 3ª ed., 1984, p.413.

⁹³ Aqui, o Decreto se refere aos acionistas que não conseguissem opor-se aos membros que elessem os administradores, chamados de “acionistas dissidentes”. BENCKE, Carlos Alberto. *Acionista Minoritário nas sociedades anônimas – direito de fiscalização*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003, p. 113.

⁹⁴ RETTO, Marcel Gomes Bragança. As reformas da Lei das sociedades por Ações – Análise comparativa de aspectos relevantes das reformas de 1997 e 2001. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.162..

⁹⁵ *Ibid.*, p. 114.

⁹⁶ Art. 161. A companhia terá um Conselho Fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

1º O Conselho Fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela Assembléia Geral.

2º O Conselho Fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela Assembléia Geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 décimo (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia geral ordinária após sua instalação.

3º O pedido de funcionamento do Conselho Fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer Assembléia Geral, que elegerá os seus membros.

4º Na constituição do Conselho Fiscal, serão observadas as seguintes normas: os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;

ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea “a”, mais um.

5º. Vetado.

instalação do Conselho Fiscal, determinando que este será composto de, no mínimo, três membros e, no máximo, cinco e seus respectivos suplentes, tendo um representante dos minoritários com direito a voto, possuidores de, pelo menos, 10% do capital votante; um representante do acionista controlador, e um terceiro representante dos preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito.

A função do Conselho Fiscal é fiscalizadora sobre a administração e está diretamente ligada à proteção dos acionistas minoritários, já que este órgão é responsável por conceder aos acionistas as informações que necessitam para a fiscalização sobre a gestão dos negócios da companhia, e ainda, para que possam votar na Assembléia Geral com o conhecimento necessário.⁹⁷

A eleição dos membros dar-se-á na Assembléia Geral e cada classe fará a votação em separado. Os membros do Conselho Fiscal devem ser pessoas físicas, residentes no Brasil com curso superior ou experiência mínima de três anos - como administrador de empresa ou conselheiro fiscal -, não podem ser membros de órgãos da administração ou empregados da companhia ou de parente até o terceiro grau de administrador da companhia, compreendendo inclusive, o parentesco por afinidade.⁹⁸

O funcionamento do Conselho Fiscal pode ser permanente ou temporário⁹⁹, cabendo ao estatuto dispor sobre o assunto. Para Fábio Ulhoa Coelho, o Conselho Fiscal “trata-se de órgão de existência obrigatória, mas de funcionamento facultativo” e explica a aparente contradição de sua assertiva:

6º. Os membros do Conselho Fiscal e seus suplentes exercerão seus cargos até a primeira Assembléia Geral Ordinária que se realizar após a sua eleição, e poderão ser reeleitos.

7º. A função do membro do Conselho Fiscal é indelegável.

⁹⁷ PERIN JÚNIOR, Écio. *A Lei N. 10.303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário*. São Paulo: Saraiva, 2004. p.103.

⁹⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 8ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 430.

⁹⁹ CRISTIANO, Romano. *Órgãos da Sociedade Anônima*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 69.

[...] a existência é obrigatória, no sentido de que não está condicionada a previsão estatutária; contudo, ele pode ou não estar em funcionamento, dependendo da vontade dos acionistas. Assim, ao contrário do que ocorre relativamente ao conselho de administração, o conselho fiscal existe, mesmo que omita o estatuto. Se os acionistas, porém, reputam desnecessário o funcionamento do órgão, como instrumento auxiliar na fiscalização dos administradores, eles simplesmente não elegem os conselheiros. Nesse caso, o conselho está desativado, embora exista e possa ser ativado a qualquer momento.¹⁰⁰

O funcionamento do Conselho Fiscal ocorrerá a pedido dos acionistas detentores de um décimo das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto, sendo que o período de seu funcionamento encerrará na primeira Assembléia Geral Ordinária após a sua instalação.

A Lei n. 10.303/2001 trouxe como inovação o aumento da competência individual dos membros do Conselho Fiscal, trazendo nos artigos 163, I e IV, e 164, parágrafo único¹⁰¹, com a expressão “por qualquer de seus membros”. Neste sentido, passa a ser de competência do órgão ou de um de seus membros individualmente: 1) fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários (art. 163, I); 2) denunciar aos órgãos de administração e, se estes permanecerem inertes, à

¹⁰⁰ COELHO, 2002, op.cit., p.228.

¹⁰¹ Art. 163. Compete ao conselho fiscal:

I – fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;

[...]

IV – denunciar, por qualquer um de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembléia Geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;

Art. 164. Os membros do Conselho Fiscal, ou ao menos um deles, deverão comparecer às reuniões da Assembléia Geral e responder aos pedidos de informações formulados pelos acionistas.

Parágrafo único. Os pareceres e representações do Conselho Fiscal, ou de qualquer um de seus membros, poderão ser apresentados e lidos na assembléia geral, independentemente de publicação e ainda que a matéria não conste da ordem do dia.

Assembléia Geral os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, sugerindo providências úteis à companhia (art. 163, IV) e 3) apresentar e ler os pareceres e representações seus ou do Conselho Fiscal na Assembléia Geral, independentemente de publicação e ainda que a matéria não conste da ordem do dia.¹⁰²

Os conselheiros, no exercício de sua competência individual, podem divergir quanto a uma decisão. Sobre isso, Carlos Alberto Bencke observa:

[...] parece, em princípio, uma superfetação da lei, porque se a responsabilidade é individual, o conselheiro fiscal pode divergir da condução da fiscalização do conselho e tomar atitudes solitárias, a bem de resguardar a sua posição. Há, no entanto, que separar-se aquelas decisões que dependem fundamentalmente, do colegiado, mas que o conselheiro, individualmente, pode divergir, lançando essa circunstância na ata da reunião, a fim de ressalvar eventual responsabilidade pessoal.¹⁰³

O autor salienta ainda que a consignação na ata será importante na apuração de atos ilícitos e de omissão nos deveres previstos no art. 165, parágrafos:

Quanto aos atos ilícitos praticados por um dos conselheiros, são eles incomunicáveis, exceto se houver conviência ou se outro dos membros concorrer para a prática do ato. Há solidariedade quando houver omissão no cumprimento dos deveres, mas dela se exime o conselheiro dissidente, desde que a dissidência seja consignada em ata.¹⁰⁴

¹⁰² CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op., p. 337 - 338.

¹⁰³ BENCKE, 2003, op. cit., p. 115-116.

¹⁰⁴ BENCKE, 2003, op. cit., p. 116.

Assim, observa-se que o Conselho Fiscal é um órgão de grande importância no auxílio dos minoritários, para que possam fiscalizar os atos da administração.

2.1.5 A arbitragem como forma de composição de conflitos entre controladores e minoritários

Adequada às novas tendências mundiais inovadoras, a Lei n. 10.303/2001, em seu art. 109, §3º, passou a regular expressamente a possibilidade de incluir no estatuto uma cláusula compromissória, prevendo a via arbitral, como forma de solução de conflitos entre a sociedade e seus acionistas, bem como entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

Muito embora fosse clara a intenção de o legislador possibilitar a adoção da arbitragem como uma forma de solução de conflitos no âmbito das sociedades por ações, críticas foram externadas pelo uso da expressão *arbitramento* e não *arbitragem* na redação do referido dispositivo, como aplicável à espécie, pois a expressão *arbitramento*, utilizada no âmbito do Processo Civil, caracterizando-se como uma atividade jurisdicional, que visa ao alcance da liquidez de uma decisão judicial, desprovida de tal atributo.¹⁰⁵

A previsão da utilização da arbitragem nos contratos de sociedade tem sua origem no Código Comercial – Lei n. 556, de 25 de junho de 1850, mais precisamente na parte que regulava o Direito Societário, art. 302, item 5 e Art. 294¹⁰⁶, apesar de o instituto já ter sido introduzido através da Constituição Federal de 1824. Mantém-se nas Constituições posteriores de 1934 e 1937,

¹⁰⁵ VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. *Arbitragem em Direito Societário*. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004. p.162.

¹⁰⁶ Código Comercial, Art. 302. “A escritura seja pública ou particular deve conter: (...) 5. A forma da nomeação dos árbitros para juízes das dúvidas sociais. Art. 294. “Todas as questões sociais que se suscitarem”.

como norma procedimental, além de previsão no Código Civil de 1916 (art. 1.037 a 1.048) e no Código de Processo Civil (artigos 101 e 1.102)¹⁰⁷

Atualmente o instituto da arbitragem está consagrado na Lei n. 9.307/1996, que revogou os dispositivos referidos, trazendo autonomia à sentença arbitral, sendo, portanto, dispensável a homologação judicial, para produzir efeitos entre as partes. Cumpre salientar que a arbitragem é aplicável aos litígios que tenham por objeto os direitos patrimoniais disponíveis.¹⁰⁸

A arbitragem é um instituto fundado na autonomia da vontade¹⁰⁹, que visa solucionar os conflitos entre as partes através da atuação de um terceiro ou terceiros, estranhos ao conflito, mas de confiança e escolha das partes em conflito, intitulado árbitro(os). Embora não tenha sido investido dos poderes inerentes às funções próprias do Poder Judiciário, terá as suas decisões reconhecidas, obrigando as partes, equivalendo a mesma a um título executivo judicial.¹¹⁰

Estabelece a referida Lei que a atividade do árbitro corresponde à atuação do juiz oficial, no processo de conhecimento, de cognição ou de declaração, atuação essa decorrente do artigo 22, parágrafo 4º da Lei n. 9.307/1996.¹¹¹.

Não resta dúvida da importância da atividade empresarial para o desenvolvimento dos povos, bem como também se reconhece a complexidade, multiplicidade e especialidade que envolve os negócios de natureza jurídico-

¹⁰⁷ VILELA, 2004, op. cit., p.21.

¹⁰⁸ Direitos patrimoniais são "os direitos sobre bens que podem ser apreciados quantitativa, econômica ou monetariamente; disponíveis, os direitos vinculados a bens alienáveis ou apropriáveis...". PERIN JÚNIOR, 2004, op. cit., p.144.

¹⁰⁹ SILVA, Eduardo Silva da. *Arbitragem e direito de empresa: dogmática e implementação da cláusula compromissória*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003. p.60.

¹¹⁰ CARVALHOSA, Modesto. Cláusula compromissória estatutária e juízo arbitral. In: LOBO, Jorge. (coord.) *Reforma da lei das sociedades anônimas-inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, Rio de Janeiro: Forense, 2002. p.323.

¹¹¹ Art. 22. Poderá o árbitro ou o tribunal arbitral tomar depoimento das partes, ouvir testemunhas e determinar a realização de perícias ou outras provas que julgar necessárias, mediante requerimento das partes ou de ofício.

§ 4º Ressalvado o disposto no § 2º, havendo necessidade de medidas coercitivas ou cautelares, os árbitros poderão solicitá-las ao órgão do Poder Judiciário que seria, originariamente, competente para julgar a causa.

empresarial. É por conseqüência natural que dessas relações decorram conflitos de difícil composição.

Todavia, a forma tradicionalmente utilizada à solução dos mesmos através da Justiça Estatal tem-se mostrado incompatível, com a segurança, rapidez, sigilo e especialização técnica, exigidos pelo meio empresarial.¹¹² O Poder Judiciário não tem conseguido solucionar a contento os conflitos que lhe são submetidos, devendo ficar ao seu encargo, principalmente as chamadas matérias relacionadas aos direitos indisponíveis.

A matéria empresarial, como envolve quase exclusivamente matéria relacionada aos direitos patrimoniais disponíveis, tem-se mostrado mais apropriada pela adoção de meios alternativos de solução de conflitos que primem pela rapidez, sigilo e sobretudo especialidade técnica, como a arbitragem, conforme já foi reconhecido expressamente pelo então Senador Marco Maciel, ao apresentar o Projeto de Lei n. 78/92, que antecedeu a Lei n. 9.307/96, que regula Arbitragem no Brasil.¹¹³

Todavia, para que as empresas, especialmente as companhias possam lançar mão da arbitragem como forma de composição de seus conflitos, entre a sociedade e seus acionistas, bem como entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, conforme prevê o art. 109, § 3º da Lei n. 6.404/76, alteração introduzida pela Lei n. 10.303/01, devem introduzir em seus estatutos uma cláusula compromissória, espécie do gênero convenção arbitral, seguida do compromisso arbitral, visando à composição da lide ou controvérsia uma vez já instituída.¹¹⁴ A cláusula compromissória, como primeira etapa, deve obrigatoriamente constar no estatuto, como previsão de vincularem-se ao juízo arbitral em substituição ao juízo estatal. Segue a esta o

¹¹² RIBEIRO, Vera de Paula Noel. *A minoria nas sociedades anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 108.

¹¹³ Assim prevê, relacionando-se à arbitragem, a exposição de motivos do Projeto de Lei n. 78/92: "Agora é necessário criar um foro adequado às causas, envolvendo questões de direito comercial, negócios internacionais ou matérias de alta complexidade, para os quais o Poder Judiciário não está aparelhado. É neste contexto que a arbitragem surge como excelente e insuperável alternativa para a solução de litígios, funcionando ainda para descongestionar os órgãos jurisdicionais estatais, excessivamente sobrecarregados, na esteira do que vem ocorrendo nos mais diversos países, especialmente europeus e sul-americanos".

¹¹⁴ CARVALHOSA, 2002, op. cit., p.326.

compromisso arbitral, instituidor do juízo arbitral, uma vez que o conflito já tenha eclodido, devendo ater-se à cláusula compromissória, prevista no estatuto social.¹¹⁵

Uma questão inquietante, em matéria de adoção da arbitragem em Direito Societário, repousa no alcance subjetivo da cláusula compromissória,¹¹⁶ uma vez incluída em um estatuto social, pois o pressuposto de validade e eficácia da decisão arbitral depende de expressa declaração de vontade das partes envolvidas, sem a qual é nula, pois ferirá um direito essencial do acionista de socorrer-se do Judiciário.

Àqueles acionistas fundadores ou que expressamente deliberaram nas alterações estatutárias posteriores pela inclusão do pacto, prevendo a adoção da cláusula compromissória, abriram mão de socorrer-se do Poder Judiciário, adotando como forma de solução de conflito a arbitragem. Porém, estarão sujeitos à solução de conflitos societários, através da arbitragem, envolvendo a mesma companhia, àqueles acionistas que não tenham expressamente concordado com a adoção da arbitragem em assembléia de acionistas ou que simplesmente absteram-se de votar?

Tal matéria tem-se mostrado um tanto controversa sob a ótica do entendimento doutrinário, uma vez que ainda não são conhecidas decisões judiciais que tenham discutido o tema, sobretudo em função da recente retomada de discussão da matéria, a partir da vigência do §3º do art. 109 da Lei n. 6.404/76, alteração introduzida pela Lei n. 10.303/01.

Parte da doutrina, incluindo Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik, Luiz Eduardo Cantidiano, Écio Perin Júnior, dentre outros, entende que a cláusula estatutária instituidora da arbitragem vincula somente àqueles acionistas que expressamente a contrataram, devendo ater-se ao previsto no § 2º do art. 109,

¹¹⁵ CARMONA, Carlos Alberto. O Processo Arbitral. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, n. 1, ano 1, p. 25, jan./abr. 2004. Manifestando-se o autor da seguinte forma: "a cláusula e o compromisso diferem-se hoje, basicamente pelo critério temporal. A cláusula é a avença para a eventualidade futura de um litígio; é uma mera possibilidade; o litígio ainda não ocorreu, talvez nunca ocorra. Já o compromisso diz respeito a um litígio concreto, a um litígio atual e as partes estão tratando de um problema que já existe".

¹¹⁶ MAKANT, 2005, op. cit., p. 84.

que assegura que os direitos do acionista não podem ser elididos pelo estatuto ou pela Assembléia Geral, portanto o acionista pode ou não optar por contratar a cláusula instituidora da arbitragem, e assim substituir o foro judicial pelo arbitral.¹¹⁷

Assim, concluem os referidos autores que dizer que o acionista admite a solução das controvérsias surgidas no âmbito da companhia através da arbitragem, simplesmente por estar previsto no estatuto social a cláusula compromissória, seria admitir que é possível haver uma renúncia implícita a um direito essencial deste acionista, previsto no parágrafo 2º do artigo 109 da Lei 6.404/1976.

Em sentido contrário, entretanto, Juliana Kruger Pela¹¹⁸ e Bárbara Makant¹¹⁹ adotam a posição de que, uma vez inserida a cláusula compromissória no estatuto social, resultante de aprovação pela maioria em Assembléia Geral, esta cláusula obrigaria a todos os acionistas, inclusive os dissidentes, pela observância do critério da maioria, já que a maioria age em defesa do interesse social, não se observando o interesse pessoal do sócio. Concluem as autoras que não existir na Lei n. 6.404/76 ou na Lei n. 9.307/96 fundamento exigindo aprovação unânime para a inserção da cláusula compromissória, logo se a inserção se der em razão de decisão por maioria, deverá prevalecer o interesse da companhia em detrimento de interesses individuais.

¹¹⁷ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 195. Assim se manifestaram os autores: "Ao renunciar à jurisdição estatal para adotar o juízo arbitral, o acionista e a sociedade estão renunciando a um direito essencial, que, portanto, tem caráter personalíssimo, não se transmitindo aos acionistas que não renunciaram expressamente a esse direito constitucionalmente assegurado (art. 5, XXXV, da Constituição Federal). PERIN JÚNIOR, 2004, op. cit., p.147-148, segue o mesmo entendimento: "A aplicação da cláusula compromissória apenas aos que tenham subscrito atende ao princípio fundamental de que na sociedade não pode ocorrer nenhuma restrição ao direito de disponibilidade dos direitos essenciais dos sócios, no caso de socorrer-se do Poder Judiciário para a declaração ou a imposição de seus interesses. Assim, a cláusula compromissória não vincula nem os acionistas atuais que não subscreveram o pacto, nem os acionistas que posteriormente adentrem a sociedade sem expressamente aderir a ele. Não há presunção de renúncia de direito essencial de nenhum acionista, tanto mais em se tratando de pacto parassocial, cuja natureza é a da cláusula compromissória estatutária"

¹¹⁸ PELA, Juliana Kruger. Nota sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n.126, ano 41, abr./ jun 2002. p. 129-140.

¹¹⁹ MAKANT, 2005 op. cit., p.82-103.

Direcionando-se a discussão às sociedades abertas, que negociam seus títulos no mercado de balcão ou nas Bolsas de Valores, seus acionistas, em grande parte, são representados por investidores, que não estão diretamente interessados nos termos e previsões estatutárias, mas na rentabilidade e liquidez que as ações podem representar no mercado, pois, se algo lhes descontentar, negociarão seus papéis no mercado, escolhendo outro investimento. Ressalta-se inclusive, que a grande maioria dos investidores não participam ativamente das decisões da companhia, mesmo quando devidamente convocado, além de pouca influência representar a esta espécie de acionista, a inclusão de uma cláusula compromissória, à adoção da arbitragem como forma de solução de conflitos societários.

Conclui-se em relação à discussão, que como a Lei n. 10.303/2001 incluiu a possibilidade de adoção da arbitragem para a resolução dos conflitos surgidos no âmbito da companhia, sem contudo, regular a matéria, faz-se necessário aguardar-se o aprofundamento da discussão no âmbito do Poder Judiciário ou até mesmo através da arbitragem.

2.2 A nova estrutura normativa do mercado de valores mobiliários na Lei n. 6385/76 introduzido pela Lei 10.303/01.

As tentativas de modificação, visando à busca de um panorama econômico mais favorável, invariavelmente, devem vir acompanhadas de mudanças no ordenamento jurídico. Tal afirmação justifica-se plenamente pois, historicamente, têm-se verificado constantes modificações, sobretudo na Lei das Sociedade por Ações, que regula esta espécie societária destinada aos empreendimentos de maior expressão. Isso ocorre devido à necessidade de adequar a economia brasileira aos novos parâmetros exigidos pela intitulada globalização da economia, em que os padrões internacionais de concorrência estão a exigir, cada vez mais, grandes índices de competitividade,

principalmente daquelas empresas situadas nos chamados mercados emergentes.

As reformas legislativas justificam-se, visto que o Estado tem-se mostrado incapaz de propiciar o acesso aos investimentos necessários visando o crescimento econômico das empresas, tão imprescindíveis no atual estágio de competitividade empresarial reinante.

Mesmo que economicamente o Estado pudesse dispor de meios de prover as empresas dos investimentos necessários, como ocorreu nas décadas de 70 e 80, nos dias de hoje, as necessidades de âmbito social, principalmente nos campos da educação, saúde e segurança, mostram-se mais prementes.

Porém, tal reconhecimento não significa que o Estado não possa - e não deva - alcançar a sua contribuição, criando as condições necessárias para que tais investimentos possam ser captados pelas empresas, principalmente através do mercado de capitais.

Como foi referido anteriormente, uma das alternativas economicamente mais atrativas para financiar os investimentos nas empresas passa necessariamente por um mercado de capitais fortalecido.¹²⁰

A busca pelo desenvolvimento de um mercado de capitais é uma das melhores políticas de governo, no sentido de criar condições para que sejam viabilizados os investimentos necessários nas empresas brasileiras, distante do pensamento daqueles que vêem este mercado como uma simples

¹²⁰ Neste sentido, o posicionamento de KANDIR, Antônio. A reforma da Lei das Sociedade Anônima e o desenvolvimento. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo, n.12, ano 4, p.15, Abr./Jun. 2001, "Um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico. Nele, as empresas encontram uma alternativa poderosa para financiar seus investimentos. Nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos realizados por companhias abertas no Brasil foram tomados no mercado acionário. O restante veio de empréstimos ou foi bancado com capital próprio gerado por lucros obtidos. O fortalecimento do mercado de capitais pode ajudar o país a investir, crescer e gerar mais empregos, tanto direta como indiretamente. Como já salientamos, trata-se de um mecanismo que, de maneira direta, amplia as forma de financiamento. Além disso, indiretamente, ajuda a elevar a competitividade da economia brasileira, ao possibilitar ganhos de produtividade às empresas".

oportunidade de ganho, dissociado de uma economia baseada em um mercado produtivo racional.¹²¹

Tal viabilização passa pela adoção de uma política econômica consistente e pela criação de um sentimento de segurança reinante no público investidor.

Quanto à política econômica, muito embora de enorme importância para também gerar um sentimento de segurança ao mercado, tal temática foge ao objetivo do presente estudo, relegando-se tal análise para o complexo cenário da economia.

Todavia, tais sentimentos de segurança e confiabilidade podem também estar ancorados no âmbito do Direito, visto que o Estado pode propiciar o desenvolvimento de tal condição, exercendo de forma eficiente o seu poder regulador.

Buscando diminuir os sentimentos de incerteza e desconfiança que ainda reinam no mercado de capitais brasileiro, e fazendo uso de seu poder regulador, foi também alterada de forma substancial, através da Lei n. 10.303/2001, a Lei n. 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários. Deve-se também referir que, em função de alguns vetos ao texto proposto pelo Congresso Nacional, a vigência dos mesmos só foi possibilitada através do Decreto n. 3.995, de 31 de outubro de 2001 e da Lei n. 10.411/2002, por conversão da Medida Provisória de n. 8, de 11.09.2001.

Tal desejo de criar as condições favoráveis ao desenvolvimento do mercado de capitais através de alterações na Lei n. 6.385/76 já refletia um desejo antigo do mercado, sobretudo visando outorgar maior autonomia ao principal órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro, que é

¹²¹ Ibid., p.14. “Para muitos, a discussão em torno do mercado de capitais pode parecer assunto distante e de importância menor. Trata-se de uma percepção equivocada. Pior ainda são os que pensam que ações e bolsas de valores são coisa de especulador. O desenvolvimento do mercado de capitais está na raiz da expansão de economias saudáveis.”

a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a fim de se criar as condições para o exercício de seu poder de polícia, livrando-a de pressões políticas indesejadas e autonomia em face do Poder Executivo.¹²²

Tal desejo de promover alterações na legislação que regulava o mercado de capitais, principalmente com a finalidade de conceder uma maior autonomia à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foi amplamente discutido pelos juristas de maior renome nacional. Em 1980, verificou-se a venda de um lote expressivo de ações da Companhia Vale do Rio Doce, pelo governo brasileiro, uma vez que na época a mesma tinha o *status* de uma companhia de economia mista, operação esta praticada ao arrepio da legislação vigente (Lei n. 6.385/76). Essa situação gerou a instauração de inquérito administrativo CVM n. 04/80, em que foi suscitada grande discussão a respeito da efetiva autonomia da CVM e sua competência para impor penalidades aos diretores (servidores públicos) que ordenaram a alienação das ações.¹²³

Em especial o advogado e Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Nelson Eizirik, árduo defensor de reformas na legislação reguladora do mercado de capitais, propunha, inclusive, a receita a ser seguida pelo legislador, indicando os pontos mais importantes a serem observados quando da efetivação da reforma, tão necessária: a) conferir maior autonomia, política, administrativa, financeira; b) prever a possibilidade de serem aplicadas multas mais elevadas, proporcionais à gravidade dos delitos e calculadas sobre o valor dos lucros auferidos pelos infratores; c) conferir à Comissão de Valores Mobiliários a legitimidade processual, para propor judicialmente, mediante ação civil pública, medidas acautelatórias e indenizatórias para os casos de ilícitos

¹²² EIZIRIK, Nelson Laks. *Questões de Direito Societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 34. “a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – vem enfrentando alguns desafios decisivos à sua capacidade de afirmação como uma agência capaz de regular e fiscalizar o mercado acionário.”

¹²³ COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 309. “Na sistemática normativa da Lei n. 6.385/76, o acionista controlador é um dos participantes do mercado de capitais, juntamente com as companhias abertas. Como tal, está sujeito à jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários, quanto à fiscalização permanente de suas atividades; ao exame de seus registros, livros e documentos; à proibição, sob a cominação de multa, da prática de atos prejudiciais ao funcionamento regular do mercado...”

praticados no mercado de capitais, além de outros, também importantes, mas de menor profundidade.¹²⁴

Ainda cabe ressaltar uma importante tentativa de alterar a Lei n. 6.385/76, no ano de 1986, quando foi elaborado pela CVM um anteprojeto, visando a uma sensível alteração na referida lei, principalmente, com o objetivo de promover maior autonomia da CVM; sistematizar a disciplina do mercado; disciplinar a responsabilidade civil e administrativa dos intermediários financeiros; aumentar o valor das multas pecuniárias, já defasadas para a época; disciplinar os crimes contra o mercado de valores mobiliários, dentre outras proposições.¹²⁵

Como se tratava de um projeto ousado, pela amplitude de suas modificações, que provocaria alterações profundas no mercado de capitais, e, por ser uma proposição da própria CVM, já ficava evidenciado o estágio de defasagem em que se encontrava a legislação. Todavia, o anteprojeto não obteve o apoio dos legisladores à época, muito embora algumas alterações ressurgam após 15 (quinze) anos.

Impulsionado pelas constantes alterações verificadas nos cenários econômicos (internacional e nacional), por conseqüência, reacendeu-se, nos últimos tempos, as discussões, com o objetivo de visando alterar a legislação reguladora do mercado de capitais no Brasil.

Ainda que as alterações ocorridas na Lei n. 6.385/76 sejam substanciais¹²⁶, observam-se, no presente trabalho, aquelas que julgamos de maior relevância, com a finalidade de alcançar à Comissão de Valores Mobiliários, às condições necessárias no sentido de que a mesma possa cumprir as suas funções como órgão regulador do bom funcionamento do

¹²⁴ EIZIRIK, Nelson. "A urgente reforma da lei nº 6.385/76." *Revista de Direito Mercantil, Industrial, econômico e financeiro*, nº 98, Ano XXXIV, abril/junho/1995, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, p.58-62.

¹²⁵ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit, p.435-436.

¹²⁶ CHEDIAK, Julian Fonseca Pena. *A reforma do mercado de valores mobiliários, artigo publicado in Reforma da lei da sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador Jorge Lobo; Antônio Kandir... [et al.]. -, Rio de Janeiro: Forense, 2002, p.526.

mercado de capitais. Nas palavras de um ex-presidente da CVM, Dr. Luiz Eduardo Cantidiano, apresenta as seguintes finalidades:

(a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, (b) promover e assegurar a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, (c) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra (i) emissões irregulares de valores mobiliários, contra (ii) atos ilegais dos administradores e controladores das companhias e administradores de carteiras e (iii) contra o uso de informação relevante ainda não-divulgada ao mercado, (d) evitar ou coibir modalidades de fraude e manipulação no mercado e (e) assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado.¹²⁷

Para tanto, serão analisadas as inovações referentes aos aspectos legais que envolvem a transformação da CVM, em agência reguladora, atribuindo-lhe maior autonomia; a ampliação do conceito de valor mobiliário; e a previsão de novos tipos penais praticados no mercado de capitais.

2.2.1 A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários e a sua natureza de autarquia especial

Para bem compreendermos a intenção do legislador ao atribuir uma nova função reguladora à Comissão de Valores Mobiliários e conceituá-la como uma autarquia especial, é necessário analisarmos de forma genérica a definição e funções atribuídas às agências reguladoras, bem como resgatar do âmbito do Direito Administrativo a amplitude do conceito de autarquia especial.

¹²⁷ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. "O papel regulador da CVM." Palestra proferida no V Congresso Anual do IBGC. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 27, ano 8, p.39, jan./mar.

De acordo com, Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik, ao tecerem comentários sobre os momentos que antecederam à atual reforma, introduzidos pelas Leis n. 10.303/2001 e 10.411/2002, apontam duas ordens de razões justificadoras da reforma. A primeira, busca solucionar problemas reais da autarquia, ligadas às suas necessidades administrativas e financeiras, pois, sem recursos de ordem financeira, não lhes seria possível adequar à sua infraestrutura, física, tecnológica e capacitação técnica de seu corpo funcional, tão necessário para fazer face às exigências atuais. Ainda, como segunda razão, os autores referem o “modismo”, verificado no cenário dos principais países, que, aos moldes dos Estados Unidos, a partir dos anos trinta, aprimorou a atividade de regulamentação, a ser desenvolvida através das agências reguladoras independentes.¹²⁸

Ao analisarmos a nova redação do artigo 5º da Lei n. 6.385/76, introduzida pela Lei n. 10.411/2002, verifica-se, de plano, o enquadramento da CVM como uma agência reguladora:

É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônios próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Segundo o Professor Fabrício Tanure, a simples denominação de *autarquia especial*, outorgada à CVM, como se depreende na redação do art. 5º, não é suficiente para que a mesma seja definida como uma *agência reguladora*, devendo ser feita uma análise da natureza jurídica do instituto e de seus elementos identificadores.¹²⁹

¹²⁸ CARVALHOSA ; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 436/437.

¹²⁹ TANURE, Fabrício. A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível na Internet : <http://www.mundojuridico.adv.br>. Acesso em 16.02.2006.

O mesmo posicionamento verifica-se nas palavras de Egon Bockmann Moreira, segundo o qual não seria um ente público definido como uma agência reguladora pela simples utilização de tal *nomen juris*, sendo necessário avaliar-se a sua competência, qualificação de sua ação, limites e conteúdo.¹³⁰

De acordo com esse autor, as características à configuração de uma agência reguladora são: a) a ausência de vínculo hierárquico formal com a pessoa administrativa central, compreendendo, inclusive, mandato fixo de seus administradores e impossibilidade de demissão *ad nutum*; b) conjunto de normas que lhe atribuam independência, com poderes e deveres próprios e típicos; c) possibilidade de emanar normas regulamentares exclusivas; d) possibilidade de decidir as questões controversas postas à sua apreciação. O referido autor conclui que, sem o preenchimento de tais requisitos, não se trata de uma agência reguladora, mas sim um ente híbrido, de configuração diversa daquela caracterizada.¹³¹

Apesar disso, desde a sua criação através da Lei n. 6.385/76, a Comissão de Valores Mobiliários já era considerada uma entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda;¹³² agora, com a nova redação introduzida pela Lei n. 10.411/2002, a mesma passou a ser considerada uma autarquia especial, sem subordinação hierárquica.

O exemplo marcante da introdução do conceito de “autarquia especial” no Direito Positivo brasileiro, como bem aponta Zacarias Barreto¹³³, surge com a vigência da Lei n. 9.472, de 16.7.1997, que cria a Agência Nacional de Telecomunicações, submetendo-a ao regime autárquico especial. Caracteriza-a como aquelas que detêm independência administrativa, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e

¹³⁰ MOREIRA, Egon Bockmann. “Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários – considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “Agências Administrativas.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 116, ano 8, p.139, out./dez. 1999.

¹³¹ MOREIRA, 1999, op. cit., p. 136-161.

¹³² Lei n. 6.385/79, antes da alteração introduzida pela Lei n. 10.411/2002, tinha a seguinte redação: “Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda.”

¹³³ BARRETO, Zacarias. *A lei das Sociedades Anônimas e as leis do novo mercado de capitais*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003. p. 92.

autonomia financeira, além de assegurar-lhe as prerrogativas necessárias ao exercício adequado de sua competência.¹³⁴

Analisadas as atribuições das agências reguladoras, quanto aos poderes inerentes à regulação de atividades econômicas (de editar normas; fiscalizar a sua aplicação; de aplicar sanções administrativas no caso de infrações à lei e aos regulamentos), refere Nelson Eizirik¹³⁵, ser inequívoco que, desde o seu surgimento em 1976, através da Lei n. 6385, a mesma dispunha de poderes para normatizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, além de aplicar as sanções administrativas aos infratores à lei e aos seus regulamentos.

Neste sentido, a sua maior autonomia, atribuída através da reforma aqui comentada, está relacionada à alteração de sua natureza de autarquia, à autarquia especial; além dos poderes já consolidados de reguladora do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários, para perseguir os seus objetivos, passa a gozar de maior autonomia, ligando-se apenas formalmente ao Poder Executivo e, por conseqüência, guardando subordinação apenas à lei.

Sua maior independência consubstancia-se através de sua autonomia financeira, orçamentária e política, assegurada pela estabilidade de seus dirigentes, caracterizada por mandato fixo, além da extinção da figura da demissão *ad nutum*, ausência de subordinação hierárquica. Além disso, não cabe recurso na esfera administrativa das decisões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), exceto no caso dos procedimentos sancionadores, nos

¹³⁴ A Lei n. 9.472/ 97 apresenta a seguinte redação em seus artigos 8º e 9º: “Art. 8.º Fica criada a Agência Nacional de Telecomunicações, entidade integrante da Administração Pública Federal indireta, submetida a regime autárquico especial e vinculada ao Ministério das Comunicações, com a função de órgão regulador das telecomunicações, com sede no Distrito Federal, podendo estabelecer unidades regionais.

§ 2º A natureza de autarquia especial conferida à Agência é caracterizada por independência administrativa, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira.

“Art. 9º A Agência atuará como autoridade administrativa independente, assegurando-se-lhe, nos termos desta Lei, as prerrogativas necessárias ao exercício adequado de sua competência.”

¹³⁵ EIZIRIK, Nelson Laks “Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 48, ano 21, p.48-59, out./dez. 1982.

quais cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.¹³⁶

Verificada a autonomia da Comissão de Valores Mobiliários, faz-se necessário observar a ampliação do conceito de valor mobiliário, a partir da própria ampliação dos poderes e atuação da CVM.

2.2.2 A ampliação do conceito de valor mobiliário

O conceito de valor mobiliário instrumentaliza a atuação da CVM.¹³⁷ Esta finalidade, vale ressaltar, é de grande importância para o desenvolvimento do mercado, uma vez que o conceito de valor mobiliário é contextualizado sob a perspectiva de captação de recursos para o desenvolvimento das empresas.

Em 1975, com a Lei n. 4.728/75, a expressão “valores mobiliários” é mencionada pela primeira vez sem, contudo, ter sido devidamente conceituada. Deve-se considerar que a legislação brasileira, até o advento da medida provisória 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei n. 10.198/2001, não havia dado um conceito aos valores mobiliários, destinando-se apenas à sua enumeração taxativa.¹³⁸⁻¹³⁹ Posteriormente, com a promulgação da Lei

¹³⁶ CARVALHOSA; EIZIRIK, Nelson. 2002, op. cit., p. 443.

¹³⁷ EIZIRIK, 2001, op. cit., p. 72. Em outro texto, Eizirk comenta que “[...] o conceito de valor mobiliário visa *delimitar* o escopo do mercado de capitais, submetendo as negociações nele ocorridas (dada a captação da poupança do público em capital de risco das empresas) a uma disciplina legal específica. Conforme refere a doutrina, a noção de valores mobiliários vem sendo construída no sentido de se enquadrar tais papéis à técnica de negociação em massa (na Bolsa ou no mercado de balcão), independentemente de constituírem ou não títulos de crédito.” Id. *O conceito de valor mobiliário e o alcance da Lei n. 7.913/89*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 1992. p.153.

¹³⁸ Conforme se observa na doutrina, há muito tempo se buscava e se enfatizava a dificuldade de não se ter estabelecido um conceito para valores mobiliários. Ary Oswald Filho, conforme salienta Nelson Laks Eizirik, há muito salientava a necessidade de adoção de um conceito mais amplo que pudesse abarcar as mais diferentes hipóteses de empreendimentos, inclusive os contratos negociados em Bolsa de Mercadorias e de Futuros, assim como quaisquer contratos de investimentos oferecidos publicamente. Id., 2001, op. cit., p. 74.

¹³⁹ Ibid., p. 73. Expõe o autor que a Lei 6385/76, em seu art. 2º, na feição original, considerava como valores mobiliários: “I – as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupons desses

10.303/2001, não apenas o conceito de valores mobiliários fora sedimentado como também ampliado, incluindo a noção de *derivativos*.

Até a edição da referida medida provisória, é importante frisar que, o mais próximo que havia de uma definição de valores mobiliários baseava-se em uma enumeração promovida por leis e regulamentos. A partir da Lei 10.198/2001, o mercado de capitais passou a contar com uma concepção de valores mobiliários abrangente, por meio da adaptação do conceito de *security*, proveniente do Direito norte-americano.¹⁴⁰⁻¹⁴¹

Hoje, nos termos do art. 2º da Lei n. 6.385/76, com a redação dada pela Lei n. 10.303/2001, são considerados valores mobiliários:

- 1) as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- 2) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima referidos;
- 3) os certificados de depósito de valores mobiliários;
- 4) as cédulas de debêntures;

títulos e os bônus de subscrição; II – os certificados de depósito de valores mobiliários; III – outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Posteriormente, o Decreto-lei 2.286, de 23.7.1986, estabeleceu, em seu art. 3º também constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6385/76: a) os índices representativos de carteira de ações; b) as opções de compra e venda de valores mobiliários.”

¹⁴⁰ EIZIRIK. 2001, op. cit., p. 72, 73. A este propósito, a doutrina aponta que o conceito de *security* da legislação norte-americana da década de 30 estava voltada para “[...] reacender o interesse pela eficiência marginal do capital, [de forma] [...] a desenvolver um sistema de mercado de capitais que fizesse retornar a confiança dos anos anteriores à crise de 1929, e fizesse com que o capitalismo pudesse ser efetivamente o resultado desse aprimoramento circunstancial.” SALLES, Marcos Paulo de Almeida. “Os valores mobiliários na lei das Sociedades Anônimas.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 107, ano 36, p.128, jul./set 1997.

¹⁴¹ Nelson Laks Eizirik ressalta que “[...] a principal preocupação do legislador a o editar a Lei 10.198 foi a de regular os contratos realizados com derivativos e *commodities* e em especial os chamados ‘contratos de boi gordo’. Desde o final de 1997 vinha a CVM defendendo a necessidade de regulamentação dos contratos de investimento lastrados em produtos agropecuários.” Os referidos contratos mencionados pelo autor estavam de fora do conceito de valores mobiliários, uma vez que não constavam das enumerações feitas pelo legislador. EIZIRIK, 2001, op. cit., p.74. Segundo Chediak, a Lei 10198/2001 veio incorporar ao Direito brasileiro, o conceito de *security* do Direito norte-americano. Apesar disso,, a menção, na lei, de “contratos de investimento coletivo” não é por ela conceituada, devendo ser buscado o seu entendimento no teor da decisão do caso SEC x W. J. Howey Company. No referido caso, julgado na década de quarenta, definiu-se como contrato de investimento coletivo, “[...] toda transação através da qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa.” CHEDIAK, 2002, op. cit., p. 535.

- 5) as cotas de fundo de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- 6) as notas comerciais;
- 7) os contratos futuros, de opções ou outros derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;
- 8) outros contratos derivativos, independentes dos ativos subjacentes;
- 9) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Deve ser observado que os incisos I, II, III, IV do art. 2º da Lei 6385/76, com a nova redação, repetem a legislação e regulamentação anteriores, excluindo do elenco de valores mobiliários as partes beneficiárias, tendo em vista a nova redação dada ao parágrafo único do art. 44 da Lei 10.303/01, nos termos em que ficou vedado às companhias abertas emití-las.

O inciso I enumera os valores mobiliários de emissão de companhias abertas, previstos na Lei 6.385/76, ou seja, as ações, debêntures e bônus de subscrição. Já os incisos II, III, IV, com o objetivo de sistematizar a disciplina legal e regulamentar anterior, elencam determinados direitos sobre valores mobiliários, de emissão da companhia aberta ou de instituição financeira, como é o caso dos certificados de depósito de valores.

Também constituem valores mobiliários as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos. As cotas de clubes de investimento serão sempre tidas como valores mobiliários, ainda que a carteira do clube seja composta por papéis de renda fixa, como títulos da dívida pública. No caso dos fundos de investimento, as cotas podem ser ou não consideradas valores mobiliários, dependendo de que os seus ativos sejam títulos aceitos como valores mobiliários. Em caso de os fundos de investimento (cuja carteira seja composta por títulos da dívida pública, que estão excluídos do elenco de valores mobiliários), as suas cotas

não serão consideradas valores mobiliários, cabendo a fiscalização ao Banco Central e não à CVM.¹⁴²

Com a nova redação dada ao art. 2º da Lei 6385/76 pela Lei 10.303/01, presume-se que não será mais necessária a ampliação do rol de valores mobiliários, em decorrência do caráter flexível da expressão “títulos e contratos de investimento coletivo”. Desta forma, a relação de valores mobiliários passa a ser *exaustiva* e não mais exemplificativa.¹⁴³

Deve ser observado que, apesar das inovações acrescentadas pela referida Lei 10.198/2001, a Lei 10.303/2001, ao modificar a redação dos incisos VII e VIII, do art. 2º da Lei 6.385 incluiu no conceito de valor mobiliário os “*contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários*” e, além destes, “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*”. Contudo, de acordo com a doutrina de Julian Chediak, a inexistência de um conceito legal para *derivativo* pode acarretar uma série de problemas. Neste sentido, não é claro até que ponto as disposições regulamentares sobre estes títulos, anteriormente editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, podem ou não ser compatibilizadas com as disposições legais.

O próprio legislador, como bem observa Julian Chediak, ao alterar a redação do disposto nos incisos II e III do art. 1º da Lei 6.385, através da Lei 10.303/2001, dispôs que seriam disciplinadas e fiscalizadas as atividades de negociação de valores mobiliários e, em outro inciso, as atividades de negociação de derivativos. Entretanto, se é possível considerar os derivativos como valores mobiliários, a sua disciplina não precisaria constar de um inciso independente daquele destinado aos valores mobiliários.

Apesar das mudanças, firmou o legislador o entendimento quanto à exclusão do conceito de valores mobiliários dos títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; dos títulos cambiais de responsabilidade de

¹⁴² EIZIRIK, 2001, *op. cit.*, p. 75.

¹⁴³ *Ibid*, p. 74.

instituição financeira (certificados de depósito bancário), ou de aceite financeiro que integram o mercado financeiro.¹⁴⁴

De forma resumida, pela atual legislação em vigor, sempre que títulos ou contratos ofertados publicamente *gerem direito de participação, de parceira ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros*, tal título será considerado valor mobiliário e, portanto, será regulado e fiscalizado pela CVM.¹⁴⁵

Deve-se salientar que os valores mobiliários não podem ser considerados sinônimos de títulos de crédito.¹⁴⁶ De acordo com Marcos Paulo Salles:

[...] a análise diferencial que se deve fazer dos títulos de crédito e dos valores mobiliários, [é de que] os 'valores mobiliários' podem ser, como diz o saudoso Prof. Philomeno Costa, uma galicismo jurídico, pois sem dúvida a expressão é fruto da dicotomia da doutrina francesa *valeurs mobilières* e *effets du commerce*, traduzindo, nos primeiros, os títulos emitidos em massa e de circulação irrestrita, e, nos segundos (títulos de crédito), títulos emitidos em decorrência de um ato de comércio, e de circulação bem mais restrita.¹⁴⁷

Além disso, pode-se ressaltar que, aos valores mobiliários, atribui-se a característica da fungibilidade, enquanto que os títulos de crédito são tidos por infungíveis. Mesmo assim a doutrina salienta, contudo, que os valores mobiliários são títulos, estejam ou não revestidos a condição de títulos de

¹⁴⁴ EIZIRIK, 2001, *op. cit.*, p. 74.

¹⁴⁵ CHEDIAK, 2002, *op. cit.*, p. 538.

¹⁴⁶ Philippe Goutay observa que “[...] a dificuldade dos juristas, em definir, com precisão, os valores mobiliários deve-se à insuficiências do critério orgânico: *se todos os valores mobiliários são títulos negociáveis, a recíproca não é verdadeira.*” (grifos nossos). GOUTAY, Philippe. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, ano 3, n. 8, p.239, abr./ jul. 2000.

¹⁴⁷ SALLES, 1997, *op. cit.*, p. 124.

crédito, pois são títulos emitidos em massa, decorrentes de um negócio jurídico subjacente de empréstimo ou associação corporativa.¹⁴⁸

Desta forma, Philippe Goutay acrescenta que a definição positiva do valor mobiliário – todo título negociável destinado a angariar fundos é um valor mobiliário – comprova que “é da essência de um valor mobiliário representar um direito de crédito”, de forma que todo direito de crédito pode, em tese, ser “titularizado”, ou seja, dispor de facilidade de circulação.¹⁴⁹

De acordo com o mesmo autor, a noção de valores mobiliários está estritamente relacionada à sua qualidade de “vetores de investimento a longo prazo”, de forma que a diferença entre um acionista e um obrigacionista corresponde ao grau de risco que se está a correr. Enquanto um deles se dá conta de um rendimento fixo assegurado, o outro é passível de receber uma remuneração variável.¹⁵⁰

Além disso, como já foi referido anteriormente, o valor mobiliário caracteriza-se pelo prazo de duração do título, de modo que se podem distinguir tais valores dos efeitos de comércio pelo critério de longo prazo.¹⁵¹

Amparado em Oppetit, Philippe Goutay assevera que:

Parece ser a função de financiamento a longo prazo a única passível de distinguir, dentre diversos títulos criados pelo emitente, os valores mobiliários, *stricto sensu*, dos títulos correspondentes a instrumentos de tesouraria ou a instrumentos financeiros de cobertura ou de especulação.¹⁵²

¹⁴⁸ SALLES, 1997, op. cit., p. 125.

¹⁴⁹ GOUTAY, 2000, op. cit., p.230.

¹⁵⁰ Ibid, p. 231.

¹⁵¹ Ibid, p. 233.

¹⁵² OPPETIT, B. *La notion de valeur mobilière*, publicação extraordinária Banque et Droit, 1991, p. 4 *apud* GOUTAY, 2000, op. cit., p. 234.

Observado o entendimento doutrinário e os novos contornos que definem o valor mobiliário, interessa-nos agora abordar outros mecanismos de regulação do mercado de capitais. Esta nova sistemática, que se explicará a seguir, visa coibir as distorções no mercado por via da tipificação das condutas criminosas de manipulação de mercado e do uso indevido de informação privilegiada.

2.2.3 A previsão de novos tipos penais praticados contra o Mercado de Capitais

Constatada a notória legiferância em matéria penal que caracterizou toda década de noventa do século passado, com a profusão de novas figuras delituosas, geralmente instituídas através de legislação especial, e sob o argumento de suprir omissões da chamada *Lei dos Crimes do Colarinho Branco* (Lei n. 7.492/86, a qual reprime os delitos contra o Sistema Financeiro Nacional), a Lei n. 6.385/76 incorporou - por força da Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001 - o novo Capítulo VII-B, prevendo três *crimes contra o mercado de capitais*, cujas condutas e repercussões, até então, circunscreviam-se à esfera administrativa e à atribuição sancionatória da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – são eles a *manipulação de mercado*, o *uso indevido de informação privilegiada* e o *exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função*; previstos, respectivamente, nos artigos 27-C, 27-D e 27-E¹⁵³.

Alguns juristas, reconhecidamente envolvidos no estudo e aplicação das regras do Direito no mercado de capitais, tais como Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik criticam de forma veemente a iniciativa do legislador de incriminar condutas que eram concebidas, até então, como meros ilícitos administrativos, assim fundamentando as suas contrariedades:

¹⁵³ A transcrição dos artigos 27-C e 27-D, os quais interessam sobremaneira ao presente estudo, realizar-se-á posteriormente quando da análise específica das referidas figuras.

Tal postura é passível de críticas, uma vez que, conforme vem demonstrando a moderna teoria crítica do Direito Penal, não se deve tentar lograr a estabilidade das bases econômicas e financeiras de um Estado Democrático mediante o uso de um instrumento repressivo, rotulador e, em princípio, irracional, como é o sistema punitivo criminal. Com tal procedimento, estar-se-ia, na realidade, procurando compensar a injustiça da estrutura socioeconômica com a irracionalidade no âmbito jurídico. Assim, a legislação penal da espécie reflete uma 'nova onda' punitiva, uma injustiça 'politicamente correta', a incorporar a idéia ingênua de que se poderia corrigir as desigualdades do sistema mediante a utilização arbitrária e opressiva dos instrumentos de repressão penal contra os mais ricos.¹⁵⁴

Todavia, podem-se referir opiniões contrárias como a de José Carlos Tortima, para quem a estipulação de novas figuras delituosas, relacionadas especificamente ao mercado de capitais constituía uma demanda reprimida desde a edição da Lei n. 7.492/86, cuja lacuna "diante do potencial ofensivo à estabilidade e credibilidade do mercado, imanente a tais condutas, era imperdoável, sobretudo considerando o rigor draconiano adotado para crimes muito menos graves ali contemplados".¹⁵⁵

Como se verá, e ressalvadas as eventuais críticas, os novos tipos penais buscam, de forma geral, assegurar, dentro de determinados parâmetros éticos, a estabilidade das relações existentes no mercado de capitais. No entendimento de Norma Parente, "o grau de proteção aos investidores é fator determinante no desenvolvimento do mercado de capitais [...]", pois "quando a Lei oferece proteção efetiva, os investidores estão mais dispostos a financiar as companhias e o mercado de capitais é maior e mais valorizado".¹⁵⁶

Para Paulo José da Costa Jr. e Cesare Pedrazzi "a intervenção do Estado se explica pela necessidade de que este mercado atue com idoneidade,

¹⁵⁴ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 531.

¹⁵⁵ TORTIMA, José Carlos. Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional (Uma contribuição ao estudo da Lei 7.492/86). 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002. p. 59.

¹⁵⁶ PARENTE, Norma, apud TÓRTIMA, 2002, op. cit., p. 65.

clareza e eficiência, para transmitir plena confiança àqueles que nele decidem investir".¹⁵⁷

A seguir, proceder-se-á ao exame das figuras previstas nos artigos 27-C e 27-D, mais propriamente vinculados ao tema desta dissertação, porquanto o crime de *exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função*, previsto no art. 27-E, nada mais representa que a especialização de conduta que encontra similares na legislação penal.¹⁵⁸

2.2.3.1 O crime de manipulação do mercado

Com o tipo penal da manipulação de mercado¹⁵⁹, o legislador buscou, a um só tempo, conjugar três figuras até então fiscalizadas, no âmbito administrativo, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), quais sejam, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a operação fraudulenta e, finalmente, a manipulação de preços.

A primeira figura é referida na Instrução n. 08/79, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como a situação em que o processo fraudulento de

¹⁵⁷ COSTA JUNIOR, Paulo José da; PEDRAZZI, Cesare. Direito Penal Societário. 3. ed. rev.. e atual. São Paulo: Perfil, 2005. p. 161.

¹⁵⁸ Dispõe o art. 27-E da Lei nº 6.385/76, tal como inserido pela Lei nº 10.303/01: "Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento".

¹⁵⁹ O artigo 27-C, que regula o crime de manipulação de mercado apresenta a seguinte redação: "Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros. A única referência legal semelhante à conduta ora incriminada encontra-se no art. 4º, inciso V, da Lei n. 6.385/76, a qual compete ao Conselho Monetário Nacional e à CVM a atribuição de "evitar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda e oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado"; a norma, todavia, não é de natureza penal.

criação de condições artificiais decorre de negociações pelas quais os participantes e intermediários provocam, dolosamente, de maneira direta ou indireta, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários. De sua parte, a operação fraudulenta caracteriza-se pela utilização de ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade da obtenção de vantagem ilícita, de natureza patrimonial, para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros. Por derradeiro, a manipulação de preços significa a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra ou à sua venda.

Diante dessa complexidade - e da própria natureza das atividades desempenhadas no mercado de capitais - a impressão é que procede a crítica quanto à inconsistência da previsão penal. A utilização, no tipo, de referências excessivamente genéricas, como *outras manobras fraudulentas*, aliada à necessidade de integrar a respectiva configuração com elementos importados do Direito Administrativo, lembra a problemática, já vislumbrada na Lei n. 7.492/86 (crimes contra o Sistema Financeiro Nacional) quanto à adequação de condutas tais como *gestão fraudulenta* e *gestão temerária*.

É impossível esquecer, a propósito disso, e no mesmo sentido, a advertência brilhantemente lançada por Francisco de Assis Toledo – ao examinar a pertinência da intenção protetiva do Direito Penal em determinados campos da atividade humana –, de que, nos termos da máxima pauliana, segundo a qual *nem tudo o que é lícito é honesto (non omne quod licet honestum est)*, há circunstâncias em que a separação entre o *certo* e o *errado* é dramaticamente tênue para o Direito¹⁶⁰ - fenômeno que, sem dúvida, é reproduzido na previsão legal aqui examinada. É, portanto, em uma primeira

¹⁶⁰ O doutrinador, ao examinar as disposições do crime previsto no art. 171 do Código Penal (estelionato), declara: "Tem-se entendido que, para a sua configuração, não basta o logro decorrente da esperteza usualmente empregada nas relações de negócio. É preciso mais que isso, ou seja, que o agente do crime tenha induzido a vítima em erro com o emprego de 'ardil', 'artifício' ou 'meio fraudulento'. Será ético – indaga-se – segundo o mandamento cristão (não fazer aos outros o que não queres que te façam), ou segundo o imperativo categórico kantiano (atuar segundo máxima que possa erigir-se em princípio de legislação universal), extrair-se vantagem excessiva de um semelhante menos dotado de inteligência, ou mal iniciado no difícil jogo das manipulações comerciais? Parece-nos óbvio que não". TOLEDO, Francisco de Assis. Princípios Básicos de Direito Penal. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 11.

análise, forçoso verificar que a distinção entre a atividade meramente especulativa – típica do mercado mobiliário – e a atividade criminosa demanda, aqui, um razoável esforço.¹⁶¹

Protege-se¹⁶², no crime previsto no art. 27-C, a estabilidade do mercado de capitais e, mais especificamente, o processo de formação de preços dos valores mobiliários no mercado (bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, mercado de balcão e mercado de balcão organizado), através da concepção de que a atividade afim deve ser idônea, pública e regulada, exclusivamente "pelo livre jogo da oferta e da procura, refletindo todas as informações disponíveis sobre tais ativos e sobre companhias emissoras".¹⁶³ Neste sentido, Diego José Gomes Iniesta estabelece uma percuciente distinção entre o crime de manipulação e o de utilização de informação privilegiada – abaixo examinado –, ao passo em que aquele afeta a eficiência valorativa, este vulnera a eficiência informativa do mercado de capitais.¹⁶⁴

Como sujeitos ativos da figura delituosa, figuram quaisquer operadores do mercado de valores mobiliários, desde que devidamente habilitados – sem o que a tipificação adequada é a do exercício irregular de cargo, atividade ou profissão, prevista no art. 27-E do mesmo diploma. Nesse conceito, incluem-se o acionista controlador ou o administrador de companhia aberta, a instituição financeira através de seus responsáveis, os fundos de

¹⁶¹ Sobre essa problemática, afirma Áureo Natal de Paula que, assim como definido na legislação comparada, consideram-se idôneos para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, os atos que sejam susceptíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros ou as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública". PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2006. p. 14-15.

¹⁶² É notório que o Direito Penal apresenta, como uma de suas notas determinantes, a idéia de *proteção de algo*. Segundo Francisco de Assis Toledo, a tarefa imediata do Direito Penal é de natureza eminentemente jurídica e, como tal, resume-se à proteção de bens jurídicos: "*Nisso, aliás, está empenhado todo o ordenamento jurídico. E aqui verifica-se o caráter subsidiário do ordenamento penal: onde a proteção de outros ramos do Direito possa estar ausente, falhar ou revelar-se insuficiente, se a lesão ou exposição a perigo do bem jurídico tutelado apresentar certa gravidade, até aí deve estender-se o manto da proteção penal, como ultima ratio regum. Não além disso. [...] ...nem todo bem é um bem jurídico. Além disso, nem todo bem jurídico como tal se coloca sob a tutela específica do direito penal*". TOLEDO, 1999, op. cit., p.13, 14 e 17.

¹⁶³ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 534

¹⁶⁴ INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: Gran-hill, 1997, p. 50.

investimento e de pensão, e qualquer investidor do mercado de valores mobiliários. Vale ressaltar, entretanto, a possibilidade de co-autoria ou participação de qualquer particular, o qual responderá pelo mesmo delito, por tratar-se de circunstância que se comunica, nos termos do art. 30 do Código Penal.

Os sujeitos passivos do delito são, de maneira imediata, os titulares dos valores mobiliários objeto de operações e manobras fraudulentas e, reflexamente, o público investidor em seu sentido genérico, certamente alarmado com a insegurança dos negócios.

Inúmeras são as possibilidades de incriminação, ou seja, de incorrência em condutas típicas, tais como a realização de negociações; a difusão de informações através de variados meios; a transmissão de dados falsos, incompletos, tendenciosos ou inexistentes; a criação de mera aparência de liquidez e outros. A norma, como se vê, e sob certo aspecto, violando o postulado de taxatividade que deveria delinear uma norma de natureza penal,¹⁶⁵ não estabelece com clareza o *modus operandi* do crime de manipulação do mercado, fazendo crer que trata de ilícito de forma livre¹⁶⁶.

Para Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik, a manipulação caracteriza tipicamente um "processo de formação artificial de preços, um 'falso mercado' e, conseqüentemente, agride o funcionamento regular do mercado de capitais", embora seja imperativo reconhecer que "o âmbito de aplicação da

¹⁶⁵ Na orientação de Cláudio do Prado Amaral, pelo princípio da taxatividade "exige-se que a lei penal seja certa, isto é, que os tipos penais sejam elaborados legislativamente de forma clara e determinada, a fim de que as condutas incriminadas sejam passíveis de identificação, sem que se precise recorrer a extremados exercícios de interpretação ou integração da norma. Quer-se a clareza denotativa dos tipos penais, o que torna a norma legal prontamente inteligível a seus destinatários em termos cognitivos: todos os cidadãos. Se a norma penal incriminadora tem como um de seus objetivos intimidar para a não realização da conduta proibida, é preciso que seja clara a todos, a fim de saibam e conheçam sem quaisquer dúvidas o conteúdo da norma legal". AMARAL, Cláudio do Prado. Princípios penais: da legalidade à culpabilidade. *Princípios penais: da legalidade à culpabilidade*. São Paulo: IBCCRIM, 2003, p. 115.

¹⁶⁶ CAPEZ, Fernando. Curso de Direito Penal. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 218.

norma é amplo, abrangendo as operações no mercado secundário com todos os tipos de valores mobiliários, seja em negociações à vista, seja a futuro".¹⁶⁷

Neste sentido, José Carlos Tortima, adequadamente, faz alusão a um verdadeiro "jogo de cartas marcadas entre os participantes, com o único objetivo de obter a brusca valorização ou desvalorização dos referidos produtos ou valores".¹⁶⁸

Todavia, a redação do dispositivo em exame não deixa nenhuma dúvida quanto à exigência do *dolo*, seja na qualidade de elemento subjetivo – vontade livre e consciente de realizar operações típicas de *manipulação de mercado* –, seja na qualidade de *elemento subjetivo especial do tipo* (outrora o *dolo genérico*), à vista do inequívoco propósito do agente de *obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros*.¹⁶⁹

O crime classifica-se como *formal*¹⁷⁰, porquanto é inexigível o resultado naturalístico da alteração do regular funcionamento dos mercados ou da efetiva obtenção da vantagem, e ainda, de *perigo concreto*¹⁷¹, à vista da delimitação do risco propiciado pela conduta.¹⁷²

2.2.3.2 O crime de uso indevido de informação privilegiada

¹⁶⁷ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 534-535.

¹⁶⁸ TORTIMA, 2002, op. cit., p.61.

¹⁶⁹ Diverge-se com a posição de Áureo Natal de Paula, para quem a redação do tipo penal apresenta "*duplo elemento subjetivo especial, ou seja, além da finalidade da alteração do normal funcionamento dos mercados, deve o agente também visar enriquecimento ilícito por qualquer pessoa, ou seja, obter vantagem indevida ou lucro, o que, quase sempre, causaria prejuízos a terceiros, ou somente este, vez que o tipo termina com a alternativa ou causar dano a terceiros*". PAULA, 2006, op. cit., p. 16. Equívoco também cometido por José Carlos Tórtima, tendo em vista que a circunstância consistente na *alteração do normal funcionamento dos mercados* representa exatamente o móvel da conduta delituosa, vale dizer, obtém-se a vantagem através da fraude capaz de alterar as condições mercadológicas comumente observadas no meio. TÓRTIMA, 2002, op. cit., p. 61. Reconhece-se, todavia, que a péssima redação do ilícito é capaz de conduzir ao equivocado raciocínio – no qual igualmente incorrem Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik, 2002, op. cit., p. 539.

¹⁷⁰ Ressalta-se ser incorreto o entendimento de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, os quais consideram este crime como material. Ibid., p. 540.

¹⁷¹ Conforme TÓRTIMA, 2002 op. cit., p. 61.

¹⁷² De acordo com Áureo Natal de Paula, trata-se de crime de perigo abstrato. PAULA, 2006, op. cit., p. 23.

O crime de uso indevido de informação privilegiada,¹⁷³ previsto no art. 27-D, visa proteger, da mesma forma que na figura anteriormente observada, a estabilidade do mercado de capitais e de maneira mais consistente e delimitada que o delito previsto no art. 27-C, bens juridicamente aferíveis como a *boa-fé*, o *desvalor do enriquecimento ilícito* e a *igualdade de oportunidades* entre os operadores e investidores do mercado mobiliário. Para Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik, a norma visa a tutelar "o processo de *disclosure*, ou seja, a ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores do mercado de capitais".¹⁷⁴

Neste tipo penal, uma vez mais, nós nos deparamos com a dolorosa tarefa de separar as atividades normais, verificadas no mercado de capitais daquelas que, efetivamente, se enquadram no ilícito, seja por seu agente – o *insider* –, seja por seus traços delimitadores. Segundo Diego José Gómez Iniesta, tal dificuldade reside no fato de que em ambos os delitos o uso de informação mostra-se relevante; todavia, enquanto no crime de manipulação de mercado, o agente opera com informações que são públicas, logo já divulgadas. Enquanto no crime de uso indevido de informação privilegiada, o agente intitulado *insider*, evidentemente, utiliza-se de informações que já dispõe, em função de sua posição, porém ainda não-divulgada ao mercado.¹⁷⁵

Áureo Natal de Paula atenta, em relação ao *sujeito ativo* da conduta - para a perplexidade que a redação do dispositivo pode ocasionar -, uma vez que não existe referência no tipo, quanto à obtenção das informações em face

¹⁷³O artigo 27-D, que regula o crime de uso de informação privilegiada apresenta a seguinte redação: 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.¹⁷³

¹⁷⁴ CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 544.

¹⁷⁵ INIESTA, 1997, op. Cit., p. 48-49.

da função que ocupa, extraindo-se apenas uma ilação pelo fato de estar o agente obrigado a guardar sigilo.¹⁷⁶

Pode-se, verificar o descaso do legislador quanto ao esclarecimento das hipóteses de autoria, sem que se refiram os agentes públicos que, visto que são conhecedores de informações valiosas, colocadas a salvo da imprensa e do mercado, acabam por tornar-se verdadeiros *insiders*.¹⁷⁷ Conforme a Lei das Sociedades Anônimas, são considerados como *insiders* apenas os administradores da companhia aberta. A Instrução CVM 31/84 tratou de ampliar o elenco dos possíveis agentes do *insider trading*, porém atualmente a matéria encontra-se regulada no art.13 da Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002. Sem dúvida, não é possível disciplinar a utilização de informação privilegiada como crime próprio – sem prejuízo da crítica à indeterminação da norma –, sem o que a incriminação perde totalmente a sua efetividade.

Os sujeitos passivos do delito são os titulares dos valores mobiliários e, indiretamente, o público investidor em seu sentido genérico, face à evidente insegurança gerada pela utilização, em franco desequilíbrio das regras de mercado, de informações privilegiadas.

A *tipicidade*, apesar de circunscrita ao verbo nuclear *utilizar*, é inequivocamente aberta, pois a utilização de informação privilegiada pode ocorrer por meio da prática de condutas comissivas ou omissivas. É imprescindível, por outro lado, que a informação repouse sobre fato relevante; de acordo com o art. 2º da Instrução CVM 358/2002, é qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da Assembléia Geral ou dos órgãos de administração de companhia aberta, ato ou fato ocorrido nos respectivos

¹⁷⁶ PAULA, 2006, op. cit., p. 28. No mesmo sentido, CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit., p. 543.

¹⁷⁷ Para TÓRTIMA, José Carlos, a título exemplificativo, "os membros do Copom (Comitê de Política Monetária) não podem revelar a terceiros, antecipadamente, as decisões que aquele órgão colegiado irá adotar em relação às eventuais novas taxas de juros, cuja fixação é sua competência. Como se sabe, alterações no custo do dinheiro têm reflexos no mercado de capitais e de câmbio, e o domínio de uma informação privilegiada, nessas condições, pode garantir ao beneficiário enormes e indevidas vantagens. Logo, se uma autoridade ou agente do poder público utiliza a informação sigilosa em proveito próprio, negociando vantajosamente com valores mobiliários, diretamente ou por interposta pessoa, estaria, em tese, cometendo a infração em causa". TORTIMA, 2002, op. cit., p. 59.

negócios que possa influir ponderavelmente na cotação dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de negociar com tais valores, ou, ainda, na decisão, de parte dos investidores, de exercerem quaisquer direitos inerentes à sua posição de titulares de valores mobiliários.¹⁷⁸

José Carlos Tórtima adverte que o tipo esqueceu-se de abranger a figura do *provedor* da informação privilegiada, punindo apenas quem dela se utiliza.¹⁷⁹ Deste modo, cita um exemplo de tipicidade fornecido pelo autor:

“Suponhamos que determinada empresa de petróleo venha a confirmar, após a devida prospecção geológica, a existência de importante lençol petrolífero, de excelente qualidade. É claro que tal achado, uma vez tornado público, valorizaria imensamente as ações da companhia. Pois bem, se algum diretor da empresa, antecipando-se à futura divulgação ao mercado desse relevante fato, utilizasse a informação para adquirir, em seu próprio nome ou de terceiro, ações da companhia, estaria, em princípio, incurso nas sanções do injusto penal em estudo.¹⁸⁰

O *elemento subjetivo do tipo* é o dolo, representado pela vontade livre e consciente de utilizar informações privilegiadas. Exige-se, igualmente, o *elemento subjetivo especial do tipo*, que vem a ser o propósito do agente de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, por meio de negociação, em nome próprio ou de terceiro, com *valores mobiliários*.¹⁸¹

¹⁷⁸ A *Ley del Mercado de Valores de 1988*, na Espanha, define informação privilegiada, em seu art. 81.3º) como "*toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o vários emisores de valor o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse ou haberse hecho pública, podrá o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores*". INIESTA, 1997, op. cit., p. 119.

¹⁷⁹ TÓRTIMA, 2002, op. cit., p. 62.

¹⁸⁰ Ibid, p. 63.

¹⁸¹ Os autores Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik advertem às limitações da tipificação penal, vale dizer, à circunstância de que a informação privilegiada só é criminosa quando diz respeito aos valores mobiliários: "assim, se o administrador da companhia, sabendo que ela irá comprar imóveis em determinado local, antecipa-se e os adquire, para depois vendê-los à sociedade, não se verifica o ilícito previsto no art. 27-D, mas infração ao art. 156 da Lei das Sociedades Anônimas, punível, civil e administrativamente". CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, op. cit. p.548.

Trata-se de crime *formal*, porquanto não se exige a realização do resultado alteração do regular funcionamento dos mercados ou a efetiva percepção da vantagem pelo detentor da informação privilegiada.¹⁸² O *perigo* ensejado pela conduta, todavia, é *concreto*, consubstanciado na potencialidade de enriquecimento ilícito do *insider* e/ou de terceiro a quem pretenda beneficiar.

Cabe ainda ressaltar, não é possível a punição a título de culpa, nas duas figuras ora analisadas, por faltar expressa disposição legal nesse sentido. Da mesma forma a figura em análise não admite a tentativa em função de sua natureza formal, razão pela qual a prática de qualquer ato já pode ser considerada execução, uma vez que o tipo penal não exige o efetivo prejuízo ao mercado de capitais. Por outro lado, é admissível a forma tentada na conduta descrita no art.27-D, desde que haja negociação com valores mobiliários, não bastando a simples revelação da informação.¹⁸³

A sanção cumulativa de multa, no entanto, é mais rigorosa que o regime instituído pelo Código Penal. Modernamente, tem-se entendido que a fixação da reprimenda deve guardar correlação – no que se refere à fixação da quantidade de *dias-multa* – com o tamanho da pena privativa de liberdade fixada na sentença condenatória. É forçoso reconhecer, portanto, que o princípio da especialidade estabelece, no caso enfocado, uma sanção pré-delimitada, diretamente relacionada ao prejuízo que venha a ser causado pela conduta. Entretanto é criticável, em contrapartida, a circunstância de que os dois crimes podem se perfectibilizar pela mera prática de operações de manipulação ou pela utilização de informações privilegiadas *sem a ocorrência de vantagem* ou *prejuízo*, com o que fica esvaziado – sem solução oferecida pelo legislador – o processo de aplicação da multa.

A previsão do *caput* do art. 27-F da Lei n. 6.385/76, segundo o qual "*as multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão*

¹⁸² Dessa forma, é incorreto o entendimento de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, os quais consideram o ilícito como *crime material*. CARVALHOSA; EIZIRIK, 202, op. cit., p. 548. Ao contrário do que afirmam, o momento consumativo da conduta não é o da *realização do resultado*, com a obtenção de vantagem indevida, mas sim o da mera utilização da informação privilegiada, ainda que não auferível tal vantagem.

¹⁸³ PAULA, 2006, op. cit., p. 33.

ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferível pelo agente", procura estabelecer, ainda que conferindo grande poder de disposição

ao juiz, algum critério à fixação do *quantum* de pena pecuniária cumulativa.¹⁸⁴

Nos dois crimes examinados, a iniciativa da ação penal pertence exclusivamente ao Ministério Público, porque, à míngua de previsão expressa, estes devem ser reputados como de ação penal pública incondicionada.¹⁸⁵ Dessa forma, o membro do Ministério Público, ao tomar conhecimento do ocorrido, pode agir de ofício e oferecer denúncia, provocando o Judiciário e instaurando a ação penal contra o agente, independentemente de representação do eventual ofendido.

¹⁸⁴ Em razão disso, a doutrina aponta a perícia à aferição do dano ou da vantagem como indispensável. TÓRTIMA, 2002, op. cit., p. 179.

¹⁸⁵ Trata-se de delito da competência da Justiça Estadual, desde que não esteja em jogo nenhum bem, serviço ou interesse da União. Destaca-se que o inciso VI, do art.109 da Constituição Federal dispõe que "*competem aos juizes federais processar e julgar os crimes contra o sistema financeiro, nos casos determinados por lei*". Neste sentido, por falta de previsão expressa da lei, a competência é da Justiça Estadual.

III - A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

O desenvolvimento econômico de um país pode ser determinado pelo nível de sua atividade empresarial. Podemos dizer que os pilares da economia alicerçam-se na eficiência de suas empresas, que se traduz pela capacidade de produção, de geração de empregos e na capacidade das companhias de financiarem os seus empreendimentos, visando à redução de custos e melhorias na qualidade de seus produtos e serviços.

Com o objetivo de aprimorar as relações entre as companhias e o mercado investidor, surgiu na economia anglo-saxônica um movimento posteriormente denominado *corporate governance*, que alcançou o Brasil em meados da década de 90, como subproduto da globalização, e foi aqui rotulado segundo a sua tradução literal.¹⁸⁶

Os países em desenvolvimento, em decorrência da necessidade de desenvolverem seus mercados de capitais, buscam recursos financeiros e estratégias que proporcionem o crescimento econômico, de forma a aumentar o ingresso de investimentos em suas economias.

¹⁸⁶ SOUZA, Telma de Mesquita Garcia e, *Governança Corporativa e o Conflito de Interesse nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005 (Série Academia – Empresa, 2). De acordo com Arnold Wald, “[...] seria mais adequado usar a expressão ‘governo das empresas’ ou ‘governo das sociedades’, que são expressões correntes nos países de língua latina, nos quais a palavra ‘corporação’ tem, não o sentido de sociedade anônima ou companhia, mas, o de associação profissional ou de classe [...], os adjetivos corporativo e corporativista têm sentido pejorativo, dando idéia de prevalência de interesses de um grupo ou de uma classe. Ao contrário dessa noção, o termo ‘governo das empresas’ pretende denominar a renovação da entidade, atendendo aos interesses de todos aqueles que a integram ou com ela colaboram. Ar Wald, Arnold. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 15, p. 53.

3. 1 Fundamentos e reflexos jurídicos da governança corporativa

A governança corporativa diz respeito a um conjunto de regras estabelecidas que organizam e comandam a relação, dentro de um mercado, entre controladores e administradores de uma empresa, de um lado, e aqueles que nela investem recursos¹⁸⁷, de outro.

Apesar de a palavra “governança”¹⁸⁸ significar “governação, ato de governar, governo”, a sua utilização não é muito difundida no Brasil.

Por sua vez, a palavra “corporativa” também não contribui para esclarecer o que vem a ser o referido sistema de gestão. O vocábulo está mais ligado à idéia daquilo que se refere à grande companhia ou à corporação do que propriamente à transparência na gestão e ao respeito aos minoritários.¹⁸⁹

Além disso, o grande debate mundial propagado por diversos países¹⁹⁰, sobre a melhor estrutura de organização e de controle da empresa, inicialmente estava voltado à resolução de conflitos internos nas empresas, objetivando trazer para os acionistas controladores as facilidades na administração estratégica da companhia.

Embora a governança corporativa possa ocorrer em diversas dimensões, ela pode ser analisada sob o ponto de vista de controle e

¹⁸⁷ Aí estão englobados os acionistas, quotistas, credores, executivos ou administradores, e demais interessados (stakeholders). De acordo com Aline de Menezes Santos, “a governança corporativa diz respeito a um conjunto de instrumentos públicos e privados, incluindo leis, regulamentos e práticas comerciais que organizam e comandam a relação, numa economia de mercado, entre os controladores e administradores de uma empresa, de um lado, e aqueles que nela investem recursos, de outro. Santos, Aline de Menezes, Reflexões sobre governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 130 p. 180.

¹⁸⁸ Ferreira, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Dicionário de Língua Portuguesa*, 2ª ed, Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986, p. 860.

¹⁸⁹ Ribeiro, Milton Nassau. Fundamentos jurídicos da governança corporativa, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 127, ano 41, jul./set., 2002.

¹⁹⁰ De acordo com Milton Nassau Ribeiro, o debate sobre a governança corporativa iniciou na Inglaterra e nos Estados Unidos. Seu primeiro enfoque foi resolver os conflitos internos nas empresas, a partir da verificação da necessidade de serem separadas a figura do gestor e do controlador. *Ibid.*, p.166.

propriedade das empresas que, juntamente com a proteção legal, pode ser um dos determinantes da governança corporativa.

As discussões, envolvendo a governança corporativa, têm - se intensificado na última década, juntamente com a preocupação em resolver os conflitos entre administradores e acionistas - os chamados problemas de agência.¹⁹¹ Este conflito se dá entre aquele que detém a propriedade e aquele que possui o controle. Neste contexto, a governança passa a ser um instrumento de sintonia entre as empresas e o mercado, abrangendo não só a relação com os acionistas presentes e potenciais mas também com os fornecedores, consumidores e a coletividade em que atua a empresa. Esta idéia, entretanto, implica a adoção de um sistema de gestão, utilizado pelas

¹⁹¹ Os estudos sobre os problemas de agência remontam às investigações de Adolf Berle e Gardinar Means. Os autores, em seu clássico livro, *A moderna companhia e a propriedade privada*, de 1932, analisaram, detidamente, a estrutura de poder das grandes corporações americanas e demonstraram haver uma clara separação entre a propriedade do capital e o controle e a gestão da empresa. Neste caso, o controle e a gestão da empresa ficam a cargo dos administradores executivos que, por agir com grande autonomia, estabelecem as políticas e metas de desenvolvimento da empresa. Estas, contudo, não correspondem muitas vezes aos melhores interesses dos donos do capital, os acionistas, mas aos interesses deles, os executivos. Em Economia, essa dissociação entre a propriedade do capital e a gestão da empresa é denominada “teoria da agência”, suscitando, entre outras questões, os conflitos de interesse entre quem possui a propriedade (o acionista) e quem tem o controle da organização (o agente ou administrador). Segundo Adrian Cadbury, esse problema de agência nas sociedades por ações já havia chamado atenção de Adam Smith que, em seu livro, *A riqueza das nações*, faz o seguinte comentário: “Os diretores de tais companhias pelo fato de serem administradores mais do dinheiro de outras pessoas do que do próprio deles, não se pode esperar que zelem pelo negócio com a mesma vigilância atenta com a qual os sócios em uma sociedade privada freqüentemente zelam por seus próprios interesses [...]. Negligência e esbanjamento, dessa forma, deverão freqüentemente predominar na administração dos negócios de tais companhias”. Cadbury, Adrian. “Corporate governance and chairmanship – a personal view”, Oxford University Press, 2002 *apud* ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Governança Corporativa. Revista de Direito Renovar*, n. 31, p.132-133, jan./abr., 2005. De acordo com Ana Paula Lanzana, a análise sobre teoria da agência teve a sua primeira formalização com Jensen e Meckling. Segundo estes autores, a relação de agência corresponde a um “contrato onde uma ou mais pessoas engaja(m) outra(s) pessoa(s) para desempenhar uma tarefa em seu lugar, o que envolve delegar alguma autoridade de decisão ao agente. Considerando que ambos os agentes serão maximizadores de suas utilidades, há razões para se advogar a tese de que seus interesses poderão não convergir. É importante mencionar que os conflitos de agência são relevantes desenvolvimentos teóricos da chamada visão contratual da empresa. Esta visão – seguida por Coase, Alchian e Demsetz, Jensen e Meckling, e outros - entende que a empresa é um *nexo* de contratos entre diversos fatores de produção, ou seja, a firma é uma equipe de membros cujo interesse é a satisfação de seus próprios objetivos. Não obstante, estes mesmos membros da equipe percebem que a satisfação de seus interesses não pode subsistir sem que haja competição. Estas teorias levam em consideração o contexto societário norte-americano em que a situação de controle é dissociada da detenção majoritária das ações. Assevere-se que, nos EUA, o controle não é vinculado, necessariamente, à detenção de ações, sendo, inclusive, delegável a profissionais de fora da companhia.

sociedades anônimas, que privilegia a probidade, a transparência e a ampliação de direitos dos minoritários.¹⁹²

A governança deixa de ser apenas o sistema que permite aos acionistas controladores a administração estratégica da companhia e o controle dos executivos da empresa¹⁹³ - e passa a ser, em sentido amplo, a prática da administração das relações entre os acionistas, majoritários e minoritários, credores, executivos ou administradores, e demais interessados (*stakeholders*¹⁹⁴).

Conjugando todos os argumentos acerca da governança corporativa no Brasil, seu objetivo não é apenas atribuir uma série de princípios teóricos, mas criar um sistema de normas de estruturação societária à delimitação de atribuições dos órgãos integrantes da sociedade de capital aberto, definindo a distribuição de poderes e atribuindo responsabilidades às companhias. De

¹⁹² De acordo com Luiz Alberto Rosman, a adoção das práticas de governança corporativa deveu-se em grande parte, ao “[...] maior ativismo por parte dos investidores, agora reunidos em fundos de ação ou fundos de pensão, aument[aram] a pressão sobre os legisladores, motivando – no início de forma tímida e, posteriormente, de forma mais incisiva – a edição de novas regras no sentido de aumentar a transparência e frequência das informações prestadas aos acionistas, melhorias no sistema de fiscalização, com a introdução dos comitês de auditoria formados exclusivamente por administradores independentes dos executivos, propiciando uma mais efetiva e abrangente prestação de contas por parte dos administradores. As Bolsas de Valores passaram, paulatinamente, a exigir das companhias, o cumprimento de uma série de requisitos mínimos de divulgação de informações e transparência nos dados relativos às demonstrações financeiras, para dar aos acionistas melhor conhecimento tanto da situação financeira da companhia como das suas perspectivas de rentabilidade futura. *Ibid.*, p. 134.

¹⁹³ Deve ser salientado que a adoção de novas práticas tendentes ao crescimento do mercado de capitais brasileiros é extremamente necessária. Conforme podemos observar, os índices de participação acionária na BOVESPA apresentaram, entre os anos de 1997 e 2000, uma queda de participação das empresas de 550 para 440. Além disso, o volume total das operações apresentou, de igual maneira, declínio da ordem de US\$ 90 bilhões de dólares na série histórica referida acima. BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; STERLING, Fernando. *O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das Bolsas de Valores. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 125, ano 41, p. 96, jan./mar., 2002. Além disso, conforme explica Paulo César Simões, a governança corporativa “[...] põe a serviço do direito e do mercado uma hipótese de trabalho e um teste razoavelmente objetivo para, através da investigação das ações e inações dos controladores e administradores quanto à presença do objetivo de agregar valor econômico para a companhia, identificar a existência do interesse social, o que é básico para a solução das questões de conflito de interesses e a caracterização do abuso do direito de voto e do abuso de poder do controlador.” SIMÕES, Paulo Cesar Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 10.

¹⁹⁴ Esse termo, ainda sem tradução para o português, é utilizado para designar os demais interessados nas atividades da companhia, empregados, fornecedores, clientes, comunidade e até mesmo cidadãos e governo.

acordo com João Bosco Lodi.”¹⁹⁵ O objetivo da governança corporativa é, em relação ao Conselho de Administração, “melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar conflitos existentes entre eles, administradores, auditores externos, minoritários conselhos fiscais e os *stakeholders*.”

Embora a governança corporativa possa representar uma maior garantia aos minoritários, não podemos resumi-la a isso nem consubstanciá-la apenas a um conjunto de princípios. Visto que a governança corporativa é um instituto desenvolvido no sistema da *Common Law*¹⁹⁶, a sua assimilação pelo nosso Direito, embora possa ser absorvida como um princípio, mostra-se conveniente sua integração através de elaboração legislativa¹⁹⁷, pois, naquele sistema, os princípios incorporam-se ao direito, independentemente de lei. Entretanto, embora com alguma controvérsia, o nosso sistema legal possui como fonte primária do direito a lei, aplicando-se os costumes e os princípios subsidiariamente (art. 4º, LICC).¹⁹⁸

¹⁹⁵ LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Campos, p. 24 *apud* Ribeiro, 2002 op. cit., p.168.

¹⁹⁶ Nos Estados Unidos, por exemplo, a adoção das práticas de governança corporativa fora impulsionada pela atuação dos investidores institucionais. Estes, por sua vez, obtiveram maior importância em decorrência da falência dos sistemas previdenciários estatais em quase todo o mundo capitalista e pela globalização dos mercados de capitais. Esta, por sua vez, provocou a dispersão das aplicações desses investidores por todo o mundo, quer comprando ações de companhias de países emergentes, negociadas nos mercados dos Estados Unidos e nos mercados dos próprios países emergentes. Neste sentido, o movimento da governança corporativa enseja o interesse dos investidores institucionais de valorizar a segurança, dentro do trinômio que também inclui a liquidez e a rentabilidade. O objetivo primordial dos investidores institucionais não é norteado pela percepção de dividendos, mas sim, pela valorização das aplicações, sendo, na ótica desses investidores, a produção de riqueza, aferível pela adição de valor econômico à empresa como um todo, constituir um dado mais importante do que a produção de lucros para a distribuição aos acionistas. SIMÕES, 2003,op. cit., p. 8.

¹⁹⁷ Isso se verifica, precipuamente, pela recente modificação da Lei das Sociedades Anônimas. Segundo Antonio Kadir, as modificações legislativas visaram “[...] por escopo introduzir na Lei das Sociedades Anônimas um conjunto de disposições que se traduzem em maior proteção dos acionistas minoritários sob a inspiração das modernas concepções de governança corporativa, em especial no que se refere ao aumento da proteção de interesses patrimoniais desses acionistas, bem como incremento da transparência e do dever de prestação de contas da administração das Companhias.” Desta forma, observa-se que a adoção das novas práticas de governança precisam ser amparadas pelos diplomas legislativos, viabilizando sua devida implementação no mercado nacional. KANDIR, Antonio. *A nova CVM e a modernização da Lei das Sociedades Anônimas. – reforma da Lei das Sociedades Anônimas..* Rio de Janeiro: Forense, 2001, p. 3.

¹⁹⁸ Conforme indica Luiz Alberto Rosman, a governança corporativa fora impulsionada em decorrência do receio dos administradores de perderem os seus cargos. Esta situação, levou, naturalmente, ao entendimento entre as partes no sentido de um “[...] maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos administradores das companhias, por meio da adoção, de

Deste modo, podemos concluir que um conceito mais abrangente e consentâneo de governança corporativa pode ser formulado, não se limitando exclusivamente à defesa dos interesses dos acionistas minoritários, mas abrangente, a ponto de proteger os direitos dos *stakeholders*.

Isto significa dizer que ao administrador interessa uma companhia forte e crescente, que tenha condições de sobreviver e assegurar seu emprego e poder. Ao acionista interessa maximizar seu investimento, conseguindo sempre os melhores retornos às suas aplicações que, não necessariamente, serão o de ampliar os negócios da empresa, mas, ao contrário, usufruir de seus recursos na forma de dividendos ou pelo ganho de capital obtido pela venda de suas ações.¹⁹⁹

A inclusão do Conselho de Administração neste debate, evidentemente, é de suma importância, por ser o Conselho o órgão de mediação e discussão de conflitos na empresa e, teoricamente, o espelho da distribuição de poder entre os agentes que participam da empresa, atuando como interface entre os acionistas, os administradores, os demais interessados (*stakeholders*), os Conselhos Fiscais, os credores, os auditores e a sociedade de uma forma mais ampla.

O debate sobre a governança corporativa no Brasil, para Miltom Nassau Ribeiro,²⁰⁰ iniciou justamente através da preocupação com o funcionamento do Conselho de Administração, devido ao forte histórico de companhias estatais e familiares aqui existentes. Em vista disso, mostrou-se ainda mais forte a necessidade e a importância de um Conselho formal,

forma cada vez mais efetiva, de melhores práticas de administração e de relacionamento da companhia com os acionistas, especialmente na apresentação das demonstrações financeiras e na divulgação de políticas estratégicas de desenvolvimento da empresa,[...] mais abrangente prestação de contas do administradores, tudo visando a tornar a empresa mais atrativa a seus investidores e mais alinhada aos seus interesses.” ROSMAN, 2005, op. cit., p.135.

¹⁹⁹ LAMEIRA, Valdir de Jesus. Governança corporativa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001. p. 46.

²⁰⁰ RIBEIRO, 2002, op. cit., p. 168.

transparente e composto por executivos profissionais, recrutados por sua competência e remunerados de acordo com o seu desempenho.²⁰¹

Analisando-se por esta perspectiva, a montagem de um Conselho requer muito profissionalismo, pois disso pode depender a perpetuidade, o controle e a capacidade de performance da empresa. É importante contratar profissionalmente os conselheiros, com base no perfil claro das competências exigidas para o posto e na decisão estratégica do empresário, que deve levar em conta que o mercado hoje é altamente competitivo, além disso, a estratégia gerencial é manter a performance acima da média.

A discussão sobre a governança corporativa em nosso país é consequência de um fato social atual e relevante na sociedade brasileira, qual seja, a necessidade de uma administração mais transparente, visando atrair os investidores, inclusive acionistas minoritários – pequenos poupadores –, como forma alternativa de captação de recursos no mercado financeiro.

De acordo com a legislação brasileira, as companhias devem cumprir a sua função social, defendendo e representando alguns interesses fundamentais relacionados aos acionistas, aos empregados e à comunidade em que atua. O legislador brasileiro prevê algumas hipóteses em que o desrespeito a esses interesses pode levar à configuração de abuso de poder (art. 117, § 1º, da Lei das S/A). Além do artigo 117, o artigo 116, considerado o principal fundamento jurídico da governança corporativa, existem outros comandos legais consonantes com as idéias desse sistema de gestão (por exemplo, os arts. 115, 153, 155, 157, 158, 159 e 165).

Quando da reforma da Lei das Sociedades por Ações ocorrida em 1997, verificou-se um sensível agravamento nos direitos dos acionistas

²⁰¹ PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In LOBO, Jorge (org.), Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 03/01/2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 14.

minoritários, já muito fragilizados. Com a aprovação da Lei 10.303, de 31.10.2001, alguns direitos dos acionistas minoritários, tolhidos pela reforma de 1997, foram restabelecidos, inclusive conferindo-lhes novos direitos protetivos, conforme se pôde verificar pela leitura dos parágrafos anteriores.

Entretanto, o conjunto de direitos conferidos aos minoritários situa-se em um patamar aquém do que seria adequado ao fortalecimento do nosso mercado de capitais, analisando-se pelas novas práticas de gestão em utilização. Em face de tal constatação, verificou-se uma reação mais incisiva para reanimar o mercado, empreendida pela BOVESPA, com a expedição de diplomas normativos, concedendo novos direitos aos minoritários e adotando um nível de transparência na divulgação de informações que é qualitativa e quantitativamente mais apurado do que aqueles previstos na legislação em vigor. Estes diplomas expedidos pela BOVESPA são o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

A pressão pela adoção de práticas mais rigorosas de governança corporativa nos vários mercados de capitais do mundo provém principalmente dos investidores institucionais, hoje, reconhecidamente, os fomentadores desses mercados, que mais e mais condicionam seus investimentos à observância dessas práticas. Evidentemente, essas práticas variam de um país para outro conforme as suas peculiaridades de mercado.²⁰²

Ressaltam-se, aqui os poderes que a legislação vigente outorga às Bolsas de Valores. Estas são órgãos integrantes do sistema de distribuição de

²⁰² No Brasil, acentua-se que o governo federal, por meio de seus órgãos e agências, tem estimulado a adoção pelas companhias das práticas de governança corporativa com uma série de medidas, dentre as quais se pode destacar: a) a atuação do BNDES, propiciando financiamentos com taxas de juros mais vantajosas para as empresas que se obriguem a, dentro de determinado prazo, abrir seu capital com listagem de suas ações no Novo Mercado; a aprovação, pelo Conselho Monetário Nacional, da Resolução n. 2829, de 6 de abril de 2001, permitindo às entidades fechadas de previdência privada investirem percentuais maiores de recursos em ações emitidas por companhias que observem as melhores práticas de governança corporativa e o lançamento, pela CVM da "Cartilha de governança corporativa", com indicação de que passará a exigir a inclusão, nas informações anuais das companhias abertas, de indicação do nível de adesão às práticas recomendadas, na forma "pratique ou explique", isto é, ao não adotar uma recomendação, a companhia deverá explicar as razões. ROSMAN, 2005, op. cit., p.138.

valores mobiliários²⁰³ e auxiliares da CVM. Nesse sentido, o art. 8º da Lei 6.385/1976, após descrever o poder regulamentar e o poder de polícia exercidos pela CVM sobre o mercado de capitais, expressamente ressalva, em seu § 1º, que o disposto naquele artigo não exclui a competência das Bolsas com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. Assim como a CVM, também as Bolsas de Valores exercem poder regulamentar e poder de polícia (ou “poder disciplinar”), nos termos da legislação, com vistas ao bom desempenho de suas importantes funções²⁰⁴.

Sem aprofundarmos a análise desse conteúdo, sobre os poderes exercidos pelas Bolsas de Valores, tanto a moderna doutrina constitucional como a administrativista são quase que absolutamente unânimes em interpretar o princípio da legalidade de modo relativo, ao afirmar que ele não exclui a competência de órgãos - não pertencentes ao Poder Legislativo, para editar atos normativos de força vinculante - ainda que sem a forma de Lei -, desde que respeitados os princípios e restrições legais. Na opinião dos autores Eduardo Alfred Taleb Boulos e Fernando Sztterling, “a razão é simples e cristalina: a velocidade e a especificidade técnica de determinadas matérias, sobretudo na esfera econômico-financeira, demandam a produção e a

²⁰³ De acordo com Fábio Konder Comparato, as Bolsas de Valores exercem uma função pública: “Em meu entender, 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 ‘órgão auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários’. O auxílio só pode ser, obviamente, para o desempenho das tarefas de serviço público que a própria lei atribuiu 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 sua 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 ao princípio legal do *full disclosure*. Fábio Konder Comparato. *Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e delimitação do seu objeto apud BOULOS; SZTERLING, 2002, OP. CIT.*, p.100.

²⁰⁴ Segundo Eduardo Boulos e Fernando Sterling, o poder regulamentar das Bolsas de Valores é previsto no regulamento anexo à Resolução n. 2.690/00, segundo o qual compete às Bolsas de Valores, dentre outras funções, criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitassem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores. Não obstante, o dispositivo de maior relevância para o poder regulamentar das Bolsas é o art. 21 § 4º da Lei 6.385/76, que atribuiu a cada Bolsa de Valores o poder de estabelecer requisitos próprios à admissão de valores à negociação no seu recinto, mediante prévia aprovação da CVM, autorização esta que foi concedida genericamente por essa autarquia. Frise-se que, através desta autorização, a Bolsa de Valores pôde determinar a adoção de regramentos específicos, contendo os requerimentos adicionais à governança corporativa. BOULOS; STERLING, 2002, op. cit., p.106-107.

efetivação de normas com a rapidez que o Poder Legislativo não pode proporcionar.”²⁰⁵

Evidentemente, as opiniões e análises sobre o assunto não se encerram por aí, pois o advento do novo mercado e das práticas diferenciadas de governança corporativa correpondem ao principal evento da história recente do mercado de capitais brasileiro, não só pelo seu potencial para reanimar o mercado como também pela sua envergadura e pioneirismo.

Podemos ainda acrescentar estudos e opiniões inovadoras de certos autores e estudiosos sobre a governança corporativa. Existe entre alguns empresários um questionamento que envolve a preocupação com a governança corporativa e a vida prática, pois, para muitos, a governança ainda é meramente algo ligado à adequação de normas do mercado aberto de ações, direitos de minoritários, relatórios financeiros, regulamentos jurídicos e coisas afins.

Apesar disso, devemos considerar também que praticar boa governança não implica somente em acatar regulamentos. A boa governança tem relação direta coma qualidade, a atitude e os valores no mais puro sentido humano e depende, ainda, de alinhar o pensamento entre acionistas, controladores e *stakeholders*. É preciso ficar claro que todos as pessoas envolvidas nos projetos das organizações devem atender ao interesse coletivo, com a necessidade de desenvolver uma boa gestão, de alcançar resultados positivos e garantir a continuidade da empresa.²⁰⁶

Muito embora possamos adotar diferentes formas de constituição de companhias (Sociedades Anônimas de Capital Aberto), tendo em vista as suas estruturas de gestão, no Brasil verificam-se diferentes modelos de governança. Entretanto, a análise de pesquisas sobre governança corporativa no Brasil, realizadas pelo IBGC e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International,

²⁰⁵ BOULOS; STERLING, 2002, op. cit., 105.

²⁰⁶ STEINBERG, Herbert. *A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e as piores práticas*. 2ª ed. São Paulo: Gente, 2003. p.18.

nos autoriza traçar um modelo básico de governança corporativa, adotado pelas empresas brasileiras²⁰⁷, com as seguintes características:

- a) estrutura de propriedade, com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- b) empresa com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores, alinhados por meio de acordo de acionistas para a resolução de questões relevantes;
- c) presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- d) alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do Conselho, representando os interesses dos acionistas controladores;
- e) pouca clareza na divisão dos papéis entre Conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- f) escassez de conselheiros profissionais no Conselho de administração;
- g) remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- h) estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês para o tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.²⁰⁸

A característica fundamental do modelo de governança corporativa das companhias abertas brasileiras é a forte concentração de ações com direito a voto, com poucas empresas apresentando uma estrutura de propriedade pulverizada. Além desta, outra característica importante é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais), acarretando uma separação entre a propriedade e o controle nas companhias, pois este pode ser obtido e mantido com uma pequena participação no capital social,²⁰⁹

²⁰⁷ Uma questão interessante vem a ser a possibilidade de adoção das práticas de governança corporativa às sociedades de economia mista. Estes entes, constituídas na forma da sociedades por ações, ao adotarem as práticas de boa governança, vêm a reforçar os princípios inerentes à Administração Pública. Neste sentido, garante-se maior transparência na divulgação de operações e resultados sociais, em perfeita consonância com a exigência de motivação e publicidade dos atos administrativos. PINTO JÚNIOR, Mário Engler.. O novo mercado da Bovespa e o compromisso da sociedade de economia mista com práticas de boa governança corporativa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 128. ano 41, p.56, out./dez., 2002.

²⁰⁸ SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa. desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2005, p.56.

²⁰⁹ No Brasil, por expressa disposição do art. 15 da Lei n. 6.404/76, alterada pela Lei n. 10.303/2001, o percentual máximo de emissão de ações preferenciais sem direito de voto passou a ser de 50% (cinquenta por cento), muito embora, anteriormente a legislação autorizava a emissão até o percentual de 2/3 do capital. Jorge Lobo ressalta “ a redução do número de preferenciais sem direito à voto das sociedades anônimas de 2/3 para 50% do total das ações emitidas - ganhou status de verdadeira *vexata quaestio* por força..” Ver: LOBO, 2002, op. cit., p.141

possibilitando a prática de abusos destes controladores contra a minoria que se pode constituir em um expressivo número de pequenos investidores.²¹⁰

Como decorrência da grande concentração de poder, o Conselho de administração possui a sua formação decorrente, na sua maioria, da indicação do acionista controlador - situação que reduz sensivelmente a possibilidade de uma postura ativa e independente dos Conselhos.

Considerando todos os aspectos mencionados, algumas empresas já vêm adotando práticas que podem ser consideradas como de governança corporativa, situando-se em um patamar bem superior àqueles verificados alguns poucos anos atrás, certamente impulsionados pela acirrada competitividade, bem como por algumas iniciativas institucionais e governamentais que também vêm contribuindo à melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre as quais:

- a) a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995;
- b) a aprovação da Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, conhecida como a nova Lei das Sociedades Anônimas;
- c) a criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do novo mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- d) o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para a definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- e) a definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como requisitos preferenciais à concessão de financiamentos.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi criado em 1995 com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil, sendo a única organização da América Latina totalmente focada na discussão do tema. Uma vez impulsionadas as práticas de governança corporativa pelo referido

²¹⁰ SILVEIRA, 2005, op. cit., p.57.

instituto, já se fazem sentir os reflexos da governança corporativa no mundo jurídico, dentre as quais se destacam: a emissão de ADR's (*American Depositary Receipts*) e a adoção do "Código de Novas Práticas de Governança".

A emissão de *American Depositary Receipts (ADRs)*²¹¹ pode ser considerado o primeiro efeito jurídico de adoção do sistema da governança corporativa pelas companhias brasileiras, uma vez que o mercado de capitais americano é mais líquido e pungente que o nacional, além de possuir custos bem menores.

Além disso, através do lançamento pela BOVESPA, do primeiro "Código de Governança Corporativa", elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, pretende-se orientar e educar as companhias cujos títulos e valores mobiliários sejam admitidos à negociação em Bolsa de Valores.²¹²

Em seguida, foram lançados os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado, ou seja, juntamente com o anterior, são os três segmentos de listagem destinados à negociação de ações de empresas que se comprometem a adotar certas práticas de transparência e governança corporativa, sugeridas pela BOVESPA.

A pouca abertura da economia brasileira antes de todas essas mudanças protegia as empresas nacionais da concorrência das estrangeiras. Com a mudança de cenário, as empresas nacionais que sobreviveram à abertura comercial (e não foram adquiridas por grupos estrangeiros) encontram-se hoje sob pressão a fim de estabelecer uma adequada estrutura de capital.²¹³

²¹¹ Esses valores mobiliários tiveram origem nos anos 20, criados pelo banqueiro J. P. Morgan, para possibilitar o investimento de seus clientes norte-americanos em empresas inglesas.

²¹² RIBEIRO, 2002, op. cit., p.170.

²¹³ SILVEIRA, 2005, op. cit., p. 58-59.

Por outro lado, existe um consenso entre conhecedores do assunto²¹⁴ de que no mercado brasileiro a maioria das empresas ocupa um estágio de transição entre um modelo tradicional para um modelo emergente.

Outro fator relevante à evolução do conceito de governança corporativa surgiu em 2002 com o Governance Metrics International (GMI), índice que classifica as empresas mundiais por um critério único de governança, que, juntamente com Standard & Poor's (S&P), representam um novo segmento de rígidas metas quantitativas de governança.

Um dado interessante a ser observado é quanto aos estudos de Herbert Steinberg.²¹⁵ Ele nos dá a perceber que o tema governança está muito próximo das noções recentemente desenvolvidas de cidadania e, responsabilidade social, estabelecendo-se, por vezes, até mesmo uma certa confusão entre eles.

O autor coloca como exemplo o que ocorreu no Fórum Econômico Mundial de 2002, em Nova York, e que causou muita polêmica na época, pois um grupo de presidentes e diretores de grandes corporações lançou uma declaração conjunta, recomendando aos colegas em todo o mundo que colocassem a responsabilidade corporativa como prioridade em suas empresas. Este documento foi denominado de “Cidadania Corporativa Global” e entre seus signatários estavam Coca Cola, Siemens, Renault e McDonald's, entre outros.

Quem lê o documento apressadamente acredita que a proposta leva a uma forte presença das empresas no terceiro setor, ou seja, um estímulo à prática de benemerência e ao combate à miséria que existe em todo o mundo. No entanto, no documento, executivos e conselheiros assumem a responsabilidade pela cidadania corporativa e apontam como traçar estratégias para gerenciar o impacto das empresas na sociedade e nos seus relacionamentos com os *stakeholders*. O objetivo é mostrar que

²¹⁴ Dentre eles Bengt Hallqvist, Floreal Rodriguez, Guilherme Dale e José Monforte, citados na obra de Herbert Steinberg. STEINBERG, 2003, op. cit., p. 44-45.

²¹⁵ STEINBERG, 2003, op. cit., p. 38-39.

responsabilidade social e desenvolvimento sustentável não apenas agregam valor mas são também essenciais ao *core business*.²¹⁶

Entretanto, apesar da polêmica inicial, um ano depois, no Fórum Econômico Global, em Davos, o Global Corporate Citizenship Initiative (GCCCI) divulgou pesquisa feita com o mesmo grupo de executivos-chefes, apontando evidências que, após os casos Enron e WorldCom, as empresas estavam levando mais a sério os seus compromissos sociais e ambientais.

Nessa ocasião, Uwe Dörken, CEO²¹⁷ da DHL, que assinou o primeiro documento e participou da pesquisa, manifestou-se positivamente em relação aos resultados e objetivos do protocolo: “Nossa reputação como cidadãos corporativos responsáveis, assim como a competitividade de nossos serviços, será cada vez mais a base sobre a qual nossos clientes decidirão se devem ou não fazer negócios conosco”.²¹⁸

A cultura de centralização e manipulação ainda tem muito espaço em nossas empresas. A seqüência de escândalos financeiros impulsionaram tanto o governo quanto o mercado de capitais e a sociedade civil a serem mais atentos e sensíveis à necessidade de prestação de contas e ao respeito aos *stakeholders*. As empresas que quiserem se modernizar precisarão buscar sempre mais equidade na relação com todos os seus públicos até porque os consumidores têm dado preferência a produtos éticos, oferecidos por empresas que demonstram preocupação real com a questão social. Paralelamente, o mercado de capitais tem exigido a boa governança corporativa à liberação de recursos financeiros.

Em resposta aos escândalos corporativos já mencionados, foi sancionada no ano de 2002, nos Estados Unidos, a Sarbanes-Oxley (Sarbox). Esta lei visa aumentar a responsabilidade corporativa e as penalidades para os casos de violações das práticas contábeis e de auditoria. Além disso, visa

²¹⁶ STEINBERG, 2003, Op. Cit., p. 64.

²¹⁷ Executivo principal ou Diretor-Presidente, sendo comum no Brasil acumular a função de Presidente do Conselho de Administração.

²¹⁸ STEINBERG, 2003 Op. Cit., 90.

reforçar a proteção aos investidores através do requerimento de um maior nível de informações sobre as empresas.

A SarbOx é o ato mais abrangente e importante, relativo à legislação de mercado de capitais desde a década de 30 nos Estados Unidos. Resumidamente, a intenção do Legislativo norte-americano é devolver ao investidor a confiança perdida no mercado. Aplicável tanto às empresas norte-americanas quanto às empresas estrangeiras, a SarbOx representa uma intervenção maciça da Federação norte-americana em matérias anteriormente reguladas por órgãos reguladores estaduais.

Neste sentido, a Securities and Exchange Commission preocupou-se em regular exaustivamente os pontos obrigatórios de divulgação de informações, com regras longas e detalhadas sobre todos os aspectos. Em comparação à ordenação feita pela CVM, o órgão regulador brasileiro não regula a matéria de divulgação de informações de forma exaustiva, mas sim através da fixação de regramentos exemplificativos. Desta forma, a CVM exige, por exemplo, que a companhia aberta adote política de divulgação de ato ou fato relevante, contemplando procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não-divulgadas, além de exemplificar os fatos relevantes que devem ser objeto de divulgação, já mencionados nos capítulos anteriores.

No que se refere a SarbOx, a legislação norte-americana apresenta as seguintes novidades quanto à divulgação de informações:

- (i) que as companhias informem de forma rápida e periódica quaisquer mudanças significativas nos seus resultados financeiros ou operacionais;
- (ii) divulgação à SEC de todas as transações significativas da companhia e que não estejam refletidas no balanço social;
- (iii) aumento da divulgação das informações financeiras *pro forma*;

- (iv) adoção de um código de ética para os diretores financeiros da companhia e, caso não exista o código, a divulgação do motivo pela não-existência (e, ainda, estão obrigadas a divulgar toda e qualquer alteração no referido código de ética);
- (v) divulgação de demonstrações financeiras auditadas, refletindo ajustes materiais que tenham sido determinado pelos auditores da companhia.;
- (vi) criação de um *Audit Committe* dotado de independência em relação aos administradores da companhia, com atribuições específicas;
- (vii) divulgação de relatórios anuais, contendo relatórios de controle interno das companhias;
- (viii) que as companhias informem se, pelo menos, um membro de comitê de auditoria é um *expert* em finanças – *Us Gaap* – e, em não sendo, quais as razões de assim não ocorrer; e
- (ix) que as alterações nas participações acionárias dos membros do Conselho de Administração e acionistas com pelo menos 10% de participação acionária sejam informadas à SEC em até dois dias úteis da realização da transação.

Na seção 401 (a) da SarbOx, intitulada “Divulgação em Relatórios Periódicos”, a lei adicionou a Seção 13 (j) ao Securities Exchange Act de 1934 e exigiu que a SEC editasse regras finais, requerendo que todos os relatórios anuais ou trimestrais a ser arquivados especifiquem todas as transações, obrigações contratuais, outras obrigações (incluindo contingências que provavelmente irão se materializar) relevantes da companhia, bem como quaisquer relações entre a companhia e outras entidades que a possam afetar de forma significativa. Além disso, deverão ser informadas as condições financeiras, de liquidez, recursos de capital e rendas ou despesas da companhia.²¹⁹

²¹⁹ Dentre as operações que devem ser divulgadas à SEC, incluem-se as operações envolvendo as garantias concedidas pela companhia; promessas de transferência de ativos; instrumentos derivativos; operações de *leasing*. Em atendimento à Seção 302 da SarbOx, a SEC adotou as regras Regras 13^a-14, 13^a-15, 15d-14 e 15d-15. Essas regras estão relacionadas à manutenção e à avaliação periódica dos controles e procedimentos de divulgação de informações, bem como à certificação de relatórios trimestrais e anuais arquivados de acordo com o artigo 13 (a) ou 15 (d) do Securities Exchange Act, relativamente

Conforme podemos observar, o objetivo da Seção 401 (a) é assegurar ao investidor uma visão clara das atividades e negócios da companhia na qual ele pretende investir. Em comparativo à regulação feita no Brasil, observa-se que nem todos os contratos e obrigações previstos na Seção 401 (a) da SarbOx constam expressamente das regras brasileiras. Não obstante, o princípio consagrado nos dois ordenamentos não difere, ou seja, aquelas informações que possam influenciar na decisão do investidor são consideradas relevantes e devem ser divulgadas pela companhia.

Conforme foi anteriormente observado, a Instrução CVM 358/02 elenca de forma exemplificativa os fatos que devem ser divulgados, incluindo-se, dentre eles, o ingresso ou saída de sócio que mantenha contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica, ou administrativa com a companhia (inciso IV) e renegociação de dívidas (inciso XI). De acordo com a legislação americana, dentre os fatores a serem divulgados, o mais polêmico é a obrigatoriedade da divulgação das contingências ou prováveis contingências que possam ser incorridas pelas companhias. Tal requerimento, observa-se, não encontra reciprocidade específica na legislação brasileira. Da mesma forma, não consta na legislação brasileira qualquer referência à necessidade de adoção de um código de ética por parte da companhia.

A mesma seção da SarbOx (401) determina que todos os relatórios financeiros reflitam as correções e ajustes relevantes que tenham sido identificados pelos auditores de acordo com o Gaap²²⁰ e regras da SEC. De

àqueles controles e procedimentos de divulgação de informações e aos controles internos. Desta forma, o relatório anual arquivado junto à SEC deve incluir um relatório de controle interno da administração, contendo: (1) uma declaração de responsabilidade da administração pelo estabelecimento e manutenção de controles internos adequados; (2) uma declaração, identificando os padrões e critérios utilizados pela administração da companhia para avaliar a eficiência dos relatórios de controle interno da companhia; (3) conclusões sobre a efetividade dos controles internos da companhia com base na avaliação daqueles controles e procedimentos feita pela administração, a partir do final do último ano fiscal da companhia e a divulgação de eventuais deficiências relevantes em relação a tais controles internos; e (4) a confirmação por parte da empresa de auditoria que elaborou ou emitiu relatório da auditoria referente ao balanço incluído no relatório anual da companhia, que emitiu uma certificação anual sobre a avaliação dos controles internos da companhia feita pela administração." ORPHÃO, 2003, op. cit., p. 122.

²²⁰ é a sigla do "United States Generally Accepted Accounting Principles" que são os princípios de Contabilidade que são aceitos nos Estados Unidos da América. Essas normas devem ser

forma semelhante, o artigo 176 da Lei das Sociedades Anônimas determina que, ao fim de cada exercício social, a diretoria faça elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, demonstrações financeiras, que deverão exprimir *com clareza* a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício.

O parágrafo 3º do art. 177 da citada lei determina que as demonstrações financeiras das companhias abertas observem as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e sejam obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na mesma comissão. Neste sentido, conforme observa Renata Orphão, a veracidade das informações financeiras com base nos princípios contábeis brasileiros é um requisito já incorporado pela legislação brasileira.²²¹

A Seção 403 da SarbOx alterou a Seção 16 do Securities Exchange Act para determinar que, a partir de 29/08/02, as alterações nas participações acionárias dos membros do Conselho de Administração e acionistas com pelo menos 10% de participação acionária sejam informadas à SEC no prazo máximo de dois dias úteis após a realização da transação. E, um dia após a comunicação à SEC, essa informação deve constar do *website* da companhia.

Em regramento semelhante, o *caput* do artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas exige que o administrador de companhia aberta informe o número de ações da companhia que possui e, no seu parágrafo 6º, consta a determinação para que quaisquer alterações na posição inicialmente informada sejam comunicadas à CVM. Igualmente, o artigo 11 da Instrução 358/02 exige que os diretores, os membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, comuniquem à CVM, à companhia e, se for o caso, à Bolsa de Valores e à entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários sejam admitidos à negociação, a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e

seguidas por todas as empresas, incluindo as de outros países, que quiserem negociar suas ações e/ou títulos em bolsas de valores em território norte-americano.

²²¹ ORPHÃO, 2003, op. cit., p.121.

de sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhias abertas, ou que lhe são referentes, de que sejam titulares, e, depois, as alterações em suas posições.

Um dos dispositivos que mais tem chamado a atenção do mercado corresponde à Seção 302 do SarbOx. A referida Seção – já mencionada em nota de rodapé – determina que os presidentes e diretores financeiros das companhias se declarem pessoalmente responsáveis pelos contratos e procedimentos de divulgação. Tal hipótese poderá, portanto, acarretar que estes sejam responsabilizados individualmente com a aplicação de severas multas, além de penas de prisão em caso de não-atendimento às prescrições da lei.

Igualmente polêmica, a Seção 404 determina que seja feita uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros, bem como seja criado um Comitê de Auditoria Independente. Em artigo da revista americana *The Economist*, publicado em 21.05.2005, as maiores reclamações das empresas norte-americanas se fundam nos custos de criação dos *audit committees* independentes.²²² Este comitê será responsável pela fiscalização de determinadas práticas por parte dos administradores²²³, bem como pela escolha e destituição da empresa de auditoria externa. Além disso, deverá pronunciar-se sobre a remuneração e processamento das reclamações relacionadas a aspectos contábeis do desenvolvimento da atividade dos auditores.²²⁴

²²² Sobre os auditores independentes, é importante mencionar que esta figura é regulada pelas Instruções Normativas n. 308 e 381 da CVM. A primeira instrução veda que aos auditores independentes adquirir ou manter títulos de valores mobiliários ou de emissão das companhias com as quais sejam contratados, bem como das sociedades a esta coligadas, controladas ou integrantes de mesmo grupo econômico. Já a Instrução 381 determina que as sociedades – que contratem os serviços de auditoria independente – divulguem todos os detalhes de sua relação com os auditores externos, seja qual for o tipo de serviço contratado.

²²³ Em pesquisa realizada pela FEI (*Financial Executives International*), informa-se que os custos de adaptação das empresas aos parâmetros da Sarbox são da ordem de US\$ 4,6 milhões de dólares em cinco anos, para cada uma das grandes companhias norte-americanas. MORAES, Luiza Rangel de. As novas atribuições do conselho fiscal diante da lei Sarbanes-Oxley e da legislação brasileira. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 29, n. 8, p. 49, jul./set., 2005.

²²⁴ *Ibid.*, p.55.

Deve ser salientado que os números divulgados pela “The Sarbanes-Oxley Act Community Forum”²²⁵, em março de 2006, mostram que dos 6.369 participantes da enquete sobre as novas exigências da lei, 19% (1.230) das empresas de diferentes países ainda não começaram a se adaptar aos regulamentos da SarbOx. Outras 27% estão apenas começando as pesquisas para adaptação, enquanto que apenas 11% têm um plano criado e pronto para ser implementado.

Em relação aos reflexos no mercado brasileiro, observa-se que a legislação brasileira já atende, em grande parte, aos regramentos previstos no SarbOx. Entretanto um dos pontos que mais tem suscitado discussões corresponde às incompatibilidades de um Comitê de Auditoria em relação ao órgão do Conselho Fiscal.

De acordo com a SEC, admitiu-se às empresas brasileiras a adoção do Conselho Fiscal como substituto ao Comitê de Auditoria²²⁶, desde que esse tenha as suas funções adequadas àquelas previstas para o Comitê. Deve-se salientar que, de fato, as regras da SEC sobre o Comitê de Auditoria são mais abrangentes do que aquelas previstas ao Conselho Fiscal no Brasil. Contudo, a SEC admitiu uma série de exceções ao regramento do *Sarbanes* aplicáveis às companhias brasileiras. Dentre elas:

- “Os acionistas controladores poderão ter um ou mais representantes, sem voto, no Comitê de Auditoria, desde que tais pessoas não recebam qualquer remuneração da companhia adicional à remuneração por participar no Conselho de Administração;
- Entidades governamentais, como o BNDES e suas subsidiárias, poderão ter um ou mais representantes no Comitê de Auditoria, desde que tal pessoa não receba qualquer remuneração da companhia adicional à remuneração por participar do Conselho de Administração;

²²⁵ Ibid.,p.62.

²²⁶ Conforme *Release* 33-8220 promovido pela SEC.

- Empregados da companhia que tenham sido eleitos para o Conselho de Administração por força do estatuto social poderão participar do Comitê de Auditoria, da mesma forma que os empregados eleitos para o Conselho de Administração por força de disposição legal ou regra de listagem;
- A mera nomeação e eleição pelo acionista controlador de determinada pessoa para o cargo de membro do Conselho de Administração, como é exigido pela Lei das Sociedades Anônimas, não eliminarão a independência de um membro do Comitê de Auditoria, desde que satisfeitos os requisitos legais de independência.²²⁷

Em caso de substituição do Comitê de Auditoria pelo órgão do Conselho Fiscal, este terá sua competência definida pela Lei 6404/76, combinada com as disposições do SarbOx.

Deve ser salientado que a conjugação dos diplomas legais – Lei 6404/76 e SarbOx – não acarreta, para os membros do Conselho Fiscal, responsabilidades diversas daquelas a que já estão submetidos pelo artigo 165 da Lei das Sociedades Anônimas. Desta forma, os membros do Conselho Fiscal não precisarão assinar o formulário 20-F ou outro termo de responsabilidade a ser enviado à SEC.²²⁸

3.2 O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa

Inspirado na experiência alemã com o *Neuer Markt*, criado em 1997, a BOVESPA realizou um minucioso trabalho para definir todas as regras a serem

²²⁷ Regras Finais da SEC sobre o Comitê de Auditoria exigido pela *Sarbanes-Oxley*, com comentários da ABRASCA, disponível em www.abrasca.org.br, acesso em 02.05.06.

²²⁸ MORAES, 2005, op. cit., p. 65.

seguidas pelas empresas listadas no Novo Mercado e nos níveis 1 e 2 de governança, clamando, principalmente, pelo comprometimento e pela adoção voluntária de práticas de governança corporativa e de *disclosure* (transparência)²²⁹ adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação societária vigente.

O Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa são segmentos especiais que foram desenvolvidos com objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Além de dar maiores garantias aos minoritários, elas melhoram a gestão das companhias e fazem o Conselho exercer melhor seu papel - fatores que geram valor e segurança aos acionistas, favorecendo a empresa – como opção de investimento – e o mercado.

Dependendo do grau de comprometimento assumido pelas companhias em relação às práticas de boa governança, estas podem ser

²²⁹ Questão importante a ser observada corresponde à possibilidade do *disclosure* em reduzir os problemas de assimetria de informação. Estes problemas, uma vez sendo atacados, permitem que sejam reduzidos os riscos do pequeno investidor perder em termos de valores para os investidores mais qualificados. A doutrina econômica afirma que, em um contexto de mercado de capitais, a redução da assimetria de informações é um desafio crítico. A assimetria surge, justamente, quando a empresa possui informação de relevância em termos de valores, mas que não fora divulgada por alguns investidores. A partir de então e, até que essa informação seja revelada ao mercado, cria-se um problema de seleção adversa que se impõe aos participantes do mercado, desinformados. Desta maneira e, considerando que o lucro do agente informado é justo, a perda do agente desinformado no mercado secundário, ou seja, o investidor que não tem a informação demandará maior retorno de seu investimento no mercado primário. Esta conduta, por sua vez, tenderá a aumentar os custos do capital da empresa em razão da necessidade de aumento das expectativas de retorno no mercado primário. Desta forma, Easley e O'Hara – citados por Ana Paula Lanzana – afirmam que os investidores exigem maiores retornos para investirem em ações cujos parâmetros de informação pública sejam menores. Os investidores informados, justamente por serem detentores de informações não-publicadas, podem manipular o preço das ações, prejudicando os demais investidores. EASLEY, D. O'HARA, M. Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59, p. 1553-1583, 2003, *apud* LANZANA, Ana Paula. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004, p. 17. Faz-se necessário observar que, segundo Verrecchia, é do interesse das companhias a diminuição da assimetria de informações, pois busca-se a redução do custo do seu capital no momento da emissão. Desta forma, os gestores da companhia têm incentivos de promover um *disclosure* voluntário. Conforme estudos divulgados por Brown, Finn e Hillegist – todos constantes da dissertação acima citada –, o *disclosure* diminui a assimetria de informações, inibindo a busca de informações de caráter privado em decorrência de sua ampla e pontual divulgação pública. BROWN, S.; FINN, M; HILLEGEIST, S.A. *Disclosure quality and the probability of informed trade*. Working paper, Emory University and Northwestern University, 2001, *apud* LANZANA, 2004, op. cit.,p.19-20.

distintas, ao lado das listadas no Novo Mercado, como de nível 1 ou nível 2. São os chamados “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” da BOVESPA, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado.²³⁰

Esta iniciativa da BOVESPA, com o lançamento desses diplomas normativos, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, em conjunto com as modificações da Lei 10.303/2001, tem promovido um significativo avanço nos direitos dos minoritários e nas práticas de divulgação de informações aos investidores, o que também pode efetivamente elevar o valor de mercado das companhias abertas e reanimar o mercado de capitais.

Segundo o Regulamento de Listagem, a entrada de uma empresa ao Novo Mercado significa a adesão de regras societárias mais rígidas que ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução de conflitos por uma câmara de arbitragem, oferecem maior segurança jurídica aos investidores quanto à obediência aos compromissos firmados.

Segundo a diretora do Novo Mercado da BOVESPA, Maria Helena Santana²³¹, quando uma empresa planeja captar recursos em Bolsa, as mesmas são alertadas pelos bancos de investimento e corretores que alcançarão melhores preços e demanda se aderirem ao Novo Mercado.

Na opinião da diretora, o mercado brasileiro recuperou parte da sua credibilidade, graças ao Novo Mercado. Segundo ela, empresas que colocam ações no exterior afirmam que aquele ajudou a abrir as portas para os investidores internacionais e ao saberem que aqui os acionistas têm direito a

²³⁰ Para fazer parte dos novos níveis de transparência do mercado, a empresa deverá celebrar “Contrato de Participação no Novo Mercado” com a BOVESPA. Estes contratos, contudo, não são suficientes para determinar que as companhias passem a vender seus valores mobiliários pelas disposições do Novo Mercado. Será, também, necessário que os acionistas controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal das companhias emissoras firmem termos de anuência aos preceitos da governança corporativa. BOULOS; STERLING, 2002, op. cit., p.110.

²³¹ STEINBERG, 2003, op. cit., 33.

voto, Conselho com mandato unificado de um ano, *tag along* e outras práticas de governança, eles aceitam, pelo menos, conversar.

O procedimento de adesão às práticas de governança corporativa é voluntária e implica a assinatura de contrato de adesão, envolvendo os controladores, administradores (Conselhos de Administração e direção executiva) e a Bolsa, além do compromisso de transparência adicionais de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação. Mesmo que, por hipótese, uma companhia já atenda, reconhecidamente, às práticas exigidas, a Bolsa não a classifica sem a adesão contratual.

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa do Novo Mercado são previstos conforme o grau de compromisso assumido em relação às práticas exigidas, devendo a empresa escolher qual dos segmentos apresentasse mais adequado à sua estratégia de envolvimento no mercado.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as boas práticas de governança corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter as suas ações negociadas nesse segmento.

Visando a uma transição gradual para o novo regime, a BOVESPA teve a preocupação de criar as duas etapas intermediárias ao Novo Mercado, denominadas nível 1 e nível 2.

Embora com fundamentos, objetivos e pré-requisitos semelhantes aos exigidos às companhias de nível 1 e 2, o Novo Mercado está mais voltado às empresas que venham a abrir capital, por meio de distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões; que tenham pelo menos quinhentos acionistas, apenas com ações ordinárias; e empresas de capital aberto com ações preferenciais que possam convertê-las em ordinárias.

Resumidamente, a companhia aberta participante do novo mercado tem obrigações adicionais, tais como:

- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*)²³²;
- estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual, seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência da consolidação e revisão especial;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação no novo mercado;
- cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo acionistas controladores ou administradores da empresa.²³³

Esses compromissos, além de estarem presentes no Regulamento de Listagem, alguns deles também deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

As companhias de nível 1 da Bovespa comprometem-se, principalmente, com as melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Neste sentido, as principais práticas agrupadas no nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;

²³² “Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-lhes o mesmo tratamento dado ao grupo controlador”. ANDRADE; ROSSETTI, 2004, op. cit., p. 289.

²³³ <https://www.novomercadobovespa.com.br>. 28/02/2006.

- divulgação de operações, envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.²³⁴

Para a classificação como companhia de nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. São eles:

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual, seguindo as normas US GAAP ou do IASB;
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo;
- obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.²³⁵

Essas medidas são o que há de mais moderno em termos de governança corporativa e buscam o fomento do mercado de capitais. Segundo

²³⁴ SANTOS, 2003, op. cit., p.199.

²³⁵ SANTOS, 2003, op. cit., p. 200.

trabalho preparado a pedido da BOVESPA, por Antônio Gledson de Carvalho, o autor chegou à seguinte conclusão:

Neste estudo, detectamos que a migração tem impacto sobre a valorização das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez.²³⁶

Daí se conclui que as ações das empresas mais atentas à governança corporativa são as mais valorizadas pelo mercado.

As primeiras migrações do mercado tradicional para as listagens diferenciadas (níveis 1 e 2 e o novo mercado) ocorreram em junho de 2001, seis meses após a criação dos novos segmentos. Neste mesmo período, a Bolsa começou a divulgar um novo índice de desempenho das empresas no mercado, o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC).

Como sabemos, a entrada de uma empresa no novo mercado implica a adesão a um conjunto de regras societárias mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Segundo a ótica das empresas, aquelas que se enquadrarem a essas regras deverão conseguir melhor precificação de suas ações, conseguindo com isso menores custos de captação. Além disso, o Novo Mercado representará a oportunidade de comprar um “produto ação” diferenciado, pois somente serão negociadas ações com direito a voto, o que permitirá ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.

Trata-se de fatores determinantes na avaliação do grau de proteção do investidor e que pode influenciar na sua percepção de risco e o custo de capital das empresas, além de conferir maior credibilidade aos investimentos

²³⁶ CARVALHO, Antonio Gledson. Efeitos da migração para níveis de governança da BOVESPA. Disponível em <https://www.bovespa.com.br>. Acesso em 28/02/2006.

em Bolsa, pois deve oferecer ações de companhias que, em princípio, oferecem risco inferior ao das demais.

Assim, mesmo que a adesão às práticas de governança corporativa, por si só, não crie riqueza nem seja uma blindagem de segurança para o risco dos investimentos no mercado de capitais, é uma indicação de postura em relação a valores como transparência, integridade das informações, conformidade com a regulação e adoção de modelos confiáveis de gestão. Na avaliação de Adriana Andrade e José Paschoal Rossetti, significa que:

“seja pelo crescimento da procura por ações de empresas bem governadas, seja pelos resultados efetivos produzidos pela governança, o comportamento dos índices do mercado de capitais do subconjunto das empresas que adotaram *guidelines* de boa governança tem-se deslocado positivamente dos índices do mercado como um todo.”²³⁷

Para estes autores, os códigos de boa governança e a nova regulação da vida corporativa possuem fundamentação em quatro valores: *compliance*, conformidade legal; *accountability*, prestação responsável de contas; *disclosure*²³⁸, mais transparência; e *fairness*, senso de justiça.

²³⁷ ANDRADE; ROSSETTI, 2004, op. cit, p. 27-28.

²³⁸ De acordo com Ana Paula Lanzana, o *disclosure* possui a função “[...] de auxílio na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores, já que, com base nas informações apresentadas pelos gestores, os investidores farão inferência sobre o desempenho e perspectivas futuras da companhia e tomarão a decisão de investimento em determinado empreendimento. Além disso, autores como Bushman e Smith – citados pela autora – afirmam que o *disclosure* “[...] é essencial para a avaliação das oportunidades de investimentos em uma economia em seu papel de auxiliar investidores a alocarem seus recursos de forma mais eficiente entre diferentes opções disponíveis no mercado. Sob esta ótica, o *disclosure*, especialmente voluntário, torna-se uma ferramenta importante das empresas se diferenciarem das demais em termos de apresentarem seu desempenho, suas estratégias, visão de mercado, diferenciais competitivos, novos programas de investimento, etc.” LANZANA, 2004, op. cit., p.1-4. Deve ser mencionado que, além destas funções, aponta-se que o *disclosure* tem a responsabilidade de diminuir a assimetria informacional entre gestores e investidores, contribuindo para que os investidores tenham os mecanismos necessários à adequada alocação de seus recursos. Ibid., p.6. Eduardo Falcão menciona que o conceito de *disclosure* envolve a possibilidade de os usuários das demonstrações financeiras obterem conhecimento do atual estágio de um determinado

A base dos critérios de agências de *rating*²³⁹ corporativo, criadas com a finalidade de avaliar as companhias quanto ao cumprimento das melhores práticas, tem sido os quatro valores essenciais da boa governança.

Essas avaliações e as classificações das empresas listadas em bolsas de valores segundo o cumprimento das boas práticas de governança têm orientado os investidores em suas decisões em participações acionárias e trazendo demonstrações importantes nos mercados, que têm revelado que os investidores estão dispostos a pagar um *ágio de governança*, um valor mais alto pelas ações das companhias que possuem o sistema de governança corporativa de alta qualidade, bem como, na direção oposta, têm sido observados *deságios de governança*, cotações inferiores, na evolução média de seus índices, pela ausência percebida de adesão aos valores e às práticas da boa governança²⁴⁰.

Enfim, o advento do Novo Mercado e das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa lançados pela Bovespa, é o marco da história recente do mercado de capitais brasileiro. Essa iniciativa vem de encontro à natureza de associação privada das Bolsas de Valores, voltada, no entanto, a função de interesse público, e reforça significativamente a importância da auto-regulação no mercado de capitais brasileiro.

empreendimento econômico, não apenas no que concerne à situação patrimonial como também financeira, em termos de lucratividade. FALCÃO, Eduardo Tadeu. *A divulgação em demonstrações financeiras de companhias abertas*. Dissertação – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1993, *apud* LANZANA, 2004, op. cit., p.12.

²³⁹ As três principais são o *Institutional Governance Quocient*; o *Governance Metrics International* (GMI) e o *European Corporate Governance Rating*.

²⁴⁰ ANDRADE; ROSSETTI, 2004, op. cit., p. 305-306.

CONCLUSÃO

Neste momento da História mundial, estamos conscientes de estarmos atravessando um momento de grandes transformações, em que talvez a mais expressiva seja a própria rapidez em que essas estão ocorrendo.

Sabendo que dos segmentos sujeitos às maiores transformações, encontra-se o econômico, observa-se que tal transformação definitivamente surgiu com uma radical mudança do paradigma, pois saímos de uma economia atrelada principalmente pelas circunstâncias internas dos Estados soberanos, para uma total dependência determinada por parâmetros internacionais.

Cada vez mais, nos dias de hoje, estamos vivendo em uma aldeia global, sendo que em economia tal circunstância nós passamos a intitular de globalização da economia.

Neste contexto de economia globalizada, o Estado brasileiro necessita buscar as condições para viabilizar o equilíbrio de nossa economia, bem como encontrar alternativas que propiciem o seu crescimento.

Visando adaptar-se às novas tendências, buscando o crescimento, sabemos que uma das soluções mais viáveis é o incentivo ao desenvolvimento das empresas, tornando-as competitivas neste cenário globalizado.

Para que seja possível tal transformação evolutiva em nossas empresas, além das condições favoráveis da economia interna, as mesmas necessitam financiar os seus projetos, a fim de que lhes possibilitem tornarem-se cada vez mais competitivas.

Verificando-se que as linhas tradicionais para o financiamento das empresas, tais como captação no sistema bancário a juro baixo ou subsidiado, não se mostram mais uma realidade, uma das melhores alternativas existentes e utilizadas pelos países mais desenvolvidos é a busca da capitalização das empresas no mercado de capitais.

Conscientes da necessidade de desenvolvermos o mercado de capitais no Brasil, a presente dissertação avaliou o atual estágio do ordenamento jurídico pátrio, principalmente analisando as principais alterações introduzidas pela Lei n. 10.3003/2001, e se as práticas de gestão que vem sendo utilizadas no Brasil encontram-se em consonância com os parâmetros exigidos pelo mercado investidor, seja interno ou externo.

Afastada a análise das questões macro-econômicas, muito embora possam exercer uma forte influência no desenvolvimento do mercado de capitais, que ficam relegadas aos economistas, mais capacitados para tal tarefa, passaremos a externar as conclusões obtidas através das análises elaboradas.

Em um primeiro momento, sabendo que um dos aspectos mais importantes, para fortalecer o mercado de capitais, está ligado ao poder que o mesmo possa ter de atrair os investidores, seja os investidores de menor capacidade de investimento, ou seja, pessoas físicas que buscam capitalizar suas poupanças, seja àqueles intitulados institucionais, com grande capacidade de investimentos.

Tais investidores, para convergirem os seus investimentos para este mercado, necessitam constatar que o mesmo transmite segurança, sendo um

dos fatores de tal transmissão a disponibilidade e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado.

A análise do dever de informação no Direito brasileiro mostrou-nos que a legislação encontra-se em consonância com os anseios do mercado, tanto estabelecendo exigências para que se verifique um grau elevado de transparência, como regulando com severidade a repressão ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado, prática intitulada *insider trading*.

Com relação à análise da legislação vigente, principalmente através das inovações introduzidas pela Lei n. 10.303/2001, que visa alcançar a proteção aos acionistas minoritários, pode-se observar, que também nesta temática se verificaram grandes evoluções, que determinam que a legislação, neste particular, também tem transmitido segurança aos investidores, até mesmo servindo de justificativa à atração de investidores internacionais.

Salienta-se, em prol dos minoritários, a ampliação do direito de recesso; a garantia de venda das ações pelos minoritários, por valores aproximados àqueles pagos ao controlador, em caso da alienação do controle da companhia; a possibilidade dos minoritários participarem dos Conselhos de Administração e Fiscal; além da possibilidade de adotarem a arbitragem como forma de solução de conflitos, buscando dessa forma uma solução mais célere e especializada para as suas controvérsias.

Quanto ao órgão regulador e fiscalizador do mercado, que é a Comissão de Valores Mobiliários, ressalta-se a ampliação de sua competência, bem como a maior independência para o exercício de suas atribuições.

Também com a ampliação do conceito de valor mobiliário, foi facilitado que, em um cenário contextualizado, as empresas tenham facilitada a captação de recursos no mercado.

Ainda, levando-se em consideração a segurança buscada pelos investidores, o legislador criou novos tipos penais, com o objetivo de inibir a prática de fraudes no mercado.

Pela análise à legislação, pode-se afirmar que a mesma se encontra modernizada e adaptada, a fim de regular o adequado funcionamento do mercado de capitais.

A par da análise legislativa, pode-se declarar também que as nossas empresas vêm adaptando-se às modernas práticas de gestão, chegando, em muitas circunstâncias, a adotarem práticas sequer previstas na legislação brasileira, porém, em sua grande maioria, por imposição do mercado cada vez mais exigente.

Por fim, cabe-nos externar nossa preocupação, quanto à efetividade da aplicação das normas reguladoras do mercado de capitais no Brasil. Tal inquietação justifica-se, primeiramente, pela dificuldade de encontrar-se decisões, envolvendo a matéria no Poder Judiciário, bem como na Comissão de Valores Mobiliários.

O Poder Judiciário, pelo momento que atravessa, demasiadamente assoberbado e seguramente com seus quadros despreparados para enfrentarem tal matéria, não parece ser o órgão apropriado para tais discussões.

Quanto à Comissão de Valores Mobiliários, muito embora desenvolva apenas as suas atividades no âmbito administrativo, sua função é importante, porém teme-se que não esteja aparelhada o suficiente para o exercício de sua função.

Talvez como forma alternativa ao Poder Judiciário, a arbitragem privada poderia funcionar como um meio eficiente de solucionar os conflitos que surgissem, e ao mesmo tempo poderia avaliar com mais precisão a

adequação de nosso arcabouço legal ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADIERS Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo, n. 9, ano 3, jul./set. 2000.

AGUINIS, Ana Maria M. de. El derecho de información de los accionistas. *Revista de Derecho Comercial*, Buenos Aires V. 11, 1978.

ALBINO, Fernando A. de Oliveira. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliário*. São Paulo: USP, 1989.

_____. Direitos essenciais do acionista. *Cadernos de Direito Econômico e Empresarial*, São Paulo: *Revista de Direito Público*, n. 80, 1984.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa; fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, Isaac Galdino. *O dever de informar e o direito à informação nas sociedades mercantis*. Dissertação PUC/SP, 1998.

ANDREZZO, Andréa Fernandes. A necessidade de maior transparência das informações e orientações dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. *Revista da CVM*, n. 30, dez. 1999.

ANDREZZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.

ARAGÃO, Paulo César. Novos aspectos dos valores mobiliários na Lei das Sociedades por Ações. *Revista dos Tribunais*, São Paulo: n. 584, 1984.

ASCARELLI, Túlio. *Problemas Atuais das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

_____. *Proteção das minorias nas sociedades anônimas*. São Paulo: Pioneira, 1977.

BARRETO, Zacarias. *Lei das Sociedades Anônimas: breves notas às alterações da Lei 6.404/76 conforme a lei 10.303/01*. Curitiba: Juruá, 2002.

_____. *A Lei das Sociedades Anônimas e as leis do novo mercado de capitais*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.

BARROS, Flávio Augusto Monteiro de. *Direito Penal: parte geral*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

BARRROS LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Alienação de controle de companhia aberta seguida de fechamento de seu capital. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n.113, ano 38, 1999.

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

BATALHA, Wilson de Souza Campos; RODRIGUES NETTO, Sílvia Marina L. Batalha. *A nova lei da Sociedade Anônima*. São Paulo: LTR, 1998.

BENCKE, Carlos Alberto. *Acionista minoritário nas Sociedades Anônimas – direito de fiscalização*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

BLANCO, José Henrique Chacon. El principio de protección al inversor em valores mobiliários: aspectos teóricos y prácticos. *Revista de Derecho Bancário y Bursátil*, ano XIII, 1994.

BOER, Erasmo Mendonça de. Sociedade comercial – acionista minoritário e incorporação. *Revista dos Tribunais*, n. 570, abr. 1983.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. “O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 125, ano 41, jan./mar. 2002.

BRANCO, Adriano Castelo. *O Conselho de Administração nas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004.

BRAZ, Adriana. O relacionamento entre o acionista e a empresa. *Revista Mercado de Capitais*, São Paulo: n. 76, jan./fev. 1999.

BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: n. 50, ano 22, 1983.

_____. *Questões contratuais no CDC*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

_____. Regime jurídico da proteção às minorias nas sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*-inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303/2001.

CAMPOS, Paulo Fernando; TOLEDO, Salles. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989 – a tutela judicial do mercado de valores mobiliários. *Revista dos Tribunais*, ano 80, v. 667, mai.1991.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O papel regulador da CVM. Palestra proferida no V Congresso Anual do IBGC. *Revista de direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, nº 27, Ano 8, p.39, jan./mar. 2005.

CÂMARA, Paulo. Os deveres de informação e a formação de preços no Mercado de Valores Mobiliários. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n. 2, 1998.

CARMO, Eduardo Soares. Relações jurídicas na Administração da S/A. Rio de Janeiro: Aide, 1988.

CARMONA, Carlos Alberto. O processo arbitral. *Revista de Arbitragem e Mediação*. São Paulo: n. 1, ano1, jan./abr. 2004.

CARVALHO, Antonio Gledson. Efeitos da migração para níveis de governança da BOVESPA. Disponível em [http// www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). 21.08.2003.

CARVALHO, L. Nelson. Desenvolvimento econômico, transparência e qualidade da informação: o desafio das agências fiscalizadoras de mercados. *Revista da CVM*, n. 29, ago.1999.

CASTANHO DE CARVALHO, Luiz Gustavo Grandinetti. A informação como bem de consumo. *Revista de Direito do Consumidor*, n. 41. ano 11, jan./mar 2002.

CARVALHOSA, Modesto. O caráter normativo dos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista da CVM*, v. 2 set./dez. 1984.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson Laks. *A nova lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA Nilton. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. V. 2, São Paulo, Saraiva, 1997.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v.3, São Paulo: Saraiva, 2003.

CASTRO, Carlos Osório de. *A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. Lisboa: Lex, 1997.

CASTRO, Raphael Velly de. O mercado de capitais como imperativo desenvolvimentista”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, ano 41, abr./jun. 2002.

CHEDIAK, Julian Fonseca Pena. A reforma do mercado de valores mobiliários. In LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei da Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta *tag along*. In LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações – inovações e*

questões controvertidas da Lei n. 10.303/2001. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *insider trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 2, ano 10, 1971.

_____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. Natureza jurídica das Bolsas de Valores e delimitação de seu objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n. 60, ano 24, out./dez. 1985.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

_____. *Responsabilidade civil dos administradores de Sociedades Anônimas*. Belo Horizonte: Aide, 1989.

_____. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, Belo Horizonte: Del Rey, 1997.

_____. *Sociedade Anônima*. 2.ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

COSTA, Ângelo Augusto; MORAES, Renato José. "insider trading". *Revista dos Tribunais*, São Paulo, ano 85, v. 723, jan. 1996.

COSTA JÚNIOR, Paulo José; FEIJÓ, M. Elizabeth. *Crimes do colarinho branco*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COSTA JUNIOR, Paulo José da; PEDRAZZI, Cesare. *Direito Penal Societário*. 3. ed. ver. e atual. São Paulo: Perfil, 2005.

COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. *A obrigação como processo*. São Paulo: Bushatsky, 1976.

CRISTIANO, Romano. *Órgãos da Sociedade Anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

DANGLEHANT, catherine. Le nouveau statut des minoritaires dans les sociétés anonymes cotées: l'application du principe de l'équité. *Revue des Sociétés*, avr./juin. 1996.

DAVID, René. *La protection de las minorités las sociétés par actions*. Paris, 1929.

EIZIRIK, Nelson Laks. A instrução CVM 31/84 e a regulação do *insider trading*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: n. 55, ano 23, abr./jun. 1984.

_____. A urgente reforma da Lei n. 6.385/76. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n.98, Ano 34, abr./jun.1995.

_____. Auditor independente – sigilo profissional. *Revista de Direito Mercantil, industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n.112, ano 37, out./dez. 1998.

_____. Conceito de valor mobiliário na nova Lei das Sociedades Anônimas. Lei 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: n. 124, ano 40, out./dez. 2001.

_____. *O conceito de valor mobiliário e o alcance da Lei n. 7.913/89*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 1992.

_____. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n. 48, ano 21, out./dez. 1982.

_____. *Questões de Direito Societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

_____. *Insider trading e responsabilidade civil de administrador de companhia aberta*. . *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n. 50, ano 22, abr./jun. 1983.

_____. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

_____. *Reforma das Sociedades Anônimas e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

EIZIRIK, Nelson Laks; NETO, Horácio de Mendonça. O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: v. 4, n. 10, jan./abr. 1978.

EIZIRIK, Nelson Laks; PARENTE, Flávia. Aplicação do conceito de valor mobiliário no Direito brasileiro. Rio de Janeiro: *Revista da CVM*, out. 1998.

ESCUTI, Ignácio A.; MOSQUERA, Beatriz Mansilla de. Derecho de informacion del accionista. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 70, ano 27, abr./jun. 1988.

FABIAN, Cristoph. *O dever de informar no Direito Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

FALCÃO, Eduardo Tadeu. A divulgação em demonstrações financeiras de companhias abertas. Dissertação – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1993.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa. 2ª ed., Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1986.

FERRI, Giuseppe. Tutela della minoranze nelle società per azioni”. *Rivista de Diritto Pratico Commerciale*, 1932..

FRANÇA, Alexandre Frederico Rodrigues. O insider trading como corolário do princípio - dever de lealdade na responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista da CVM*, n. 33, jan. 2001.

GARACH, Fernando Valenzuela. *La información em la sociedad anônima y el mercado de valores*. Madrid: Civitas, 1993.

GARRIGUES, Joaquím. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1982.

GONÇALVES, Maria Eduarda. *Direito da informação*. Coimbra, 1994.

GOUTAY, Philippe. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, n. 8, ano 3, abr./– jul. 2000.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. O conceito de acionista minoritário e o direito de minorias. *Revista de Direito Público*, n. 76, ano 18, out./dez. 1985.

_____. Sobre o poder disciplinar da CVM. São Paulo: *Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: n.43, ano 20, jul./set.1981.

INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: Graw-Hill, 1997.

_____. El derecho de información del accionista en la sociedad anónima. *Revista de Derecho Mercantil*, n.190-198, 1988.

KANDIR, Antônio. A reforma da Lei das Sociedades Anônimas e o desenvolvimento. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. n 12, ano 4, abr./Jun. 2001.

_____. *A nova CVM e a modernização da Lei das Sociedades Anônimas*. – reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

_____. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LANZANA, Ana Paula. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LIMA MARQUES, Cláudia. *Contratos no código de defesa do consumidor: novo regime das relações contratuais*. São Paulo: Rev. dos Tribunais, 2002.

LOBO, Jorge et alii. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 03/01/2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. Emissão de ações preferenciais sem direito de voto. In: - (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas - inovações e questões controvertidas da Lei 10.303 de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. Proteção à minoria acionária". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 105, ano 36, jan./mar. 1997.

LOBO, Paulo Luiz Neto. A informação como direito fundamental do consumidor. *Revista do Direito do Consumidor*, n. 37, ano 10, jan./mar. 2001.

MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. Direito à informação nos contratos relacionais de consumo. *Revista de Direito do Consumidor*, São Paulo: n. 35, jul./set. 2000.

MACHADO, Hugo de Brito. O acionista e seus direitos essenciais. *Revista da Faculdade de Direito*, Fortaleza v. 24, n. 2, jul./dez. 1983.

MAKANT, Bárbara. A arbitrabilidade subjetiva nas sociedades anônimas. *Revista de Arbitragem e Mediação*. São Paulo, n. 4, ano 2 jan./mar. 2005.

MANSO, Eduardo Vieira. Sociedade Comercial – da noção de poder à noção de responsabilidade. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: n. 638, dez. 1988.

MARQUES, Mafalda; GOUVEIA, Freire Mário. *A informação no mercado de capitais*. Lisboa: CMVM, 1998.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor imobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: n. 59, ano 24, jul./set. 1985.

MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1985.

MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

MORAES, Luiza Rangel de. As novas atribuições do Conselho Fiscal diante da Lei Sarbanes-Oxley e da legislação brasileira. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v.29, n. 8, jul./set. 2005.

MOREIRA, Ricardo Guimarães. Poder regulamentar da comissão de valores mobiliários em face dos princípios da legalidade e separação de poderes. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n.131, ano 42, jul./set. 2003.

MOREIRA, Egon Bockmann. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários – considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas agências administrativas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n.116, ano 38, out./dez. 1999.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais*. aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na mini-reforma da Lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). *A reforma da lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 1998.

_____. Utilização desleal de informações privilegiadas – *insider trading* – no Brasil e nos Estados Unidos. *Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n. 34, ano 18, abr./jun.1979.

NUNES, Pedro Caetano. *Responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas*. Coimbra: Almeida, 2001.

ORPHÃO, Renata Santiago. *Direito e transparência na divulgação de informações: a regulação brasileira versus a americana*. São Paulo: IBMEC, 2003.

PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000.

PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do insider trading. CVM Publicações e artigos, junho de 1978.
http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_600.asp

_____. Eleição de membros do Conselho de Administração pelos acionistas minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* São Paulo: n 131, ano 42, jan./mar. 2003.

_____. Governança corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: n. 15, ano 5, jan./mar. 2002.

_____. Principais inovações introduzidas pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.) Reforma da Lei das Sociedades Anônimas - inovações e questões controvertidas da Lei 10.303 de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2006.

PEDROSO, Paula; VERDELHO, Pedro. Crimes no Mercado de Valores Mobiliários – as primeiras experiências. *Revista do Ministério Público*, n 75, ano 19, 1998.

PEREIRA, José Nunes. O novo código dos valores mobiliários e a protecção dos investidores. *CMVM* n. 7, 2000.

PELA, Juliana Krueger. Nota sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: n.126, ano 41, abr./jun. 2002.

PERIN JÚNIOR, Écio. *A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário*. São Paulo: Saraiva, 2004.

PINA, Carlos Costa. *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra, 1999.

PINTO JÚNIOR, Mario Engler. O novo mercado da Bovespa e o compromisso da sociedade de economia mista com práticas de boa governança corporativa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: v. 128, ano 41, out./dez. 2002.

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações nas Sociedades Anônimas – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

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

RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n 127, Ano 41, jul./set. 2002.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Governança corporativa. *Revista de Direito Renovar*. n. 31, jan./abr. 2005.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: n. 107, ano 36, jul./set. 1997.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O Conselho de Administração na sociedade anônima – estrutura, funções, poderes e responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1999.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade Anônima: interesse público e privado. *Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.127, ano 41, jul./set. 2002

SANTOS. Aline de Menezes. Reflexões sobre governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 130., ano 42, abr./jun. 2003.

SANTOS, Gonçalo Castilhos do. *O dever de informação sobre factos relevantes pela sociedade cotada*. Lisboa: AAFDL, 1998.

SANTOS JÚNIOR, Ricardo dos. *Tag along*-mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais. *Revista de Informação Legislativa*. Brasília, n.164, ano 4, out./dez, 2004.

SICSÚ, João; OLIVEIRA, Sidney de Castro. Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luiz; PAULA, Luiz Fernando de. *Agenda Brasil: políticas para o desenvolvimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole; Fundação Konrad Adenauer, 2003

SICSÚ, João. Rumos e definições da política econômica brasileira: do plano A de FHC para o plano A + de Lula. In: PAULA, João Antônio de (org.). *A economia política da mudança: desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa. desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SIMÕES, Paulo Cesar Gonçalves. *Governança corporativa e o exercício do voto nas Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

SOUZA, Pedro Oliva Marcílio de. Eleição de membros do Conselho de Administração pelos acionistas minoritários (exegese do inciso I do § 4º do art. 141 da Lei n. 6.404/1976). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, ano 41, abr./jun. 2002.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. *Governança corporativa e o conflito de interesses nas Sociedade Anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005 (Série Academia – Empresa, 2).

STEINBERG, Herbert. *A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e as piores práticas*. 2. ed. São Paulo: Gente, 2003.

SZTAIN, Rachel. Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, ano 41, abr./jun. 2002.

_____. Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 105, ano 36, jan./mar. 1997.

TAVAREZ, Miguel Dirceu Fonseca. Características básicas do investimento em títulos. In: CASTRO, Hélio. *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

TOMASETTI, Alcides. O objetivo de transparência e o regime dos deveres e riscos de informação nas declarações negociais para consumo. *Revista do Direito do Consumidor*, V.4, 1992.

TORRES, Carlos Maria Pinheiro. O direito à informação nas sociedades comerciais. Coimbra: Almeida, 1998.

TORON, Alberto Zacharias. Crimes de colarinho branco: os novos perseguidos? *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo: IBCCRIM, v. 7, n. 28, out./dez. 1999.

TORTIMA, José Carlos. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (uma contribuição ao estudo da Lei 7.492/86). 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

_____. Crimes contra o mercado de capitais. *Discursos Sediciosos – Crime, Direito e Sociedade*. Rio de Janeiro: n. 12, ano 7, 2002.

VEIGA, Alexandre Brandão da. Direito dos valores mobiliários. Coimbra: Coimbra, 2001.

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

WALD, Arnold. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 15, ano 5, jan./mar. 2002.

