

Atualidades

A RACIONALIDADE ECONÔMICA DO COMBATE AO *INSIDER TRADING*: ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E DANO AO MERCADO*

JOÃO PEDRO SCALZILLI

LUIS FELIPE SPINELLI

1. Introdução. 2. Insider trading. 3. As motivações econômicas para a proibição da utilização de informações privilegiadas. 4. Considerações finais.

1. Introdução

No momento em que o mercado de capitais brasileiro apresenta desenvolvimento nunca dantes visto, saltam aos olhos números que não deixam dúvidas de que se trata de um período especial¹ – o que pode

* Agradecem os autores o auxílio e o estímulo prestado pelo professor Nelson Eizirik para o desenvolvimento do presente texto.

1. Salientam os autores que ao tempo em que realizado o presente estudo a crise do mercado norte-americano, ocasionada pelo estouro da “bolha” especulativa no mercado imobiliário, e que se arrastou pelo setor financeiro – trazendo, com ela, a quebra dos então intocáveis bancos de investimento de *Wall Street*, como aconteceu com o *Lehman Brothers*, e a intervenção pesada do Governo dos Estados Unidos, a fim de evitar um mal maior, a um custo que superará o montante de 1 trilhão de Dólares –, ainda não havia sido deflagrada (ao menos na extensão em que se vislumbrou em setembro/2008, quando chegou a ser equiparada ao *crash* de 1929). Efetivamente, ainda não se sabe qual a extensão da atual crise, por quanto tempo perdurarão seus efeitos e, principalmente, em que medida será o Brasil afetado. Todavia, o mercado de capitais brasileiro provavelmente passará de maneira robusta (ou, no mínimo, será atingido de maneira mais branda do que seria outrora) pelos momentos de dificuldades que virão (haja vista todo o progresso tido ao longo

ser facilmente constatado pelos níveis recordes de volume médio de recursos negociados no mercado,² pelo número recorde de Ofertas Públicas de Ações,³ pela crescente valorização do Índice IBOVESPA⁴ e

da história de nosso país, mesmo com tantas dificuldades externas e, fundamentalmente, internas – como se pode verificar pelos dados colacionados na nota de rodapé 4), demonstrando que toda a evolução registrada nos últimos tempos não é passageira.

2. Neste sentido, basta atentar que o volume médio diário negociado na BOVESPA em 2007 foi superior a US\$ 2,500,000,000.00, totalizando um volume negociado de US\$ 625,924,900,000.00 (muito superior à marca registrada em 2006, que foi de US\$ 275,620,525,000.00), de acordo com dados fornecidos em BOVESPA, *Informe Técnico*, 2008 (disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, acesso em 5.2.2008).

3. Em 2006 ocorreram na BOVESPA 26 IPOs; já no ano de 2007 existiu número recorde de 64 IPOs (cf. BOVESPA, *Informe Técnico*, 2008, disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, acesso em 5.2.2008).

4. O Índice IBOVESPA completou 40 anos em janeiro/2008, servindo como indicador médio do comportamento do mercado brasileiro. E, apesar do desempenho irregular da economia nacional, apresentou valorização crescente, salientando-se que a linha que se forma a partir dos picos de alta do IBOVESPA é ascendente, apresentando uma alta real

pelo número de pessoas físicas que encontraram na Bolsa de Valores uma opção de investimento.⁵ Como demonstra esse cenário, cada vez mais o mercado de capitais brasileiro vem desempenhando papel relevante no desenvolvimento econômico nacional, pois viabiliza o processo de capitalização das companhias a um custo, muitas vezes, inferior a qualquer outra forma disponível. Em outras palavras, serve de meio de ligação para que os poupadores possam investir suas economias em sociedades que necessitam obter recursos mais baratos que os oferecidos pelas instituições financeiras.

Tal desenvolvimento ocorre por uma série de fatores, dentre os quais está a aproximação do pequeno investidor do mercado de ações – tarefa árdua que passou pela aplicação de boas práticas de governança corporativa até a criação de um ambiente macroeconômico mais favorável aos negócios bursáteis. As boas práticas de governança corporativa e uma maior estabilidade econômica, aliás, ajudaram a desmistificar a Bolsa como sendo um ambiente hostil, um cassino onde se “aposta” dinheiro e reinam a especulação e o risco. A antiga percepção fazia com que o pequeno poupador, de uma maneira geral, preferisse opções de investimento mais conservadoras, como as de renda fixa.

Mas, se não é correto imputar tais características à Bolsa, ao menos da maneira pejorativa como outrora era feito, há que se admitir que o risco e a especulação são,

sim, da essência do negócio bursátil. E, se assim o é, há ainda mais razões para que não se meçam esforços em prol de manter o mercado de capitais como um ambiente transparente e seguro. A confiança do investidor é um bem inestimável para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Neste sentido, o risco inerente ao negócio com ações e outros valores mobiliários não pode ser agravado por agentes que fazem uso de práticas não-equitativas. E, dentre as práticas nocivas ao mercado de capitais, uma das mais graves é o uso de informação privilegiada, o chamado *insider trading*, sendo a análise dos aspectos jurídicos e econômicos – que é o que pretendemos aqui realizar, neste pequeno ensaio, valendo-nos das ferramentas fornecidas pela microeconomia – por trás desse fenômeno um fator essencial para melhor compreendê-lo e, conseqüentemente, combatê-lo.

2. Insider trading

O *insider trading*, ou uso de informação privilegiada, é a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários⁶ antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia.⁷⁻⁸ “Assim, o *insider* compra

acumulada de 3.540% desde 1968, com correção pelo IGP-DI. Para maiores informações, v. BOVESPA, *BOVESPA 40 Anos. 2008* (disponível em http://www.bovespa.com.br/InstSites/Ibovespa_40anos/index.asp, acesso em 5.2.2008).

5. Neste sentido, os investidores individuais já representam a marca de 23,82% daqueles que aplicam recursos na BOVESPA, ficando atrás apenas dos investidores estrangeiros (35,20%) e institucionais (30,10%), de acordo com os dados fornecidos pela BOVESPA, *Informe Técnico. 2008* (disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, acesso em 5.2.2008).

6. É importante salientar que a proibição ao *insider trading* engloba tanto as transações no mercado (Bolsa de Valores ou mercado de balcão) quanto as transações privadas (sem a intervenção de instituição financeira integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários) realizadas com os títulos mobiliários de emissão de companhia aberta (cf. Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, São Paulo, Dissertação (Mestrado em Direito)/Faculdade de Direito da USP, 2006, 250 fls., p. 124).

7. Neste sentido, basta analisar os §§ do art. 155 da Lei 6.404/1976; aqui já fica parte de nossa crítica, pois, embora tenha nascido pela constatação de administradores que se utilizavam de informação privilegiada para burlar o mercado e obter ganhos,

ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.”⁹

não se pode restringir a referida disciplina exclusivamente a tal categoria (como realmente ocorre com os demais deveres). Logo, consideramos equivocada a posição deste regramento justamente na seção que trata dos deveres e responsabilidades dos administradores (retomaremos, mais adiante, tal posicionamento; ademais, discorrendo sobre a origem do *insider trading*, mas constatando o alargamento dos sujeitos por esta conduta abrangidos nos Estados Unidos, v. Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Nova York, West Group, 2002, pp. 561 e ss.). Além disso, criticamos a estrita relação que se faz com o dever de lealdade (art. 155), pois a disciplina do *insider trading* aproxima-se muito mais do dever de informação (*duty of disclosure*), já que o *duty of loyalty* restringe-se à relação administrador/sociedade, tutelando exclusivamente esta, enquanto o dever de informar e o regramento da utilização de informações privilegiadas objetivam tutelar o mercado e todo o conjunto de investidores (como denota o § 3º do art. 155).

8. Salientamos que a princípio, como a própria legislação brasileira assim prevê, além de ser posição dominante na doutrina, o *insider trading* é ilícito que ocorre no âmbito do mercado de capitais, ou seja, abrangendo apenas companhias abertas. Entretanto, já existe jurisprudência norte-americana aplicando o *insider trading* também nas companhias fechadas (cf. Alexandre Couto Silva, *Responsabilidade dos Administradores de S/A: “Business Judgment Rule”*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, pp. 168-169). Ademais, no Brasil, Eduardo de Sousa Carmo (*Relações Jurídicas na Administração das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, AIDE, 1988, p. 132), Eduardo Salomão Neto (*O “Trust” e o Direito Brasileiro*, São Paulo, LTr, 1996, pp. 146-149) e Rubens Requião (*Curso de Direito Comercial*, 25ª ed., revista e atualizada por Rubens Edmundo Requião, vol. 2, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 218) compactuam com tal posicionamento. Todavia, apesar de tal alargamento, este trabalho ficará restrito à análise da utilização de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais.

9. Nelson Eizirik, “*Insider trading* e responsabilidade civil de administrador de companhia aberta”, *RDM* 50/43, Ano 22, Nova Série, São Paulo, Ed. RT, abril-junho/1983. “Consiste, então, no aproveitamento particular de informações reservadas da vida de uma companhia emissora de títulos, em detrimento de outro contratante que ignora essa informação” – como leciona Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, São Paulo, Dissertação (Mestrado em Direito)/

Neste sentido, podemos elencar quatro elementos que caracterizam a prática de *insider trading*. O primeiro deles é que a informação utilizada deve ser relevante – o que equivale a dizer que deve ser vista à luz do fato relevante descrito, de maneira exemplificativa, no art. 2º da Instrução CVM-358 (regra, esta, que caminha no mesmo sentido do art. 157, § 4º, da Lei 6.404/1976). É, portanto, em linhas gerais, toda e qualquer decisão do controlador, deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos seus valores mobiliários e na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter esses títulos. São exemplos de fatos relevantes aqueles relacionados às seguintes situações: mudança no controle da companhia, fechamento de capital, incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas, renegociação de dívidas, alteração de direitos e vantagens dos valores mobiliários de sua emissão, divulgação de lucro ou prejuízo, início, retomada ou paralisação da fabricação de produto ou da prestação de serviço, modificação de projeções divulgadas pela companhia, pedido de recuperação judicial – entre outras.

Mas não basta que a informação seja relevante: é necessário que ela seja sigilosa também, caracterizando-se, como tal, pelo simples fato de ainda não ter sido divulgada ao mercado. Sendo relevante e sigilosa, é, conseqüentemente, uma informação privilegiada. “O que caracteriza o *insider trading*, portanto, é o momento da negociação, ou, em outros termos, o período no qual foi a negociação realizada.”¹⁰

Faculdade de Direito da USP, 2006, 250 fls., p. 121.

10. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2ª ed., vol. 3, São Paulo, Saraiva, 1998, p. 264. Entretanto, podemos citar pre-

O terceiro elemento é o uso dessa informação privilegiada para a negociação com as ações da companhia. Nesse desiderato, o sujeito pode objetivar tanto o lucro quanto evitar o prejuízo: ambas as hipóteses podem caracterizar a conduta ilícita. Isso porque, por exemplo, é óbvio que administradores da companhia ou outros funcionários de confiança terão acesso a informações relevantes, justamente porque são eles responsáveis pela própria divulgação delas; entretanto, não podem eles se aproveitar de tal conhecimento para atuar em detrimento do mercado de capitais: há a necessidade de respeitarem o dever de sigilo – logo, não podem nem utilizar a informação privilegiada e nem fornecer informações reservadas a pessoas que não estejam direta e especificamente envolvidas nos fatos e negócios jurídicos relevantes da companhia.¹¹

cedente norte-americano (“Securities and Exchange Commission *versus* Texas Gulf Sulphur Co. – 2d Cir. 1968) no qual as transações que ocorreram imediatamente após a divulgação de informação relevante ao mercado também foram consideradas violadoras da *Rule 10b-5*, por se entender que não houve tempo suficiente para o mercado reagir ou digerir a informação prestada (que, no caso, era de descobrimento de uma mina); neste sentido, o Tribunal decidiu que o propósito da *Rule 10b-5* é garantir relativamente igual acesso à informação, ou simetria de informação. Desta forma, v. Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, cit., pp. 552-553.

11. Cf. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, cit., 2ª ed., vol. 3, p. 265. Neste sentido, relacionando o dever de informação (art. 157) com o dever de sigilo, remetemos à seguinte citação: “Se o administrador estiver na posse de informação relevante, tal como delineada acima, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*. É possível que tal informação possa pôr em risco interesse legítimo da companhia (art. 157, § 5º). Nesse caso, porém, enquanto não for publicamente divulgada, o *insider* estará proibido de utilizá-la em proveito próprio, comprando ou vendendo valores mobiliários da companhia, tampouco recomendando a terceiros que o façam. Essa vedação deixa de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia, ou dela própria” (cf. Luiz Felipe Duarte

Por fim, o quarto elemento é a utilização dessa informação por alguém que está “por dentro” dos negócios da companhia. É o chamado *insider*. Nesse perfil estão compreendidos controladores, administradores, sejam eles diretores ou membros do Conselho de Administração, os subordinados a esses e terceiros de sua confiança,¹² os membros do Conselho Fiscal, membros de órgãos técnicos e consultivos, como Conselho Consultivo, Conselho Editorial, Comitê de Auditoria, entre outros, e demais pessoas que possam ter acesso a esse tipo de informação, tais como advogados, auditores, analistas, consultores e, de uma maneira geral, parentes, amigos e outros relacionamentos de todas essas figuras até aqui citadas – apesar de, atualmente, qualquer sujeito que detenha informação privilegiada e a utilize poder ser responsabilizado pela violação da vedação legal, nos termos do art. 155, § 4º, da Lei 6.404/1976.¹³⁻¹⁴

Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, cit., pp. 123-124).

12. “Além do dever fundamental de evitar o vazamento a pessoas que não teriam acesso às informações relevantes, cabe ao administrador zelar para que todas as pessoas que, por dever profissional ou relação com a empresa, tenham esse acesso guardem, por sua vez, o sigilo sobre essas mesmas informações, evitando de sua parte o fenômeno do vazamento (*leakage*)” (nos termos do art. 155, § 2º) (cf. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, cit., 2ª ed., vol. 3, p. 266. No mesmo sentido, remetemos a: Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: Estrutura, Funções e Poderes, Responsabilidade dos Administradores*, 2ª ed., São Paulo, Atlas, 1999, p. 61).

13. “(...) em salutar medida, a Lei 10.303/2001 acrescentou o § 4º ao art. 155 e ampliou o rol das pessoas vedadas a negociar, de tal forma que qualquer um que tenha acesso à informação relevante pode ser agente da *insider trading*. Destaquem-se os chamados *market insiders*, isto é, aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, como auditores independentes, advogados, analistas de valores mobiliários, intermediários financeiros, consultores e integrantes do sistema de distribuição, que, muitas vezes, acessam a informação privilegiada antes de sua divulgação. Incluem-se aqui os chamados *tippees*,

A análise até aqui feita permitiu-nos observar quais as características do *insider trading* – o que fizemos através de linguagem jurídica e remetendo aos dispositivos legais existentes no Brasil sobre a matéria. Partimos, agora, para a análise do combate, no plano jurídico, da utilização da informação privilegiada, o qual pode ser feito por duas políticas legislativas que não são excludentes: a edição de normas preventivas a respeito da matéria ou a promulgação de normas repressivas.¹⁵

isto é, pessoas que recebem a 'dica' da informação privilegiada" (cf. Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, cit., p. 125). Complementando o aqui salientado, remetemos à nota de rodapé 7.

14. Sobre o elemento subjetivo do ilícito, tende-se a adotar o seguinte critério: para aquele que ocupavam cargo dentro da companhia presume-se (presunção *iuris tantum*) que teve acesso a tal informação relevante; entretanto, se o *insider* for qualquer outra pessoa (*market insiders*), deve-se comprovar o acesso à informação privilegiada. Ademais, tem o suposto *insider* direito de se defender, podendo alegar, por exemplo, que não havia tido acesso à informação relevante ou que não houve prejuízo para os que compraram ou venderam no período, ou, ainda, que suas negociações na época foram realizadas sem o objetivo de obter lucros ou evitar prejuízos, desde que prove, por exemplo, que tinha necessidade urgente de se desfazer das ações para atender a compromissos financeiros – o que vai ao encontro da *Rule 10b5-1* do *Securities Exchange Act* norte-americano. Neste sentido entra a dicotomia entre *posse* e *uso* da informação relevante ainda não divulgada, que remete à terceira característica do *insider trading*, anteriormente mencionada. Assim, cabe afirmar que tal ilícito depende do efetivo uso da informação privilegiada, inexistindo qualquer ilícito quando o investidor comprova que, mesmo diante da posse de referidos dados, já tinha ele deliberado anteriormente a realização da operação no mercado de capitais (para aprofundar o tema, remetemos à análise do caso "SEC versus Adler" (137 F.3d 1325 (11th Cir.1998) feita por Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, cit., p. 569). Sobre o assunto, v., também Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, cit., p. 127.

15. Cf. Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, cit., p. 122.

Atuando de maneira preventiva, destacam-se as regras referentes à ampla divulgação e disseminação das informações referentes aos potenciais *insiders* e à própria companhia para garantir a transparência do mercado de capitais (*full disclosure*).¹⁶ Neste sentido, basta observar as obrigações existentes no art. 157 da Lei 6.404/1976, além das previstas nos arts. 116-A e 165-A e nos próprios §§ do art. 155 (que prevêem o dever de sigilo). No que tange às normas repressivas, estas impõem sanções aos participantes do *insider trading* – sanções, estas, de natureza cível (como estabelece o art. 155, § 3º,¹⁷ da Lei 6.404/1976), administrativa¹⁸ e criminal.¹⁹⁻²⁰

16. Idem, *ibidem*.

17. A parte prejudicada tem direito à indenização, cabendo, inclusive, ação civil pública (cf. art. 1º, II, da Lei 7.913/1989). Ademais, além das perdas e danos, nada impede que a parte prejudicada possa solicitar a anulação do negócio firmado com o *insider*, com base em vício de consentimento (omissão dolosa – cf. art. 147 do CC). A sociedade, eventualmente, também pode propor ação contra o *insider*, especialmente se for administrador da companhia (cf. arts. 155, 158 e 159 da Lei das S/A), em razão da publicidade negativa derivada da revelação do caso ao público e da eventual diminuição de sua capacidade de recorrer à poupança pública na captação de recursos (cf. Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, cit., p. 126, em nota de rodapé, baseado em Stefano Ballarini, "La regolamentazione dell'*insider trading* nel Regno Unito", *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni* 3-4/163-199, 1991 – p. 195).

18. A Lei 6.385/1976, art. 9º, confere à Comissão de Valores Mobiliários a competência para apurar objetivamente, mediante inquérito administrativo, os atos ilegais levados a efeito pelos *insiders*, punindo-os, quando cabível (salientando-se que tal prática é considerada infração grave).

19. A prática do *insider trading* é tipificada criminalmente, nos termos do art. 27-D da Lei 6.385/1976, cominando-se pena de reclusão de um a cinco anos, além de multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita auferida, tanto para a obtenção de vantagem para si como para outrem e através de negociação em nome próprio ou de terceiro.

20. Cf. Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*,

Nosso ordenamento jurídico, portanto, combina tais critérios.

Desta forma, podemos afirmar que a leitura conjunta dos dispositivos permite concluir que a legislação brasileira seguiu o padrão normativo norte-americano e consagrou o princípio do *disclose or refrain from dealing* ("divulgue ou se absteinha de negociar").²¹

Até aqui estudamos, ainda que brevemente, a conceituação – caracterização – do *insider trading*, observando sua vedação e as consequências dele decorrentes. Entretanto, em nenhum momento foram explicadas as razões para tal proibição (fazendo a pergunta: não seria melhor um mercado totalmente livre, sem amarras ou restrições?) – que é o que passaremos a fazer no item seguinte.

3. As motivações econômicas para a proibição da utilização de informações privilegiadas

Começemos a explicitar as razões para a vedação do *insider trading*. E para tanto – e aqui o enfoque dado por este ensaio – nos utilizaremos de fundamentos econômicos, os quais melhor explicam os ganhos de eficiência com a regulamentação proibitiva. Assim, partamos para tal análise.

O mercado (que é o grupo de compradores e vendedores de um particular bem

ou serviço)²² funciona estritamente vinculado à circulação das informações. Neste sentido, o preço dos valores mobiliários reflete tais informações obtidas sobre cada companhia e o cenário macroeconômico. Tudo depende de informação, constituindo o preço pago por cada produto a valoração do conjunto de consumidores sobre aquele bem²³ – sendo que no mercado de capitais

22. Neste sentido, v. N. Gregory Mankiw, *Princípios de Microeconomia*, trad. de Allan Vidiagal Hastings, São Paulo, Pioneira Thomson Learning, 2005, p. 64. Salientando a natureza humana do mercado, remetemos a Ludwig von Mises: "O mercado não é um local, uma coisa, uma entidade coletiva. O mercado é um processo, impulsionado pela interação das ações dos vários indivíduos que cooperam sob o regime da divisão do trabalho. As forças que determinam a – sempre variável – situação do mercado são os julgamentos de valor dos indivíduos e suas ações baseadas nesses julgamentos de valor. A situação do mercado num determinado momento é a estrutura de preços; isto é, o conjunto de relações de troca estabelecido pela interação daqueles que estão desejosos de vender com aqueles que estão desejosos de comprar. Não há nada, em relação ao mercado, que não seja humano, que seja místico. O processo de mercado resulta exclusivamente das ações humanas. Todo fenômeno de mercado pode ser rastreado até as escolhas específicas feitas pelos membros da sociedade de mercado" (*Ação Humana: um Tratado de Economia*, trad. de Donald Stewart Jr., Rio de Janeiro, Instituto Liberal, 1990, pp. 256-257).

23. "Os preços se constituem, em última instância, por julgamentos de valor dos consumidores. São o resultado da valoração, do ato de preferir 'a' a 'b'. São um fenômeno social, na medida em que são consequência da interação das valorações de todos os indivíduos que participam do funcionamento do mercado. Cada indivíduo, ao comprar ou não comprar e ao vender ou não vender, dá sua contribuição para a formação dos preços de mercado. Mas, quanto mais amplo o mercado, menor o peso de cada contribuição individual. Por isso a estrutura dos preços de mercado parece, ao indivíduo, um dado ao qual ele deve ajustar sua própria conduta" (cf. Ludwig von Mises, *Ação Humana: um Tratado de Economia*, cit., p. 328. À p. 334 complementa: "O processo de formação de preços é um processo social. Consuma-se pela interação de todos os membros da sociedade. Todos colaboram e cooperam, cada um no papel específico que escolheu para si mesmo no contexto da divisão do trabalho. Competindo na cooperação e cooperando na competição, estamos todos contribuindo para realizar o resultado final, qual seja, a

cit., p. 122. Igualmente ocorre nos Estados Unidos: "Woe unto those who violate the insider trading prohibition, for the penalties are many, cumulative, and severe. The Justice Department may pursue criminal charges. The SEC may pursue a variety of civil penalties. Private party litigants may bring damage actions under both federal and state law" (cf. Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, cit., p. 571).

21. Neste sentido, v. Luiz Felipe Duarte Martins Costa, *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*, cit., p. 123. Igualmente, recomendamos a leitura de Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, cit., pp. 528-530.

se deve levar em consideração que o preço dos valores mobiliários é estabelecido por investidores profissionais, os quais lidam diariamente e ficam a par das informações que afetam as ações de cada sociedade mais rapidamente que qualquer outro investidor (que compra com base no preço já formado, pagando, assim, a informação – de lucro, prejuízo, descoberta de minas, de compra de concorrente etc. – precificada no valor das ações que, muitas vezes, sequer conhece).²⁴

Entretanto, o mercado de capitais só seria alocativamente eficiente quando a cotação dos valores mobiliários sofresse reflexos instantâneos advindos das informações disponíveis sobre as companhias emissoras²⁵ e dos demais fatores externos que nelas possam influir. Quanto mais rápido o reflexo, mais eficiente é o mercado. Assim, todos os *players* (ou – fazendo jus ao real funcionamento – todos os efetivos formadores de preço) do mercado deveriam ter acesso a todas as informações relevantes (conceito, este, já dado anteriormente) de maneira ampla, irrestrita e ao mesmo tempo, para equilibrar as regras do jogo.

estrutura de preços do mercado, a alocação dos fatores de produção de modo a satisfazer os diversos tipos de necessidades e a determinação da cota de cada indivíduo”).

24. Neste sentido – basta ver a nota de rodapé anterior – lecionam, igualmente, Frank Easterbrook e Daniel Fischel: “The price of stocks traded in public markets is established by professional investors, not by amateurs. These professionals – market makers, arbitrage departments of investment banks, managers of mutual funds and pension trusts, and others – handle huge sums that they are willing to use to purchase undervalued stocks. They study the firm’s profits and prospects and bid or sell accordingly. People who do this poorly will find the funds at their disposal dwindling; people who do it well will command additional sums. At any given instant, the professional traders are those who have generally been successful at assessing the worth of stock” (*The Economic Structures of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996, p. 18).

25. Cf. Eugene Fama, “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, *The Journal of Finance* 25-n. 2/383-417, maio/1970.

Mas o mercado, como sabemos, não é perfeito, apresentando falhas, dentre as quais se encontra a assimetria de informações.²⁶ E aqui se enquadra o *insider trading*, visto que, neste caso, um dos operadores detém informações que, no futuro, sabe que influenciarão de maneira decisiva no preço dos valores mobiliários – tanto negativa quanto positivamente –, valendo-se de tal superioridade fática para efetuar negociação em posição vantajosa, burlando o normal sistema de preços – o qual, como visto, faria a informação circular normalmente caso todos os agentes econômicos tivessem acesso a tais dados. Obtém o *insider*, assim, vantagem indevida, tendo em vista a informação que possui (mas que não deveria utilizar) em detrimento dos investidores.

E dentre as consequências danosas que a assimetria de informações acarreta ao mercado de capitais está a seleção adversa,²⁷ que é um problema que surge em mercados em que o vendedor sabe mais

26. Dentre as principais falhas de mercado (“*Market failure*. The inability of market institutions to attain socially/economically desirable efficiency objectives, such as social welfare maximization” – cf. P. K. Rao, *The Economics of Transaction Costs: Theory, Methods, and Applications*, Grã-Bretanha, Antony Rowe, 2003, p. 43) a doutrina econômica tende a apontar o monopólio (e seus congêneres), as externalidades e a assimetria de informações. No presente estudo interessa-nos apenas esta última.

27. Normalmente a doutrina salienta dois efeitos ruins aos mercados em decorrência da assimetria de informações: a seleção adversa – que será aprofundada neste estudo – e o risco moral (*moral hazard*), que é, apenas para efeito esclarecedor, um problema que surge quando alguém, chamado de “agente”, realiza alguma tarefa em nome de outra pessoa, chamada de “principal”: se o principal não puder monitorar perfeitamente o comportamento do agente, este tende a empregar menos esforços do que os que o principal consideraria desejáveis; assim, a expressão “risco moral” refere-se ao risco de comportamento inadequado ou “imoral” por parte do agente. Poderemos citar como exemplo de vínculo em que encontramos o *moral hazard* a relação de emprego, na qual o empregador é o principal e o trabalhador é o agente: o problema do risco moral é a tentação que trabalhadores inadequadamente monitorados têm de fugir às suas responsabilidades.

sobre os atributos de um bem que está sendo vendido que o comprador. Como resultado, este corre o risco de adquirir um bem de baixa qualidade – ou, no caso do *insider trading*, o comprador (ou vendedor) dos valores mobiliários que desconhece as informações relevantes a serem futuramente divulgadas corre o risco de negociar tais títulos a um preço descolado da realidade. Ou seja, a “seleção” dos bens vendidos pode ser “adversa” do ponto de vista do comprador desinformado.²⁸

Para ilustrar o problema podemos mencionar o clássico exemplo dos carros usados, no qual os vendedores destes bens conhecem os defeitos dos veículos, ao passo que os compradores frequentemente os desconhecem. Neste sentido, como os proprietários dos piores carros têm a mesma probabilidade de vendê-los que os proprietários dos melhores, os compradores estão sempre sujeitos a adquirir um “abacaxi”. Com isso, muitas pessoas evitam comprar veículos no mercado de carros usados; assim, este simples problema dos “abacaxis” pode explicar por que um carro com apenas algumas semanas de uso pode ser bem mais barato que um carro novo do mesmo tipo: o comprador pode achar que o vendedor está tentando se livrar do carro rapidamente porque sabe de algo que o comprador desconhece. Ora, a assimetria de informação faz com que o mercado, naturalmente, pague menos pelos bens, pois já há uma presunção de que a falta de ética dos revendedores esconda fatores que causam uma diminuição no valor desses produtos:²⁹

Neste sentido, v. N. Gregory Mankiw, *Princípios de Microeconomia*, cit., p. 480.

28. Cf. N. Gregory Mankiw, *Princípios de Microeconomia*, cit., p. 481.

29. É o caso de veículos com a quilometragem alterada ou o motor recauchutado. Como há uma presunção de que o mercado de carros usados está repleto de bens com essas características e os potenciais compradores não dispõem das mesmas informações que os vendedores para saber quais bens são de baixa qualidade (assimetria de informação), esses veículos são precificados para baixo, fazendo com que a média de preços do mercado fique abaixo

não há como distinguir quais são os carros usados de boa e de má qualidade; então, a condição do veículo é tida como incerta.³⁰

Este exemplo corriqueiro resume o cerne da questão: diante de tamanhas incertezas, quando os mercados estão sujeitos à seleção adversa, pode a liberdade (*mão invisível*) do mercado não funcionar. No mercado de carros usados, os proprietários de veículos bons podem optar por ficar com eles, em vez de vendê-los pelo preço baixo que os compradores céticos estão dispostos a pagar. Em nível mais avançado, a retirada dos bons carros do mercado reduz a qualidade média dos bens negociados, revisando ainda mais para baixo a percepção dos potenciais compradores; e, como estes pagam ainda menos pelos bens desse mercado, esse estímulo motiva, agora, os proprietários dos carros de qualidade moderada a sair do mercado, baixando mais e mais a qualidade dos bens negociados, e assim por diante, até um ponto em que a assimetria de informação leva ao fim do próprio mercado.³¹⁻³²

do que seria justo pagar por um carro de boa qualidade.

30. N. Gregory Mankiw, *Princípios de Microeconomia*, cit., p. 481. À mesma página cita o autor outro exemplo elucidativo: “Um (...) exemplo de seleção adversa ocorre nos mercados de seguros. Por exemplo, os usuários de seguro-saúde sabem mais sobre os seus problemas de saúde que as seguradoras. Como as pessoas com maiores problemas de saúde ocultos têm maior probabilidade de contratar um seguro-saúde que as demais pessoas, o preço do seguro reflete os custos de uma pessoa mais doente do que a média. Com isso, as pessoas de saúde média podem ser desencorajadas a contratar um seguro-saúde, por causa do alto preço”.

31. Já nos mercados de seguros, de acordo com o exemplo dado na nota de rodapé anterior, os compradores com baixo risco podem optar por permanecer sem seguro, já que as apólices que lhes são oferecidas não refletem suas verdadeiras características. Por tudo, v. N. Gregory Mankiw, *Princípios de Microeconomia*, cit., p. 482.

32. Para aprofundar tal análise, remetemos ao célebre estudo de George Akerlof, Prêmio Nobel de Economia, acerca das condições do mercado, o qual, de maneira pioneira, através do estudo do mercado de carros usados, anteriormente mencionado,

A mesma lógica poderia ser transposta ao mercado de capitais, com alguns temperamentos. Se não, vejamos: a grande massa de investidores tem acesso apenas às informações divulgadas ao público, ao passo que um restrito número de *insiders* tem acesso a um manancial de dados com enorme potencial para influir na cotação dos valores mobiliários da companhia. Essas informações devem vir a público de forma a que todos os agentes do mercado tomem conhecimento ao mesmo tempo. Se, ao revés, alguns agentes têm conhecimento prévio dessas situações e as usam para lucrar (em detrimento dos desinformados), negociando com os papéis da companhia (da mesma forma que o revendedor de carros desonesto), esses títulos, aos olhos do investidor comum, poderiam ser tidos como os veículos usados do teorema de Akerlof, ou seja, como bens de baixa qualidade (*lemons*)³³.

Como há uma grande dificuldade em se saber quais são as companhias de boa ou má qualidade³⁴ (até porque, no mais das vezes, a utilização de informação privilegiada sequer vem à tona), a tendência seria a de que o mercado as precifique numa média, assim como faz com os carros usados.³⁵ Essa média, num cenário de uso in-

demonstra que a utilização de informações privilegiadas e a existência de assimetria de informação, por razões econômicas e éticas, prejudicam o mercado, podendo levar, inclusive, ao seu próprio desaparecimento. Assim, v. George A. Akerlof, "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics* LXXXIV-n. 3/488-500, Cambridge, Mass., agosto/1970.

33. Esta é a terminologia utilizada nos Estados Unidos para indicar os carros usados ("abacaxis"), fazendo esta referência a obra de George A. Akerlof, "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism", cit., *The Quarterly Journal of Economics* LXXXIV-n. 3/488-500.

34. Aquelas cujas cotações de suas ações sofrem influência da atuação de *insiders*.

35. A analogia que se faz entre *carros usados* e *ações negociadas com base em informação privilegiada* (ambos tidos, nesse estudo, como bens de "baixa qualidade") não está a sugerir que nas ações

discriminado de informações privilegiadas, tende a ser mais baixa que a dos mercados eficientes, fazendo com que o capital escoe para os mercados mais equitativos ou, mesmo, migre para outras modalidades de investimento "mais seguras", tornando a captação de recursos mais cara e o mercado mais volátil e propenso a oscilações.³⁶⁻³⁷ Essa situação de uso endêmico de informação privilegiada, num estágio bastante avançado, poderia, por hipótese, levar ao desaparecimento do próprio mercado de valores mobiliários.³⁸

Tal evolução se daria por várias razões, sendo que uma delas seria a saída das boas companhias do mercado de valores mobiliários. Com efeito, como haveria um grande risco de seus títulos não serem precificados pelo seu valor intrínseco correto, poderia haver um desestímulo a que as em-

"zero quilômetro" (novas emissões) não possa haver *inside information*. Independentemente de serem "novas" ou "usadas", consideramos de "baixa qualidade", para os fins do presente estudo, as ações negociadas com base em informação privilegiada.

36. A assimetria de informação pode comprometer a liquidez do mercado (cf. Laura Beny, "Do insider trading laws matter? Some preliminary comparative evidence", *William Davidson Institute, Working Paper Number 741*, janeiro/2005 (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623481), acesso em 23.11.2007, pp. 5-6).

37. Segundo Laura Beny, se os *outsiders* forem sofisticados, eles precificarão o valor mobiliário tendo em vista o fato de haver assimetria de informação no mercado. Ou seja, para baixo. Se, ao invés, os *outsiders* não forem sofisticados, eles podem simplesmente abster-se conjuntamente de negociar com ações quando as normas *anti-insider trading* forem fracas ou não existirem, impedindo a pulverização do controle das companhias. Neste sentido, v. Laura Beny, "Do insider trading laws matter? Some preliminary comparative evidence", cit., *William Davidson Institute, Working Paper Number 741* – disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623481, acesso em 23.11.2007, p. 4).

38. Cf. Calixto Salomão Filho, "Informação completa, direito societário e mercado de capitais", in Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2006, p. 159.

presas busquem capitalização via mercado acionário. Optariam, talvez, por outros meios de captação de recursos; conseqüentemente, o mercado se enfraqueceria, pela saída das boas companhias, e diminuiria de tamanho, tornando o custo do capital ainda mais alto,³⁹ até um estágio em que o mercado se tornaria inviável e as companhias perderiam uma importante fonte de financiamento de suas atividades.⁴⁰

Ademais, como ocorre no mercado de carros usados (em que muitos agentes econômicos simplesmente evitam comprar tal tipo de bem, optando sempre por aqueles “zero quilômetro”), caso seja notório que operadores atuem indiscriminadamente com base em informação privilegiada, haveria uma perda de credibilidade generalizada na instituição (mercado de valores mobiliários), afastando aqueles investidores receosos de serem enganados (os quais, por hipótese, migrariam para opções de investimento tidas como “mais seguras”). Essa situação reduziria o volume de recursos negociados, prejudicando, por razões óbvias, a economia como um todo.⁴¹

Desta forma, a fim de evitar que as imperfeições do mercado possam trazer conseqüências desastrosas para a economia, faz-se lógica a intervenção estatal, tanto de maneira preventiva quanto repressiva, como já salientado anteriormente.⁴²

39. Considerando que, quanto maior for o número de companhias atuando no mercado de valores mobiliários, tanto menores serão os custos de transação neste.

40. Cf. Calixto Salomão Filho, “Informação completa, direito societário e mercado de capitais”, cit., in Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., p. 159.

41. “(...) proteção do fluxo de informação significa até mesmo proteção do investimento acionário. Sem essa proteção não há estímulo para compra de ações” (cf. Calixto Salomão Filho, “Informação completa, direito societário e mercado de capitais”, cit., in Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., p. 155).

42. “(...) severe asymmetries can disrupt markets so much that a social optimum cannot be achieved by voluntary exchange. When that hap-

Neste sentido, o ordenamento jurídico deve fornecer incentivos aos agentes econômicos que têm informações relevantes anteriormente à divulgação ao mercado para que não as utilizem (devendo-se reprimir de maneira severa em todas as esferas – administrativa, civil e penal – aqueles que das informações privilegiadas lançam mão para obter vantagens econômicas), além de dever induzir a ampla transparência e circulação delas (*full disclosure*).

Tal tutela jurídica faz-se, portanto, necessária para, com o intuito de fazer com que o mercado de capitais se revista da credibilidade que necessita para cumprir sua função econômica, sejam proporcionadas aos investidores iguais oportunidades de conhecimento dos fatores que influem na formação da cotação dos valores mobiliários.⁴³ Ora, as informações relevantes devem estar disponíveis ao público em um dado momento, de modo a que todos os potenciais investidores possam avaliá-las e tomar as decisões que lhes pareçam mais adequadas a seus interesses, devendo aqueles que, por força de suas funções, saibam de fatos desconhecidos aos que não têm acesso a suas fontes particulares, e que são capazes de influir na cotação de valores

pens, government intervention in the market can ideally correct for the informational asymmetries and induce more nearly optimal exchange” (cf. Robert Cooter e Thomas Ulen, *Law and Economics*, 4ª ed., Boston, Addison Wesley, 2004, p. 47).

43. “A *disclosure*, ou dever de informar, é, pois, o princípio da *aequitas*, 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” (cf. Eduardo de Sousa Carmo, *Relações Jurídicas na Administração das Sociedades Anônimas*, cit., p. 137). Falando, igualmente, da necessidade de equilibrar a posição dos *insiders* e dos *outsiders*, v. Calixto Salomão Filho, “Informação completa, direito societário e mercado de capitais”, cit., in Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., p. 158.

mobiliários, deixar de fazer uso desses dados.⁴⁴

Assim, deve o ordenamento jurídico intervir na busca do ideal – que é, por óbvio, que as ações reflitam apenas as informações disponíveis para todos os agentes⁴⁵ –, coibindo a existência de forças que ajam à margem desse ambiente de informações simétricas. Em outras palavras, não podem existir *players* apropriando-se de informações relevantes e sigilosas e utilizando-as em detrimento daqueles que dispõem apenas daquilo que é publicamente divulgado: o ambiente deve ser de *full and fair disclosure*.

Em estudo elaborado sob os auspícios do *Willian Davidson Institute* da Escola de Negócios da Universidade de Michigan, e aqui já citado, Laura Beny aponta, respaldada por dados empíricos e formulações matemáticas, para o *insider trading* como fator relevante para o aumento da assimetria de informação no mercado de capitais, salientando que países engajados no combate ao uso de informação privilegiada, em especial com a promulgação e reforço da legislação *anti-insider trading*, possuem ações com precificação mais acurada, mercado de capitais com maior liquidez e empresas com estrutura de capital mais dispendioso (o que, por sua vez, também gera mais riqueza).⁴⁶

44. Neste sentido, v. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: Estrutura, Funções e Poderes, Responsabilidade dos Administradores*, cit., 2ª ed., p. 60.

45. Nelson Laks Eizirik, “*Insider trading* e responsabilidade civil de administrador de companhia aberta”, cit., *RDM* 50/42-56 (p. 44).

46. Segundo Calixto Salomão Filho, a quebra do controle gera valor, qual seja, o de não possuir um controlador que aja somente em seu interesse e em detrimento do interesse dos minoritários. Esse valor é economicamente aferível na cotação das ações com boas práticas de governança corporativa. “É o valor do direito” (cf. Calixto Salomão Filho, *A Disciplina do Poder Econômico como Núcleo da Teoria Geral do Direito Empresarial*, palestra proferida na Universidade Federal do Rio Grande do

4. Considerações finais

Objetivamos, aqui, trazer à reflexão a relevância do combate ao uso de informações privilegiadas, sobretudo analisando as consequências da conduta ilícita sob uma perspectiva econômica – a qual, em última análise, busca demonstrar a potencialidade danosa ao bem jurídico protegido (o mercado). Com efeito, não parece crível a possibilidade de existir um mercado de capitais desenvolvido e forte onde se faça uso indiscriminado de informações privilegiadas.⁴⁷

Pode-se, portanto, vislumbrar fundamentos não apenas éticos, mas também econômicos, ao examinarmos o arcabouço legislativo *anti-insider trading* brasileiro, em especial as Leis 6.385 e 6.404, ambas de 1976, e a Instrução CVM-358/2002, as quais demonstram que a opção do legislador foi a de condenar a prática do uso de informações privilegiadas – assim como se faz em todos os países com mercado de capitais relevante.

Entretanto, não basta apenas termos um regramento jurídico adequado para tratar do tema. Se a assimetria de informações existe e alguns dela se beneficiam – e ninguém duvida de que isso efetivamente ocorra –, a resposta de todas as instituições, e principalmente do regulador e fiscalizador do mercado (no caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários), deve

Sul/UFRS no Curso de Especialização em Direito Empresarial, em 7.5.2007. O mesmo autor escreveu, com base em diferentes pesquisas, que “existe uma relação inversa entre grande concentração e valor de mercado da companhia, o que demonstra que também para a capitalização das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais a diluição acionária é fundamental” (“Diluição de controle”, in Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, cit., 3ª ed., p. 67).

47. Neste sentido, fazendo referência a estudos sobre a relação entre simetria de informações e desenvolvimento do mercado de capitais, v. Calixto Salomão Filho, “Informação completa, direito societário e mercado de capitais”, cit., in Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., p. 154.

ser rápida e exemplar, pelos fundamentos nesta exposição aventados. Insuficiente, portanto, é a mera existência de legislação coibindo tal prática (tanto de modo preventivo quanto punitivo), sendo necessário que os operadores do Direito dêem efetividade às previsões legais, fornecendo, assim, a devida segurança ao investidor e, em última análise, promovendo o desenvolvimento do mercado.⁴⁸

Bibliografia

- AKERLOF, George A. "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism". *The Quarterly Journal of Economics* LXXXIV-n. 3/488-500. Cambridge/Mass., agosto/1970.
- APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. "Insider trading". *RDM* 109/173-182. Ano 36, Nova Série. São Paulo, Malheiros Editores, janeiro-março/1998.
- BAINBRIDGE, Stephen M.. *Corporation Law and Economics*. Nova York, West Group, 2002.
- BENY, Laura. "Do insider trading laws matter? Some preliminary comparative evidence". *William Davidson Institute Working Paper Number 741*. Janeiro/2005 (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623481, acesso em 23.11.2007).
- BOVESPA. *IBOVESPA 40 anos*. 2008 (disponível em http://www.bovespa.com.br/InstSites/Ibovespa_40anos/index.asp, acesso em 5.2.2008).
- . *Informe Técnico*. 2008 (disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, acesso em 5.2.2008).
- CARMO, Eduardo de Sousa. *Relações Jurídicas na Administração das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, AIDE, 1988.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª ed., vol. 3. São Paulo, Saraiva, 1998.
- COOTER, Robert, e ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 4ª ed. Boston, Addison Wesley, 2004.
- COSTA, Luiz Felipe Duarte Martins. *Contribuição ao Estudo da Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas*. São Paulo, Dissertação (Mestrado em Direito)/Faculdade de Direito da USP, 2006 (250 fls.).
- EASTERBROOK, Frank H., e FISCHER, Daniel R. *The Economic Structures of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University Press, 1996.
- EIZIRIK, Nelson. "Insider trading e responsabilidade civil de administrador de companhia aberta". *RDM* 50/42-56. Ano 22 (Nova Série). São Paulo, Ed. RT, abril-junho/1983.
- FAMA, Eugene. "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work". *The Journal of Finance* 25-n. 2/383-417. Maio/1970.
- FISCHER, Daniel R., e EASTERBROOK, Frank H. *The Economic Structures of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University Press, 1996.
- GEVURTZ, Franklin A. *Global Issues in Corporate Law*. St. Paul/Minn., Thomson/West, 2006.
- MANKIW, N. Gregory. *Princípios de Microeconomia*. Trad. de Allan Vidigal Hastings. São Paulo, Pioneira Thomson Learning, 2005.
48. "Ultimately, however, the question of whether insider trading prohibitions will promote deep and liquid markets, and decrease the cost of capital, should yield an empirical answer. A recent study by professors Bhattacharya and Daouk suggests that there is some positive news in this regard. By using four sets of available statistics, which the two professors contend can serve as surrogates for the cost of capital in a nation, professors Bhattacharya and Daouk examined whether insider trading laws decreased the cost of capital in the nations around the world that have enacted such laws. They found that the enactment of insider prohibitions produced no statistically significant impact. However, they also found that a statistically significant improvement in the cost of capital in a nation occurred after the first prosecution tool place under the nation's insider trading laws. In other words, while mere enactment of insider trading laws apparently produces no impact on investor confidence, efforts to enforce the law do" (cf. Franklin A. Gevurtz, *Global Issues in Corporate Law*, St. Paul/Minn., Thomson/West, 2006, p. 126).

- MISES, Ludwig von. *Ação Humana: um Tratado de Economia*. Trad. de Donald Stewart Jr. Rio de Janeiro, Instituto Liberal, 1990.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2005.
- RAO, P. K. *The Economics of Transaction Costs: Theory, Methods, and Applications*. Grã-Bretanha, Antony Rowe, 2003.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25ª ed., revista e atualizada por Rubens Edmundo Requião, vol. 2. São Paulo, Saraiva, 2008.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. "Diluição de controle". In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2006 (pp. 63-74).
- . "Informação completa, direito societário e mercado de capitais". In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2006 (pp. 153-163).
- . *A Disciplina do Poder Econômico como Núcleo da Teoria Geral do Direito Empresarial*. Palestra proferida na Universidade Federal do Rio Grande do Sul/UFRS no Curso de Especialização em Direito Empresarial, em 7.5.2007.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. *O "Trust" e o Direito Brasileiro*. São Paulo, LTr, 1996.
- SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: "Business Judgment Rule"*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: Estrutura, Funções e Poderes, Responsabilidade dos Administradores*. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 1999.
- ULEN, Thomas, e COOTER, Robert. *Law and Economics*. 4ª ed. Boston, Addison Wesley, 2004.