

A lei de informação privilegiada: uma análise jurídico-econômica

The Brazilian insider trading law: a legal and economic analysis

Luís Alexandre Carta Winter¹

Martinho Martins Botelho²

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar as modificações na transparência no mercado de capitais no Brasil feitas pela lei federal ordinária nº 10.303, de 31 de outubro de 2001; que modificou a Lei de Sociedades Anônimas (lei federal ordinária nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976). A questão central é analisar a proibição da divulgação de informações privilegiadas ao público investidor em geral, denominado de *insider trading* na literatura do Direito Societário e do Mercado de Capitais. Para tanto, faz-se uma digressão sobre o *insider trading* a partir da Análise Econômica do Direito, incluindo-se algumas considerações teóricas sobre a necessidade de intervenção regulatória, a eficiência econômica na sua regulação, o problema da identificação concreta do *insider trading*, as informações e mercados, e a estratégia de comportamento do *insider*. Conclui-se que a intervenção do Estado no domínio econômico em operações de *insider trading* não seria necessariamente recomendável do ponto de vista de relação custo-benefício social. Tal conclusão também poderia ser analisada em estudos de políticas jurídico-econômicas intervencionistas, o que, certamente, contribuiria para um estudo da eficiência de mecanismos regulatórios.

Palavras-chave: *insider trading*, direito societário, informação privilegiada, mercado de capitais, análise econômica do direito.

ABSTRACT

The present study aims to examine the changes in transparency in the capital market in Brazil made by ordinary federal law no. 10303 of October 31st, 2001; which amended the Corporations Act (federal law no. 6404 of December 15th, 1976). The central issue is to analyze the prohibition on disclosure of inside information to the public investors in general,

¹ Doutor em Integração da América Latina no Programa de Integração da América Latina (Prolam) pela Universidade de São Paulo (USP). Professor do Programa de pós-graduação em Direito da PUC PR, e do curso de graduação em Direito da PUC PR; da Faculdade Metropolitana de Curitiba (FAMEC). Coordenador do Núcleo de Estudos Avançados de Direito Internacional e Desenvolvimento Sustentável (Nead), www.neadi.com.br). Advogado. E-mail: luisalexandrecartawinter@yahoo.com.br

² Doutor em Integração da América Latina no Programa de Integração da América Latina (Prolam) pela Universidade de São Paulo (USP). Doutorando em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Maringá (UEM). Professor das Faculdades Integradas Santa Cruz em Curitiba, Paraná. E-mail: martinho.botelho@yahoo.com.br

i. e., insider trading. We make a digression on insider trading from Economic Analysis of Law, including some theoretical considerations about the need for regulatory intervention, economic efficiency in its regulation, the problem of identification of concrete insider trading, the information and markets, and the behavior of the insider strategy. We conclude that state intervention in the economic operations of insider trading transactions would not necessarily be desirable from the standpoint of social cost-benefit ratio. Such conclusion can be analyzed in studies of legal-economic interventionist policies, which can contribute to a study of the effectiveness of regulatory mechanisms.

Keywords: insider trading, corporate law, stock markets, economic analysis of law.

1. Introdução

A conjuntura atual de Direito Societário e de Mercado de Capitais, no Brasil e nos demais Estados nacionais, tende a favorecer a transparência do mercado de capitais e a veracidade das informações disponibilizadas ao mercado e aos investidores em geral.

Assim, factualmente, as crises de confiabilidade geradas por fraudes contábeis de companhias abertas demonstram que ainda se tem por evoluir na implementação de normas de proteção dos interesses dos investidores e da confiabilidade do mercado.

Com isso, os recentes avanços nas instituições jurídicas de Direito Societário e de Direito do Mercado de Capitais passam a ser acompanhadas por práticas mais transparentes das companhias, regras jurídicas mais rígidas e intervenção do Estado no domínio econômico para garantir a clareza e o acesso às informações legítimas.

Fala-se em governança corporativa, reformas na legislação e estudos críticos voltados ao aperfeiçoamento normativo.

É nesse sentido que foi criada a instituição jurídica de proibição do *insider trading*, inclusive no Brasil através de mutações na Lei de Sociedades por Ações (LSA/1976) (lei federal ordinária nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), pela lei federal ordinária nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

Antes mesmo dessa última lei, já se encontrava instituída a proibição do *insider trading* no Brasil por meio da lei federal ordinária nº 4.728, de 1965 (Lei do Mercado de Capitais, LMC/1975), seguindo-se a tradição do direito norte-americano.

De acordo com o art. 3º, X da LMC/1965, caberia ao Banco Central do Brasil o controle e a fiscalização do uso de informações não-públicas divulgadas a terceiros em

benefício próprio ou de outrem, por acionistas ou indivíduos que tenham acesso às mesmas (CARVALHOSA, LATORRACA, 1998, p. 247).

Na década de 1970, com a LSA/1976, estabeleceu-se expressa vedação à operação de *insider trading*, cominando sanções para quem divulgasse informação privilegiada ou não guardasse sigilo (CARVALHOSA, LATORRACA, 1998, p. 248).

Jusadministrativamente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criou a Instrução nº 31, de 08 de fevereiro de 1984, estabelecendo novas tendências na regulamentação do mercado de capitais no Brasil, seguindo, então, a filosofia do direito norte-americano (EIZIRIK, 1984, p. 170).

A Instrução tratava sobre atos e fatos relevantes para as companhias que atuavam no Brasil, assim como a definição de *insider*.

Com a evolução histórica, as regras administrativas da CVM foram introduzindo novas normas e modificando o ordenamento jurídico societário das sociedades anônimas em 2001, procurando trazer mais eficácia no combate à prática do *insider trading* no Brasil.

Recentemente, fora feita uma minirreforma da LSA por meio da lei federal ordinária nº 10.303/2001, a qual alterou o art. 155 §4º e a *ratio* subjetiva da vedação ao *insider trading* no direito societário brasileiro.³

Não obstante se trate de tema relativamente novo do Direito Societário e do Mercado de Capitais no Brasil, ainda carece de um tratamento teórico mais aprofundado, principalmente no âmbito da teoria do Direito e Economia.

O objetivo do presente trabalho é apresentar uma visão geral do instituto do *insider trading* a partir da Análise Econômica do Direito.

Analisa-se o instituto do *insider trading* e a questão da informação privilegiada na legislação brasileira. A seguir, fazem-se considerações teóricas sobre a necessidade de regulação jurídica do *insider trading* e inclusive sobre o tópico da eficiência econômica. Divide-se esse último estudo na análise da teoria da informação e mercados, e na estratégia de comportamento. Por fim, trata-se sobre o problema da identificação concreta do *insider trading*, que representa forte argumento para evitar a proibição legislativa da prática de tal tipo de operação.

³ Além disso, a lei de 2001 também alterou a lei federal ordinária nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que trata sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. A lei de 2001 acabou ampliando o rol de pessoas que poderão ser enquadradas na prática da conduta de *insider trading*. Todavia, o combate a tal prática ainda carece de uma exegese pelos tribunais judiciais e pelas instâncias administrativas, em razão de uma fraca atividade fiscalizadora do mercado de capitais no Brasil. Judicialmente, a primeira sentença condenatória por utilização indevida de informação privilegiada (*insider trading*) veio em 2011, no caso da fusão societária Sadia-Perdigão.

Pretende-se, com o presente, dar uma contribuição para a Análise Econômica do Direito Societário e do Mercado de Capitais, incluindo uma análise crítica do instituto jurídico do *insider trading* no direito brasileiro vigente.

2. *Insider trading* e informação privilegiada na legislação brasileira

O *insider trading*, do ponto de vista jurídico, consiste na utilização de informações privilegiadas e não-públicas, vale dizer, não divulgadas em ambientes fora de uma corporação específica (EIZIRIK, 1983, p. 42).

Assim, o *insider trading* representaria a manutenção de relação pessoal entre agente corporativo com terceira parte, na negociação de informações restritas sobre valores mobiliários (ações, debêntures, partes beneficiárias, entre outros), auferindo benefícios para si ou pra outrem (BENY, 2005, p. 145).

Tais benefícios podem ser vantagens individuais monetárias ou não-monetárias, em detrimento da própria companhia, dos demais acionistas da corporação ou do mercado de capitais em geral (EIZIRIK, 1984, p. 172).

O *insider trading* é praticado porque quem negocia valores mobiliários com base nas informações importantes e confidenciais de determinada companhia, ou quem repassa para terceiras partes, viola a legislação positivada e obtém benefícios individuais ou grupais.⁴ O dano de tal prática é causado para investidores que poderiam ter agido de forma diversa caso tivessem acesso às informações privilegiadas (MANNE, 1969, p. 13).

O requisito objetivo do instituto é a divulgação de informação relevante e não-pública da companhia, oferecendo vantagens para determinado indivíduo que não a teria alcançado sem a divulgação da informação privilegiada.

No condizente ao aspecto temporal da utilização da informação do *insider*, agente socioeconômico, tem-se que a operação deve ser amparada por dados relevantes antes que a mesma chegue ao mercado de investidores por meios de outra divulgação (CARVALHOSA, LATORRACA, 1998, p. 264).

A coibição da prática de *insider trading* é voltada para a garantia de um grau de fidelidade de determinado agente que detinha informações sigilosas, e também da confiabilidade do mercado de capitais, conferindo aos investidores um grau de confiança e de igualdade de posições e de acesso a informações.

⁴ No direito societário brasileiro, a responsabilidade civil do *insider* está previsto nos parágrafos do art. 155 LSA/1976, assim como no seu art. 157§4º.

Haverá de existir, em sociedades anônimas, um grau de lealdade do administrador⁵, sempre se buscando o interesse da entidade o qual deve prevalecer ao interesse pessoal.

Haverá de existir um vínculo de confiança⁶ da qual brotará um conjunto de relações jurídicas obrigacionais, incluindo-se a privação da prática de *insider trading*, considerada como prática prejudicial à companhia, aos acionistas e ao mercado de capitais (CARVALHOSA, LATORRACA, 1998, p. 248).

Destarte, pode-se dizer que a razão teleológica das normas jurídicas proibitivas do *insider trading* têm características ético-econômicas (EIZIRIK, 1983, p. 43).

A *ratio* ética baseia-se na necessidade de se evitar a consecução de lucros por meio de informações privilegiadas, sem pé de igualdade com outros agentes investidores, garantindo-se um grau de confiabilidade ao mercado financeiro.

A *ratio* econômica baseia-se na busca pela eficiência dos mercados de capitais, em função de uma veracidade das informações disponibilizadas publicamente, mesmo que ainda haverá de se tratar o problema da liquidez e controle regulatório adiante.

Pelo princípio jurídico do *disclose or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar), quando determinado agente tenha informação relevante sobre a sua companhia, deverá optar entre informar ao mercado tão logo seja possível, ou abster-se de negociar ações da empresa e/ou recomendar a terceiros que não o façam enquanto a informação não for divulgada publicamente (EASTERBROOK, 1981, p. 310).

Ressalte-se que as regras relacionadas com o *insider trading*, no Brasil, relacionam-se às sociedades anônimas de capital aberto e nas negociações de valores mobiliários no mercado de capitais.

Tal observação surge em razão da necessidade específica de regulação jurídica da operação, e que envolve alguns dilemas teóricos em Análise Econômica do Direito.

É o que se verá a seguir.

3. As considerações teóricas sobre a necessidade de regulação jurídica do *insider trading*

A evolução doutrinária econômica e jurídica sobre o *insider trading* tem sido significativa principalmente a partir do trabalho introdutório de Henry G. Manne de 1969, intitulado “*Insider trading and the stock market*”, no qual o autor investiga os seus benefícios e custos (MANNE, 1969, p. 21).

⁵ Na doutrina jurídica norte-americana, é chamada de *standard of loyalty*.

⁶ Na doutrina norte-americana, é chamado de *fiduciary position*.

Tal trabalho fora continuado a partir de outras pesquisas, tal como a de Frank H. Easterbrook (1985) que sustenta que a permissão estatal para a existência do *insider trading* pioraria, gravemente, os problemas de risco moral em corporações financeiras, tal como também o fez Richard Posner (1977, p. 308).

Nessa visão, os administradores de empresas teriam incentivos (*payoffs*) para tomar decisões de curto prazo com a finalidade específica de lucrar com oscilações de preços de ações e de ativos financeiros, entre outros.

Nesse sentido, Easterbrook (1985, p. 85) sustenta que os *insiders* não tomariam decisões necessariamente de acordo com os interesses dos acionistas ou da própria empresa no longo prazo, porque os seus lucros variariam independentemente da apreciação ou depreciação dos preços das ações.

Além disso, o autor assevera que retirar das entidades corporativas o seu direito de permitir ou proibir a contratação de *insider trading* não deveria existir porque os acionistas não teriam mecanismos adequados de controle (*adequate enforcement devices*) para identificá-lo (EASTERBROOK, 1981, p. 334).

Em outras palavras, a intervenção do Estado no domínio privado dos contratos não deveria existir para o caso do *insider trading* porque não haveria meios de detectar o problema e, adicionalmente, os acionistas teriam outros meios de lidar com o problema da existência de informações assimétricas.

Essencialmente, a questão centraliza-se no foco da “não-deteção virtual” (*virtual detection*) (PADILLA, 2005, p. 49).

Com isso, as empresas e os acionistas acabam encarando um problema de seleção adversa, justamente porque mesmo que aquelas entidades proibam contratualmente os seus empregados de comercializarem informações reservadas, não existiriam garantias de que eles obedecem, no momento da subscrição contratual.

Como resultado, no pensamento de Frank Easterbrook (1981, p. 315), a proibição do *insider trading* deveria ser dada apenas pelo Estado assim como os mecanismos de controle, os quais não poderiam estar nas mãos da iniciativa privada, impotente diante de tal situação.

Outra fundamentação relevante para a regulação estatal do *insider trading* é a questão relacionada com os aumentos dos custos do capital, reduzindo-se a liquidez do mercado e aumentando-se a concentração da propriedade (PADILLA, 2007, p. 77).

O mecanismo lógico que fundamenta esse último argumento é que, se os agentes socioeconômicos receiam negociar com um *insider*, eles exigirão um prêmio para compensá-los pelo risco incorrido, sob pena de não investirem (PADILLA, 2007, p. 78).

Em tal situação, a consequência final é que menos pessoas estarão dispostas a investir no mercado de capitais. Por conseguinte, os mercados de capitais se tornariam menos líquidos e a concentração da propriedade tenderia a aumentar (PADILLA, 2007, p. 79).

Os investidores demandarão prêmios para serem compensados pelos riscos relacionados com o investimento no mercado de *insiders*, também em razão do seu capital ser menos líquido e incorrer em riscos maiores. Consequentemente, no sentido de reduzir tais riscos, a regulação jurídica do *insider trading* seria necessária.

Nos estudos empíricos de Utpal Bhattacharya e Hazem Daouk (2002) e de Laura Nyantung Beny (2005), existem evidências suficientes para denotar que sistemas jurídicos nos quais o *insider trading* é permitido, o custo do capital é menor em comparação a outros ordenamentos jurídicos nos quais a instituição não é aceita, tornando o mercado de capital mais amplo e mais líquido.

Nas fundamentações apresentadas, existe uma hipótese implícita de que apenas a intervenção no domínio econômico poderia resolver a questão da falha de mercado representada pelo *insider trading*. Todavia, não se poderia olvidar que mesmo que o “remédio” para o *insider trading* fosse a sua regulamentação ou a sua proibição, tal medida caberia ao Estado e que outro problema poderia surgir: o do controle e da eficiência governamental na sua intervenção.

Sobre tal eficiência no controle governamental do *insider trading*, trata-se a seguir.

4. A regulação governamental do *insider trading* e a eficiência econômica

A regulamentação governamental do *insider trading* passa pela questão da eficiência econômica, seja no acesso a informações subjetivas e informações de mercados (4.1), e na estratégia de comportamentos (4.2) (PADILLA, 2005, 2007).

4.1 Informação e mercados

A principal finalidade da atividade de regulação jurídica de proibição do *insider trading* é evitar que informações particulares circulem no mercado de ações. Nessa coibição, o regulador enfrenta um problema relacionado com a natureza do bem econômico que se tenta controlar: a informação (PADILLA, 2007, p. 51)

Inicialmente, o Estado regulador constata que a informação é um bem intangível, estando impossibilitado de circular da mesma maneira como acontece com as mercadorias ou bens tangíveis.

No entanto, quando as informações são subscritas em um substrato físico (como um documento escrito), existe a possibilidade concreta dela circular, a partir do controle feito nessa base física.

Mesmo com a atuação dos *insiders* na negociação de informações privilegiadas, nada impede que ocorra a comunicação com terceiros. Isso porque, para a tratativa das informações privilegiadas, não existe necessidade de um suporte físico, podendo ser feito inclusive oralmente. Com isso, assim que o *insider* acesse uma informação, torna-se factualmente impossível saber se ela foi repassada para terceiras partes. O contrário somente seria possível com a existência de um sistema formal de registro ou um suporte físico (como um contrato, por exemplo) (PADILLA, 2007, p. 52)

Assim, o Estado regulador já teria uma primeira dificuldade: a de controlar quem acessa a informação e quem a repassa para terceiros.

Por conseguinte, mesmo que determinado agente socioeconômico esteja sob um controle minucioso das suas atividades, não se poderia impedir, eficientemente, a circulação da informação para terceira parte (PADILLA, 2005, p. 41)

Aliás, a possibilidade de proibição de um agente se comunicar poderia até mesmo representar o estorvo do exercício da sua própria profissão, tendo em vista que alguns labores corporativos, tais como os de CEOs (*chief executive officers*) financeiros. Essa possibilidade representaria, certamente, a agressão de outros vetores principiológicos jurídicos.

Mas a dificuldade de regulação/proibição estatal pode ser dificultada, quando mais de um agente socioeconômico tenha acesso à informação privilegiada como, geralmente, acontece no mundo corporativo.

Nas entidades corporativas e em mercados financeiros, por exemplo, várias pessoas têm acesso a informações privilegiadas, com uma infinidade de características justamente em razão da estrutura de atuação de determinados profissionais.

Ademais, outra complicação seria o fato de que é bastante comum trabalhos temporários para corporações, aumentando-se o número de pessoas que teriam acesso a informações privilegiadas. Por conseguinte, essa constatação teria um “efeito dominó”, já que a quantidade de terceiras partes com potencial acesso às informações também aumentaria.

As dificuldades de regulação eficiente do vazamento de informações privilegiadas não se esgotam apenas para terceiras partes. Já os terceiros também podem comunicar-se com

outras partes, acelerando a possibilidade de “vazamento informacional” (PADILLA, 2007, p. 54)

Com as diversas interconexões das redes sociais de comunicação, a quantidade de pessoas envolvidas na informação privilegiada aumenta, o que dificulta ainda mais a atuação do agente estatal regulador, principalmente para a detecção da fonte originária de fornecimento informacional.

A eficiência regulatória dependeria da sua eficácia para impedir que as pessoas acessem uma informação privilegiada e a comuniquem para terceiros do mercado.

Com isso, uma regulação eficiente deve atingir a fonte originária que teve acesso à informação privilegiada, combatendo o problema na origem.

Por fim, pode-se dizer que, quanto mais complexa for a rede de comunicação informacional, mais distorcida a informação pode ser circulada. Isso porque os agentes socioeconômicos têm diversas concepções, interpretações e mecanismos de comunicação.

A informação estará sujeita a mudanças, sendo diferente da sua forma original.

Nos mercados informacionais, mesmo que o agente regulador identifique uma transação com informação privilegiada, ainda terá o desafio de encontrar qual foi a informação privilegiada que o seu usuário utilizou (PADILLA, 2007, p. 56)

A questão apresentada não é nova, sendo objeto de estudo da Análise Econômica do Direito e a Economia da Proibição, vale dizer, as consequências da proibição normativa jurídica nas relações socioeconômicas.

Um dos mecanismos que os agentes socioeconômicos encontram para a proibição ou a regulação excessiva é o mercado ilegal ou paralelo, que acaba surgindo como um mecanismo para contornar a intervenção jurídica na economia.

4.2 A estratégia de comportamento

O Estado regulador enfrenta outros problemas relacionados com a intangibilidade da informação e com o aparecimento de mercados de informação privilegiada.

Uma das questões associadas à característica intangível da informação é o que a sua prova tangível ser feita pela instituição organizacional reguladora, isto é, memorandos, e-mails, notas, conversas telefônicas, entre outros.

A ideia é provar que um investidor negociava com base na informação privilegiada ou comunicava a informação almejando benefícios pessoais.

Como mecanismos estratégicos, pode-se citar que as instituições organizacionais reguladoras acabam utilizando as provas testemunhais e informantes que relacionam a utilização da informação privilegiada.

Na visão de Matthew Spiegel e Avanidhar Subrahmanyam (1995, p. 21), a regulação estatal do *insider trading* não teria a finalidade de desestimular os *insiders* na posse de material de informação não-pública de negociação, quando a qualidade da informação faz com que seja detectada e os *insiders* processados judicialmente.

O modelo teórico Spiegel-Subrahmanyam, mas podendo ser acrescido dois elementos adicionais para justificar a ineficiência da regulação, de acordo com evidências circunstanciais para a detecção e controle judicial do *insider trading*.

No primeiro elemento, na literatura da Análise Econômica do Direito, fala-se que a informação, por si só, não teria nenhum poder de previsão ou de valor para uma aferição de benefício. A mera posse de informações corporativas não determina o incremento de previsão absoluta de comportamento de preços de ações.

Isso porque também haveria de influenciar nessa posse de ações, as diversas possibilidades de interpretação da informação subjetiva possuída.

Como será visto adiante, as interpretações informacionais dependem de experiências e de conhecimento individuais (PADILLA, 2007, p. 81).

Enquanto *insiders* têm uma vantagem informacional por meio da posse de informação não-pública, o sucesso de suas expectativas estão condicionadas à interpretação de outros agentes socioeconômicos e na expectativa provocada nesses últimos (PADILLA, 2007, p. 89).

Assim, a informação dita privilegiada é subjetiva e o resultado da decisão do *insider* dependeria da interpretação e da decisão de outros participantes de mercado, o que, por conseguinte, afetaria a eficácia de regulação.

O resultado disso é que, mesmo que o *insider* tenha descumprido a lei que o proíbe, o ente regulador não identificará nenhum determinante que a utilização da informação privilegiada ocorreu, porque as suas expectativas relacionadas com os participantes de mercado eram imprecisas.

No segundo elemento, outro fator relevante para explicar a ineficácia da legislação proibidora do *insider trading* e do uso de evidências circunstanciais relevantes para se combater a utilização de informação privilegiada é devida em razão do aumento da liquidez do mercado de ações. Essa liquidez é resultante do arcabouço legislativo do *insider trading*, resultando em incentivos para que o *insider* adote posicionamentos estratégicos.

Efetivamente, são criados argumentos favoráveis à regulação do *insider trading*, entendendo-se pelos seus aspectos positivos na liquidez dos mercados, com consequências benéficas para a liquidez, eficiência e equidade em mercados (PADILLA, 2007, p. 89).

Em alguns estudos no campo da Análise Econômica do Direito, reforça-se o argumento de que a regulação do *insider trading* contribui para o fortalecimento da confiança pública no mercado.

De acordo com os estudos empíricos e teóricos de Spiegel e Subrahmanyam (1995), ao se fortalecer a confiança pública no mercado de ações, a regulação do *insider trading*, indiretamente, contribui para o aumento da liquidez do mercado de ações e diminuição do custo da propriedade de ações.

Quanto mais líquido o mercado for, mais ineficaz a utilização de evidências para determinar que o *insider trading* seja ilegal.

5. O problema da identificação concreta do *insider trading*

Por fim, a questão do *insider trading* pode incluir uma avaliação da natureza intangível das informações corporativas, do mercado de ativos financeiros.

Na visão de Friedrich August von Hayek, o dilema da regulação do *insider* é, essencialmente, um problema de conhecimento.

Nesse sentido, Hayek (1945, p. 521) distingue conhecimento científico de conhecimento experimental, ou “conhecimento das circunstâncias particulares de lugar e de tempo”.

O conhecimento científico, na visão hayekiana, seria o conhecimento das regras gerais, e poderia ser manipulado e comunicado por meio da educação.

Já o “conhecimento de circunstâncias particulares de lugar e tempo” representaria o produto das razões individuais, dos seus ambientes e experiências, sendo próprio de cada indivíduo (HAYEK, 1945, p. 533).

Assim, o conhecimento experimental não poderia ser manipulado e comunicado para outros, tendo em vista que o mesmo é pessoal.

No pensamento original de Hayek, procurou-se tratar sobre as dificuldades centrais no planejamento da alocação eficiente de recursos escassos, dilema esse já encarado por Lionel Robbins no início do século XX.

Na visão de Hayek (1945, p. 535), a aquisição de conhecimento científico não é *conditio sine qua non* para a alocação eficiente de recursos para a sua aplicação mais útil. Em

outras palavras, deter conhecimento científico não significaria ser capaz de produzir aquilo que os agentes socioeconômicos mais valorizam.

O “conhecimento das circunstâncias do lugar e do tempo” seria, em Hayek (1945, p. 536), uma condição necessária para a alocação eficiente de recursos para uma melhor utilização dos mesmos, ou seja, para ser capaz de produzir aquilo que os agentes socioeconômicos mais valorizam ou atribuem utilidades.

Como Hayek (1945, p. 537) explana, tal conhecimento não poderia ser manipulado, também não poderia ser utilizado pelos planejadores centrais com a ideia de tomar as suas decisões de produção.

Ademais, no sistema de preços do mercado informacional, os agentes socioeconômicos comunicam, mutuamente, as suas experiências, formando o mencionado mercado.

A ideia central de Friedrich Hayek é o conhecimento experimental e o sistema de preços que alocariam, eficientemente, os recursos com consequências que iriam além da sua crítica ao socialismo econômico e ao planejamento central.

Demonstra-se, empiricamente, que a regulação estatal seria ineficaz e, geralmente, produziria resultados indesejáveis para a produção, com resultados pior do que a não-regulação (PADILLA, 2007, p. 82).

Para o caso do *insider trading*, similarmente, a análise atual demonstra que a sua regulação pode ser ineficiente e também sem efetividade por parte do Estado. É uma das fundamentações mais cabíveis para explicar a mencionada ineficiência é a natureza intangível da informação privilegiada (PADILLA, 2007, p.93).

Porém, a razão mais clara para explicar a ineficácia é que os reguladores estatais não têm o conhecimento empírico para identificar onde e quando a informação produzida pela corporação poderia ser usada para finalidades de privilégios em *insider trading*.

Muito embora a intervenção estatal no domínio econômico do *insider trading* possa não ser eficaz em função da natureza jurídica intangível da informação, dificultando-se o controle jurídico, existem argumentos a favor da sua regulação.

Efetivamente, devem-se levar em consideração os custos sociais e os custos de transação na implementação da regulação, comparativamente aos seus benefícios no sentido Kaldor-Hicks.

A pergunta-chave deveria ser: quem estaria apto a regular o *insider trading* se o Estado não poderia fazê-lo de maneira eficiente?

Fala-se que a resposta estaria na própria iniciativa privada, por meio das bolsas de valores,

corporações de mercado em conglomerados e empresas individuais.

Na visão de Frank Easterbrook (1981, p. 173), a principal argumentação contra a “autorregulação privada” é que a mesma não teria fortes mecanismos para a execução de sanções no caso da identificação de manipulação de informação privilegiada.

Como ficariam as possíveis sanções criminais? E as sanções administrativas aplicáveis para mercados de capitais?

No caso brasileiro, a primeira é aplicada exclusivamente pelo Poder Judiciário e a segunda pela Comissão de Valores Mobiliários. Seria possível reformular o ordenamento jurídico constitucional e infraconstitucional brasileiro para garantir a chamada “autorregulação privada” para se evitar a prática de *insider trading*?

As corporações e os seus acionistas têm o “conhecimento de circunstâncias particulares de lugar e tempo”, na visão hayekiana. Assim, tais agentes têm mais habilidades para identificar a informação que seria uma “informação privilegiada” e para controlar quem poderia acessar a mesma (PADILLA, 2007, p. 82).

Assim, a identificação concreta do *insider trading*, na visão de alguns teóricos da AED, seria mais eficiente se fosse por meio da “regulação privada” de corporações e acionistas, do que pelo Estado.

6. Conclusão

A proibição da prática do *insider trading*, feito pela legislação brasileira e por outros ordenamentos jurídicos nacionais, parece contribuir para a consubstanciação da transparência e da igualdade no mercado de capitais.

Mesmo sendo considerado por muitos implementadores de políticas públicas como um instrumento valioso, parece não analisado sob a ótica da sua real eficiência nas relações socioeconômicas.

Muito embora, no Brasil, a prática de *insider trading* tenha sido proibida já desde a década de 1960, observa-se que ainda carece de hermenêutica e exegese judiciais.

Tal constatação reflete, em partes, as observações que podem ser feitas segundo a ótica da teoria do Direito e Economia: a regulação ou a proibição do *insider trading* pode ser inconsistente com as persecuções de um ordenamento jurídico eficiente socioeconomicamente.

A regulação ou a proibição da divulgação de informações privilegiadas pode ser ineficaz em razão da intangibilidade da informação, da insuficiência dos mecanismos de

controle e de fiscalização do Estado e dos possíveis custos sociais e custos de transação que podem incorrer os agentes do mercado de capitais.

Teóricos de Direito e Economia sustentam que seria necessária uma nova arquitetura de controle do *insider trading* e até mesmo a regulamentação baseada em estruturas diferentes das atuais, mas que, efetivamente, não descomprometessem a governança corporativa.

Infelizmente, a identificação dos elementos objetivos e subjetivos da troca de informação privilegiadas ainda é insegura e ineficiente do ponto de vista jurídico-econômico.

Não obstante, no pano de fundo normativo, ainda se firma a necessidade de proteger o investidor no mercado de capitais e de alavancar valores de transparência e de igualdade de condições no trato das relações no mercado de capitais.

A questão central é garantir meios eficazes de controle da prática, mas que não causem danos a terceiros e à sociedade em geral.

7. Referências bibliográficas

BENY, L. N. Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence.

American Law & Economics Review, Oxford, vol. 7, n. 1, p. 144–183, 2005.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H. The World Price of Insider Trading. **Journal of Finance**, s. l., vol. 57, n. 1, p. 75–108, 2002.

CARVALHOSA, M.; LATORRACA, N. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

EASTERBROOK, F. H. Insider trading as an agency problem. In: PRATT, J. W.; ZECKHAUSER, R. J. (eds.) **Principals and agents: the structure of business**. Boston: MA: Harvard Business School Press: 1985, p. 81-99.

_____. Insider trading, secret agents, evidentiary privileges, and the production of information. **Supreme Court Review**, s. l., vol. 309, p. 309-365, 1981.

EIZIRIK, N. A instrução CVM 31/84 e a regulamentação do *insider trading*. **Revista de Direito Mercantil**, n. 55, São Paulo, Malheiros, p. 170-175, julho-setembro de 1984.

_____. *Insider trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil**, nº 50, São Paulo, Malheiros, p. 45-55, abril-junho de 1983.

HAYEK, F. A. The Use of Knowledge of Society, **American Economic Review**, vol. 35, no. 4: p. 519–530, 1945.

MANNE, H. G. **Insider trading and the stock market**. New York: Free Press, 1969.

- PADILLA, A. Can Regulation Eliminate the Agency Problems Posed by Insider Trading? Commentaries on Law & Economics, s. 1., vol. 2, p. 47–81, 2005.
- _____. Can Regulation of Insider Trading Be Effective? In: VIDYA, C. **Insider Trading: Regulatory Perspectives**. Hyberabad, India: The Icfai University Press: p. 75–109, 2007.
- POSNER, R. **Economic analysis of law**. 2nd ed. Boston, MA: Little Brown, 1977.
- SPIEGEL, M.; SUBRAHMANYAM, A. The Efficacy of Insider Trading Regulation, **Working Paper 257**, Berkeley, University of California, Institute of Business and Economic Research, 1995.