

RECEBIDO EM: 15/02/2018

APROVADO EM: 23/05/2018

OS ILÍCITOS E DAS AÇÕES PRIVADAS DE REPARAÇÃO DE DANO NO MERCADO DE CAPITAIS

THE VIOLATIONS OF THE CAPITAL MARKET RULES AND THE PRIVATE ACTIONS FOR DAMAGES

Marcus de Freitas Gouvea

Doutorando em Direito Empresarial pela UFMG. Mestre em Direito Tributário pela Universidade Federal de Minas Gerais. Procurador da Fazenda Nacional - PGFN/AGU

SUMÁRIO: Introdução; 1 Os ilícitos do mercado de capitais e o interesse do particular; 1.1. Manipulação do mercado de capitais; 1.2. Insider trading; 1.3. Informações relevantes; 2. As ações privadas no contexto do sistema de aplicação do direito do mercado de capitais; 2.1. As ações privadas individuais; 2.2. A ação civil pública; 2.3. A *actio pro socio*; 3. Conclusão; Referências.

RESUMO: O Brasil inicia uma fase de aplicação da lei que rege o mercado de capitais, pela iniciativa privada, não em rompimento, mas em acréscimo a aplicação do direito por órgãos públicos. A aplicação da lei por iniciativa dos particulares vem a reboque do contexto histórico, relacionado tanto a ações privadas, individuais e coletivas, de outros ramos do direito, como consumerista e concorrencial, quanto a notícias de escândalos e de combate a corrupção envolvendo infrações ao mercado. Este texto procura verificar se a legislação brasileira possui os requisitos materiais e processuais mínimos que permitam às vítimas o acesso à Justiça com vistas à reparação dos danos sofridos. Dentre as infrações, o texto trata sucintamente da manipulação do mercado, do uso indevido de informações privilegiadas e de outros delitos informacionais. Quanto as ações, o artigo aponta os requisitos básicos da ação individual, da ação civil pública e da ação de responsabilidade do administrador, como meios de reparação de danos decorrentes de infrações ao mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: Insider Trading. Manipulação do Mercado. Ações Privadas de Reparação de Dano. Ações Coletivas e Ações de Responsabilidade do Administrador.

ABSTRACT: Brazil begins to experience a private law enforcement era in the capital market, not in opposition, but in addition to public enforcement. The private enforcement of securities law has been influenced by the development of individual and class actions based on the law that regulates other areas, v.g., consumer law and antitrust law, and by news on the fight against corruption related to market infringements. This paper verifies if Brazilian law copes with the requirements that allow the victims the proper access to the Judiciary in order to recover damages. The text presents the basic lines of market manipulation, insider trading and other practices related to disclosure of information. Among the types of actions, the text discusses the basic requirements of the individual action, the collective action and the derivative action as ways to enforce the securities law in Brazil.

KEYWORDS: Insider Trading. Market Manipulation. Private Actions For Damages. Class Actions. Derivative Actions.

INTRODUÇÃO

O Brasil, assim como os países de herança jurídica romano-germânica, não tem tradição de buscar a aplicação privada do direito em questões individuais de pequena monta, vale dizer, que apresentam grande prejuízo coletivo, mas pequeno prejuízo para cada pessoa lesada.

Isso ocorre nas áreas de meio ambiente, de concorrência, de consumo e de mercado de capitais entre outras.

Em regra, as violações da lei que afetam a sociedade ou grupos de pessoas são combatidas ou reparadas pelo sistema penal ou público de aplicação da lei, ou por ações civis públicas propostas pelo Ministério Público ou outros legitimados estatais, como a União, os Estados e os Municípios e suas autarquias.

No que toca ao meio ambiente, patrimônio histórico cultural, ordem urbanística, onde os direitos violados são, na maioria das vezes, difusos, esta tradição se mantém. Nas outras áreas, em que há direitos individuais envolvidos, a realidade começa a mudar.

No direito do consumidor, não são mais raras as ações propostas por associações, no direito antitruste se verifica um esforço pela implementação de ações privadas e no direito do mercado de capitais também começam a aparecer iniciativas.

As razões são várias. Uma delas é a influência do direito da *common law*, com destaque para a experiência norte americana, onde as ações privadas são comuns e até mais frequentes que a aplicação do direito por órgãos públicos (SEGAL, WHINSTON: 2006, p. 1).

No meio da academia e dos organismos internacionais se defende as ações privadas como complemento das medidas públicas de aplicação da lei (JACKSON: 2009) ou mesmo como medidas de eficácia autônoma, notadamente no direito antitruste (MAKATSCH, 2015).

Outra razão é a maior visibilidade das medidas de ordem pública, tomadas, por exemplo, pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE e, com algum atraso, pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, contra infratores que, além de cometerem infrações contra o direito público, violam direitos individuais.

Ligada a estes fatores, está a criação de uma consciência do particular de que seus direitos estão sendo violados e que estas violações podem ser evitadas e, mais ainda, compensadas judicialmente.

Exemplo desta mudança, no âmbito do direito do mercado de capitais, é a notícia de que os acionistas minoritários da JBS pretendem entrar com ação civil pública contra os controladores da companhia (Valor: 19/7/2017), em atitude que contrasta com a passividade dos acionistas da Petrobras no Brasil, diante, não faz muito tempo, da notícia de diversas ações coletivas nos Estados Unidos, face a desvalorização das ações da companhia, em virtude dos fatos revelados pela “Operação Lava-Jato” (Valor: 19/5/2015).

No caso da JBS, Joesley e Wesley fizeram um acordo de delação premiada questionável com o Ministério Público, gerando a derrocada da empresa, depois de venderem ações, razão pela qual começaram a ser investigados pela prática de *insider trading* (Valor: 5/7/2017) e, logo em seguida, já se fala de ações privadas de aplicação da lei do mercado de capitais.

Nosso objetivo não é tratar deste ou qualquer outro caso em particular, nem apresentar crítica à delação premiada dos irmãos Batista.

Procuramos, ao revés, analisar disciplina das ações privadas de aplicação das normas que regem o mercado de capitais, para verificar se o Brasil possui os requisitos jurídicos para garantir aos acionistas e investidores o acesso à Justiça nas situações em que os ilícitos contra o mercado de capitais lhes causem prejuízos.

Nesse passo, vamos apresentar um panorama do interesse dos particulares face a ilícitos penais administrativos do mercado de capitais, com uma pequena incursão nas infrações mais relevantes, para então apreciar os meios processuais de aplicação privada deste ramo do direito, quais sejam, as ações individuais propostas por particulares, a ação civil pública prevista pela Lei 7.913/89, e a *actio pro socio*, da Lei das S/A.

1 OS ILÍCITOS DO MERCADO DE CAPITAIS E O INTERESSE DO PARTICULAR

O interesse que leva a regulamentação dos valores mobiliários é o interesse público: a proteção da economia popular. O legislador não está preocupado se um ou outro investidor sofreu prejuízo em determinada operação, mas se o sistema financeiro permite a atuação segura dos

investidores no mercado. Para alcançar tal objetivo, porém, a regulamentação protege também o investidor, por um sistema normativo composto de autorizações, registros, divulgação de informações e fiscalizações, que tem como núcleo a definição dos valores mobiliários.

Assim, se determinado papel representativo de direitos é considerado um valor mobiliário, passa a estar sujeitos, além das regras jurídicas regulamentares do próprio negócio jurídico do qual decorre (que pode ser regido apenas por contrato firmado com fundamento no princípio da autonomia da vontade), a um conjunto de regras de direito público (EIZIRIK, et.al.: 2008, p. 41).

De outro lado, a desqualificação de um título como valor mobiliário afasta a aplicação deste regime de direito público, sujeitando as partes apenas ao conjunto de regras de direito privado que regem o negócio jurídico.

A lei brasileira limitava os valores mobiliários aos poucos títulos que mencionava, notadamente ações e debêntures emitidas por sociedades anônimas abertas (EIZIRIK, et.al.: 2008, p. 37). Dessa forma, os tipos de valores mobiliários apenas poderiam ser alterados por previsão legislativa expressa, não se admitindo, como no direito norte-americano, a identificação de valores mobiliários por processos interpretativos dos tribunais e da autoridade administrativa competente.

Posteriormente, a Lei 10.303/01 ampliou o alcance dos valores mobiliários, para incluir quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor e não do investidor (art. 2º, IX, da Lei 6.385/1976), seguindo na linha do modelo americano, desenvolvido pela jurisprudência daquele país e permitindo a identificação de valores mobiliários por processos hermenêuticos (YAZBEK: 2009, p. 227).

O art. 2º, da Lei 6.385/76 reuniu, pois, diversos papéis de diferentes naturezas com a finalidade instrumental de impor a objetos distintos com algumas características comuns um determinado regime jurídico, que confere proteção ao mercado e aos investidores (YAZBEK: 2009, p. 227).

Dessa forma, o direito brasileiro atual inclui como valores mobiliários uma vasta gama de investimentos, sujeitas a normas regulamentares, cuja violação, além de caracterizar ilícito penal e administrativo, pode causar prejuízos a investidores e, assim, dar ensejo a ações de reparação de dano.

As condutas que podem suscitar estas ações de reparação de dano devem ser encontradas no direito material. Deveras, não há que se falar em indenização por “dano”, se não estiver presente um “ilícito”.

No direito norte-americano, fala-se em condutas fraudulentas, como manipulação de mercado, na prática de *insider trading*, na prestação de informações falsas ou incorretas pela companhia emissora dos valores mobiliários e em certas modalidades de vícios na administração destas empresas, mas também de ilícitos de outras naturezas, nos quais não estão presente o elemento fraude, como a prestação de informações incorretas (HAZEN: 2009, p. 286), capazes de induzir decisões de investimento.

No direito europeu, são exemplos das infrações ao mercado de capitais que podem suscitar ações de reparação de dano a prática de *insider dealing*, similar ao *insider trading*, a *ad hoc publicity*, que corresponde ao dever de divulgar informações relevantes para o preço dos valores mobiliários, por pessoas que não necessariamente se adéquam ao conceito de *insider* e a manipulação de mercado (SIEMS: 2007).

No Brasil, as infrações são essencialmente as mesmas e, neste texto, vamos abordar as linhas gerais da manipulação do mercado, da prática o *insider trading* e dos ilícitos informacionais, vale dizer, a falta de informações ou a prestação de informações falsas e incorretas. Há, certamente, outros tipos de ilícitos capazes de causar danos a investidores, envolvendo, por exemplo, a transferência de controle da companhia, fusões e aquisições, compra das ações emitidas pela própria companhia e negociação de ações em tesouraria. Não obstante, o estudo destas condutas demandaria trabalho mais extenso, com a incursão em questões mais afeitas ao direito societário que ao direito da regulação do mercado de capitais.

1.1. MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

A manipulação do mercado de capitais pode ser entendida como qualquer forma de criar condições artificiais de preço, oferta e demanda de valores mobiliários. É conduta que envolve o emprego de meios fraudulentos, com a intenção de dar aparência de situação inexistente e induzir terceiros a realizar operações que, nas condições reais do mercado, não realizaria, com o objetivo de lucro.

Nos Estados Unidos, a conduta se tornou ilícita com a emenda de 1942, ao Security Exchange Act de 1934, que criou a Security Exchange Commission – SEC (HAZEN: 2009, p. 192).

No Brasil, a Lei 1.521/51, sobre crimes contra a economia popular, já criminalizava certas condutas manipulativas, mas não havia uma definição específica de manipulação do mercado de capitais por lei em sentido restrito. Deveras, os art. 4º, V e 18, II, b, da Lei 6.385/76 atribuíram competência para que o Conselho Monetário Nacional – CMN e a CVM dispusessem sobre a matéria.

Com este fundamento, a Instrução CVM 8/79 definiu no ordenamento jurídico brasileiro diversas infrações administrativas: são elas a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, a manipulação de preços, as operações fraudulentas e a prática não equitativa.

Percebe-se, assim, que a lei do mercado de capitais não apresenta diretamente o conceito de práticas fraudulentas, mas atribui competência à autoridade administrativa, para fazê-lo.

Poderia se questionar, assim, se o ilícito administrativo, validamente definido na Instrução da CVM, também poderia ser considerado ilícito para fins da caracterização do dever cível de indenizar, diante da ausência de violação de lei em sentido restrito, pois “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei” (art. 5º, II, da CF/88).

Embora a lei não definisse diretamente o ilícito de manipulação fraudulenta do mercado, o Código Civil de 1916 já previa que os atos jurídicos seriam anuláveis por “vício resultante de erro, dolo, coação, simulação, ou fraude” (art. 147, II), norma presente nos art. 167 e 171, II, do Código de 2002. Dessa maneira a lei em sentido restrito considera como atos viciados todos aqueles decorrentes de simulação e fraude, gêneros dos quais são espécies a simulação e a fraude no mercado de capitais.

De toda sorte, as condutas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, a manipulação de preços e as operações fraudulentas constituíam ilícitos, por força dos tipos penais previstos no art. 3º, VI e VII, da Lei 1.521/51 (crimes contra a economia popular) e hoje por força previsão do crime na prática de manipulação do mercado de capitais, pela Lei 10.303/01, que inseriu o art. 27-C, na Lei 6.385/76.

Tendo em vista que a lei cível, a lei penal e o regulamento administrativo vedam fraudes e as definem de modo similar e consistente, as práticas fraudulentas no mercado de capitais podem

suscitar a aplicação privada do direito do mercado de capitais, se causarem danos a terceiros.

1.2 *INSIDER TRADING*

O *insider trading*, que nos Estados Unidos é considerada modalidade de ilícito fraudulento contra mercado de capitais (BAINBRIDGE: 2001), recebe no Brasil o nome de “prática não equitativa”.

A conduta é prevista pelo art. 13, da Instrução CVM 358/2002, como modalidade da infração prevista pelo item II, d, da Instrução CVM 8/79. Seu fundamento é o art. 18, II, b, da Lei 6.385/76, assim como as práticas de manipulação do mercado, valendo as observações que tecemos a esse respeito, com o acréscimo de que a prática de *insider trading* também é vedada pela Lei 6.404/76, em seus art. 155, sobre o dever de lealdade do administrador face à companhia, e 157, que rege o dever do administrador em prestar informações, notadamente quando dirige companhia aberta.

O art. 155, I, da Lei das S/A veda ao administrador “usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo”, norma que proíbe o uso da informação pelo *insider* enquanto não divulgada (*abstain or disclose*¹).

A norma empresarial não traz uma infração a que se comina penalidades, mas uma obrigação (dever de informar) fatos relevantes que, somado ao disposto no art. 8º, I, Lei 6.385/76, permite à CVM regular a matéria.

O *insider trading* foi criminalizado no Brasil, pelo tipo denominado “Uso Indevido de Informação Privilegiada”, previsto no art. 27-D, na Lei 6.385/76, incluído pela Lei 10.303/01.

Embora não seja objetivo comparar os ilícitos penais e administrativos neste trabalho, é importante destacar a diferença de amplitude das duas infrações. A conduta administrativa alcança tanto o *insider* primário (administrador ou pessoa que obtém a informação diretamente do emissor do valor mobiliário) quanto o *insider secundário* (aquele que obteve a informação do *insider* primário e a utiliza indevidamente - *misappropriation*), ao passo

1 Expressão que significa o dever do administrador se abster de negociar com as ações da companhia enquanto as informações de que tem conhecimento não são divulgadas (PALMITER: 2014, p. 457).

que a norma penal, de acordo com a literatura brasileira (PROENÇA: 2005, p. 320), criminalizava apenas o *insider* primário, de forma que terceiros somente estarão abrangidos pela norma penal se o crime for praticado em co-autoria, o que constituiria o dever de indenizar por todos os envolvidos. Não obstante, o alcance da norma penal foi ampliado pela nova redação do artigo, dada pela Lei 13.506/07, passando a abranger também o *insider secundário*.

A teoria da *misappropriation* sustenta a responsabilidade da pessoa que recebe a informação do *insider*, sabendo de que se trata de informação privilegiada, não divulgada publicamente e que o *insider* tem dever de sigilo. A responsabilidade da pessoa que recebe a informação (*tippee*) depende ainda, da quebra da confiança com o *insider*, vale dizer, é necessário que haja alguma relação entre o *insider*, que passa a informação e a pessoa que a recebe.

De outro turno, o *insider* também é responsável por repassar a informação, se o faz em troca de algum benefício pessoal.

Vale ressaltar, contudo, que a responsabilidade do simples *tippee* tem sido afastada pela jurisprudência norte-americana (LaVIGNE, CALANDRA: 2016).

De toda sorte, na hipótese de o ilícito penal ou administrativo causar prejuízo a terceiros, pode-se falar em ação privada de reparação de dano.

1.3 INFORMAÇÕES RELEVANTES

Não raro, as infrações ao mercado de capitais estão relacionadas com as informações sobre emissores e os valores mobiliários emitidos. Ainda domina na regulação do mercado, embora existam teorias de outros matizes², a “hipótese dos mercados eficientes” (*efficient capital market hypothesis – ECMH*), que advoga ser a assimetria de informações a principal causa de instabilidade, recomendando, portanto, a ampla divulgação de informações (HEMINWAY: 2012, p. 342).

Deveras, a manipulação do mercado pode ser concretizada pela prestação de informações falsas, com o objetivo de induzir terceiros a realizar operações e obter proveito com as operações. No *insider trading* a informação é igualmente

² A exemplo das finanças comportamentais, da teoria do portfólio e da teoria das expectativas heterogêneas, que também procuram explicar o comportamento do mercado e propor formas de regulamentação.

elemento essencial do ilícito. Neste, o agente se utiliza de informações verdadeiras não divulgadas publicamente, para realizar operações e obter ganhos no mercado de capitais após a divulgação das informações (EIZIRIK, et.al.: 2008, p. 536, (PROENÇA: 2005, p. 42 e CASTELLAR: 2011, p. 92).

Contudo, a existência e a veracidade das informações são relevantes mesmo que não esteja em jogo o objetivo de determinada pessoa obter vantagens com operações no mercado, como ocorre no ilícito de manipulação e de *insider trading*. Por esta razão, o direito do Brasil possui diversos dispositivos legais relacionados às informações.

Da Lei 6.385/76, destacamos o art. 19, § 6º, o art. 20, II, o art. 21-A (este incluído pelo Decreto 3.995/01) e o art. 22, § 1º.

Também aqui a lei ordinária não é expressa, explícita e direta em determinar a prestação de informações periódicas, deixando grande parte da tarefa para normas infralegais. Certo que a escolha das informações que devam ser divulgadas e sua periodicidade da divulgação sejam tarefas que caibam à CVM, a lei brasileira se mostra fragmentada. O art. 19, § 6º, trata apenas das informações necessárias para a emissão dos valores mobiliários e o art. 20, II pode alcançar, no máximo, as informações que devam ser prestadas durante o processo de emissão. O art. 21-A foi incluído por Decreto, não por lei ordinária e o art. 22 aplica-se somente a companhias abertas e os valores mobiliários por elas emitidos.

A despeito da deficiência da lei administrativa, o art. 6º, da Lei 7.492/86 tornou ilícito “induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonogando-lhe informação ou prestando-a falsamente”, com a cominação de pena de “reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa”. Condutas bastante semelhantes, que ampliam o ilícito informacional, são os art. 9º e 10, também da Lei 7.492/86 (BITENCOURT, BREDA: 2014, p. 116).

Dessa forma, qualquer pessoa que leve investidor ou sócio a erro em seus investimentos, por falta ou falha de informação, relativa a qualquer operação financeira, não somente operação de crédito, mas também operações no mercado de capitais, pratica ilícito (BITENCOURT, BREDA: 2014, p. 117 e seg, TORTIMA, 2011, p. 54 e seg) que pode dar ensejo a ação de indenização por danos a particulares, não sendo necessário demonstrar a manipulação do mercado ou o uso de informação privilegiada. Basta que o agente preste informação falsa ou sonegue a informação verdadeira e que este fato induza a decisão de investimento.

2 AS AÇÕES PRIVADAS NO CONTEXTO DO SISTEMA DE APLICAÇÃO DO DIREITO DO MERCADO DE CAPITAIS

De maneira bastante esquemática, podemos dizer que o direito do mercado de capitais possui três sistemas de aplicação, o penal, para ilícitos que constituam crime, o administrativo, para questões regulatórias e para sancionar infrações administrativas e o sistema privado, diante de dano ao particular.

No âmbito do sistema privado, além do elemento objetivo das infrações, vale dizer, a natureza da conduta que analisamos no tópico anterior, é importante o elemento subjetivo.

Obviamente, a pessoa que causou o dano será o legitimado passivo da ação e a pessoa que sofreu o dano o legitimado ativo.

Podem ser infratores e causar dano a terceiros a própria companhia emissora do título ou pessoas ligadas à companhia, como o administrador ou o controlador. Também podem praticar ilícitos o investidor, notadamente no caso de manipulação do mercado, ou ainda terceiros, como a bolsa de valores, o mercado de balcão organizado ou a plataforma de investimento, além das corretoras e distribuidoras de valores mobiliários. De outro giro, podem sofrer o dano a companhia ou os investidores prejudicados pela conduta.

O elemento subjetivo pode, ainda, definir a modalidade de ação judicial apropriada: a ação individual, proposta por um único ou alguns poucos interessados identificados, a ação coletiva, proposta por substituto processual, e a ação societária, chamada *actio pro socio*, cabível na hipótese de prejuízo direto para a companhia e apenas indireto para o acionista. Vejamos, agora, estes três instrumentos processuais.

2.1 AÇÕES INDIVIDUAIS

Nos Estados Unidos, as ações privadas são bastante frequentes e têm três fundamentos distintos: o direito de ação explícito na lei, o direito de ação decorrente da previsão de nulidade de determinados atos e as previsões esparsas de ilícitos, que suscitam o direito de ação pelos princípios da reparação de dano (HAZEN: 2009, p. 285-286).

No Brasil, a ação privada por violação às normas do mercado de capitais é uma ação de reparação de dano com fundamento no art. 5º, XXXV, da CF/88 (inafastabilidade da Jurisdição), no CPC (como regra

processual) e no art. 927, do Código Civil, segundo o qual “aquele que, por ato ilícito causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

A norma, por sua vez, menciona os art. 186 e 187, do próprio Código Civil, que dispõem: “aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito” (art. 186) e “também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes” (art. 187).

O ilícito de que decorre a reparação por danos também pode ser criminal, havendo ou não condenação pelo crime. Havendo condenação, nos termos do art. 91, I, do Código Penal, a obrigação de indenizar se torna certa.

Assim, o indivíduo lesado por infrações ao mercado de capitais, de natureza administrativa ou penal, tem direito de ação de reparação contra o causador do dano, desde que presentes a prática do ato ilícito, a ocorrência de dano e o nexo causal entre o ilícito e o dano.

No caso de manipulação, a parte que comprou valores mobiliários a preços abaixo ou acima do valor de mercado (autor) pode demandar a parte que manipulou o mercado (réu), provando a autoria do ilícito, a fraude e que a oscilação de preços decorreu da manipulação (nexo causal).

O ilícito será qualquer forma de manipulação do mercado, como a compra e venda pelo mesmo preço para “agitar” o mercado, a criação atividade no mercado para elevar artificialmente os preços, a compra de volume substancial de um valor mobiliário para controlar o mercado etc.

Qualquer pessoa pode manipular o mercado, pois a conduta admite diversas variações fáticas, que envolvem a compra e venda e o empréstimo de valores mobiliários, a criação e propagação de rumores falsamente positivos ou negativos sobre tais títulos, etc³.

3 Vejamos alguns exemplos:

“Churning – when a trader places both buy and sell orders at the same price. This increased activity is intended to attract other investors and increase the price.

Painting the Tape – when a group of traders create activity or rumors to drive up the price of a stock (also referred to as “Runs” or “Ramping”).

Wash trading – selling and re-purchasing the same security or substantially the same security to generate activity and increase the price.

O dano será, em regra, a diferença de preços, vale dizer, entre o preço de mercado e o preço manipulado do título⁴.

Como defesa, a parte pode provar não ter manipulado o mercado ou que as alterações do preço do valor mobiliário não decorreram de sua conduta, mas de outros fatores. Nesta hipótese, mesmo que tenha havido manipulação, não haverá nexo causal entre a conduta e o dano, afastando-se o dever de indenizar⁵.

Na hipótese de prática de *insider trading*, pode propor a ação a parte que comprou ou vendeu os valores mobiliários a preços que não consideraram a informação, contra o *insider* (primário ou secundário), vale dizer, a pessoa que ligada à empresa (*insider*) que obteve a informação não divulgada e negociou os títulos ou a pessoa estranha à companhia, que negociou os papéis, de posse de informações repassadas pelo *insider*:

De se considerar, também, como ocorre nos Estados Unidos, a possibilidade de recuperação dos ganhos do *insider* pela companhia, seja pela violação das regras do mercado de capitais, seja pelas regras empresariais, que impõem o dever de fidedelidade aos administradores (HAZEN: 2009, p. 182 e seg.).

O nexo causal apresenta dois requisitos: o primeiro, que a informação não divulgada tenha sido efetivamente capaz de alterar o preço do valor mobiliário e, segundo, que a informação, se divulgada, fosse fator impeditivo da negociação.

O dano será, da mesma forma que no caso de manipulação, a diferença de preços entre o valor da operação e o valor dos títulos após o reflexo das informações, mas a indenização é limitada pelo total dos ganhos do *insider*⁶.

Bear raiding – attempting to push down the price of a stock by heavy selling or short selling.

Cornering (the market) – purchasing enough of a particular stock, commodity, or other asset to gain control of the supply and be able to set the price for it. Disponível em: <https://www.girardgibbs.com/securities-fraud/stock/market-manipulation/examples/>. Acesso em 10/8/2017.

4 Não vamos aqui entrar no tormentoso tema da apuração do exato valor do dano decorrente de ilícitos do mercado de capitais, nem das teorias e dos métodos utilizados para alcançá-lo, pois a tarefa superaria os limites deste trabalho. Vale registrar, porém, que, em todos os casos, o objetivo das teorias e dos métodos aplicáveis é apurar a diferença entre o valor da operação contaminada e o valor de mercado que a operação teria se não estivesse contaminada pelo ilícito. Ver: HAZEN: 2009, p. 323 e seg., GALLEY, MCGLOGAN, TYUKIDY: 2015).

5 Um dos meios para esta defesa é conhecido como “estudo de eventos”. Ver: HEATON: 2015).

6 Esta é a teoria do *disgorgement*, adotada nos Estados Unidos (HAZEN: 2009, p. 182) e que nos parece adequada também para o direito brasileiro.

Vale lembrar que o art. 155, § 3º, da Lei das S/A contém previsão expressa do direito de indenização por perdas e danos decorrentes da prática do *insider*.

Nas ações de indenização envolvendo práticas de ilícitos do mercado de capitais, a CVM deve ser intimada, nos termos do art. 31, da Lei 6.385/76.

Não nos parece, contudo, que a ausência de intimação seja causa de nulidade do processo, mas mera irregularidade, principalmente se houver no processo judicial informações sobre o entendimento da autarquia emitido acerca do caso concreto em processo administrativo.

2.2 A AÇÃO CIVIL PÚBLICA – ACP

Na hipótese de haver uma multiplicidade de pessoas lesadas pelo ilícito contra as normas do mercado de capitais, a Lei 7.913/89 prevê a possibilidade de especial ação civil pública “para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado” (art. 1º).

A Lei 7.913/89 possui apenas três artigos. O art. 1º cuida das hipóteses de cabimento da ação, que vêm a ser as infrações ao mercado de capitais, especialmente, como diz a lei, decorrentes de “operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”.

O art. 2º, da Lei 7.913/89, a seu turno, trata da execução da sentença condenatória, disciplinando que o proveito da ação será revertido aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo e que o investidor deverá, após convocado por edital, habilitar-se ao recebimento da parcela que lhe couber, no prazo de dois anos da publicação do edital, período em que as importâncias pagas pelo infrator ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo. Findo tal prazo, determina a norma que os valores sejam recolhidos ao Fundo a que se refere o art. 13, da Lei 7.347/85 (Lei

da Ação Civil Pública), que, no âmbito da União, é o Fundo de Defesa de Direitos Difusos – FDD, regulamentado pelo Decreto 1.306/94.

Por fim, art. 3º, da Lei 7.913/89 determina a aplicação subsidiária (“no que couber”) da Lei 7.347/85.

Trata-se, pois, de ação coletiva proposta por substituto processual, com os mesmos requisitos das ações individuais, quais sejam a prática do ato ilícito, a ocorrência de dano e o nexo causal entre o ilícito e o dano.

A questão que se coloca, porém, diz respeito à legitimação ativa para a propositura da demanda. Em outros termos, trata-se de saber como interpretar o art. 1º, da Lei 7.913/89: somente Ministério Público pode propor a ação? Ou o Ministério Público pode propor a ACP de ofício ou por solicitação da CVM, sem prejuízo da iniciativa de outros legitimados?

Dispõe a norma que, “sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado [...] (art. 1º, da Lei 7.913/89)”.

Há quem defenda que o Ministério Público seja o único legitimado.

Lionel Zaclis (2007, p. 168-171), por exemplo, é da opinião que o legislador teria andado melhor se ampliasse a legitimidade da ação a outras entidades, mas entende que não é este o caso. Para o autor, o comando do art. 3º, da Lei 7.913/89 não alcança o art. 5º, da Lei 7.347/85, que trata dos legitimados para a propositura de ações civis públicas.

A nosso ver, nem o texto do art. 1º, da Lei 7.913/89, nem o do art. 3º, da mesma norma, que manda aplicar “no que couber” a Lei da Ação Civil Pública, permitem uma conclusão definitiva, pois tais normas não são expressas acerca da legitimidade de outros entes, vale dizer, não conferem nem afastam a legitimidade das demais pessoas previstas pelo art. 5º, da lei 7.347/85.

Assim, torna-se necessária uma interpretação sistemática, que inclua a Lei 8.078/90 (Código de Defesa do Consumidor), que rege, em conjunto com a Lei 7.347/85, as ações civis públicas no Brasil, bem como a Constituição Federal, na parte que trata do Sistema Financeiro Nacional.

Deveras, a questão passa pela amplitude do art. 1º, da Lei 7.347/85, vale dizer, das hipóteses de cabimento da ação civil pública. De acordo com o artigo, “regem-se pelas disposições desta Lei, sem prejuízo da ação popular, as ações de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados: [...] IV - a qualquer outro interesse difuso ou coletivo” e “V - por infração da ordem econômica”.

O art. 1º, IV, da Lei 7.347/85, por si só abre possibilidade para a propositura de ações civis públicas por qualquer dos legitimados, em decorrência de infrações ao mercado de capitais. A norma trata de dano causado “a qualquer outro interesse difuso ou coletivo”, no que se insere, na dicção do art. 81, qualquer ilícito que afetasse “direitos transindividuais, de natureza indivisível, de que sejam titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato” ou direitos, também “transindividuais, de natureza indivisível”, mas “de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base”.

A interrelação entre a Lei 7.347/85 e a Lei 8.078/90, e a amplitude da redação do parágrafo único do art. 81, da Lei 8.078/90, que não se limita a direitos do consumidor, somado à legitimação dos entes previstos pelo art. 82, da Lei 8.078/90, confere legitimidade às pessoas previstas no art. 5º, da Lei 7.347/85, para propor ação relativas a lesão de todos os direitos difusos e coletivos, inclusive no âmbito do mercado de capitais.

Cassio Scarpinella Bueno (2012, p. 232), embora não trate da ação civil pública da Lei 7.913/89, alerta ser “importante evidenciar que a cláusula genérica, que garante a pertinência ad ‘ação civil pública’ para ‘qualquer outro interesse difuso ou coletivo’, [...] não foi revogada. Assim, sem prejuízo de a tutela jurisdicional daqueles interesses e direitos ser assegurada como uma das funções institucionais do Ministério Público, desde o art. 129, III, da Constituição Federal, é correto entender que também os demais legitimados podem persegui-los em juízo, conduzindo suas próprias ações civis públicas”.

O art. 1º, IV, da Lei 7.347/85, porém, não autoriza os demais legitimados da ação civil pública à defesa de interesses individuais homogêneos decorrentes de infração ao mercado de capitais.

Contudo, o art. 1º, V, da Lei 7.347/85 legitima todos os entes, não só o Ministério Público, para propor ação civil pública reparadora de dano causado por “infração da ordem econômica”, na qual devem ser consideradas as infrações ao mercado de capitais.

Não obstante alguns diplomas normativos, como a Lei 8.137/90, tratem da ordem econômica de forma limitada ao direito da concorrência, a Ordem Econômica tem amplitude maior.

Deveras, a Ordem Econômica e Financeira da CF/88, passou a incluir, material e formalmente, os princípios gerais da atividade econômica, a política urbana, a política agrícola e fundiária e a reforma agrária e o sistema financeiro nacional. Incluindo-se o mercado de capitais no Sistema Financeiro Nacional, art. 192, da Carta, estará este também incluído na ordem econômica, âmbito no qual todos os entes previstos pelo art. 5º, da Lei 7.347/85.

Na literatura, Washington Peluso Albino de Souza, por exemplo, trata do mercado de capitais como parte do sistema financeiro nacional e da ordem econômica (SOUZA: 2003, p. 506-513) e na jurisprudência, a relação entre o mercado de capitais e a ordem econômica pode ser vista, por exemplo, no julgamento do REsp 1.187.365/RO (STJ, T4, Min. LUIS FELIPE SALOMÃO, DJe de 25/8/2014).

A nosso ver, portanto, todos os legitimados para propor ações civis públicas pela Lei 7.347/85 podem também propor as ações previstas pela Lei 7.913/89.

Se assim é, qual a razão de ser da Lei 7.913/89?

No regime constitucional de 1988, a lei não seria necessária para conferir legitimidade para propor ações civis públicas, mas se mostra útil por prever as hipóteses especiais de cabimento da ação, o papel da CVM, que pode solicitar a propositura da ação ao Ministério Público e, a nosso ver, a qualquer outro legitimado, notadamente a União, a quem pertence a autarquia e por prever a forma de execução da sentença condenatória, tema sempre tormentoso no âmbito das ações coletivas de reparação de danos individuais.

2.3 ACTIO PRO SOCIO

Se a parte lesada, contudo, não é um investidor individual, nem uma coletividade de investidores, mas uma companhia, e a parte que causou o dano é seu administrador, a ação adequada para a reparação de dano é a ação de responsabilidade do administrador, que costuma receber tratamento especial.

Na Alemanha, utiliza-se o nome *actio pro socio*, de origem romana (CASQUET: 2015, p. 28) e nos países do *common law* o instrumento

processual se denomina *derivative action*, ou ação derivada, em que o sócio litiga em benefício da companhia, contra ato de seu administrador (GOWER, DAVIES: 2003, p. 453 e seg.; KLEIN, COFFEE JR, PARTONROY: 2010, p. 207 e seg.).

No Brasil, a *actio pro socio* (também chamada de ação de responsabilidade do administrador) é prevista pelo art. 159, da Lei das S/A.

Deveras, a ação de responsabilidade tem como legitimado apenas a empresa, como forma de proteger o administrador de embaraços. Como assevera Andréia Casquet (2015, p. 29), “a Lei das S/A estabelece que, em princípio, apenas a companhia é legitimada a mover ação de responsabilidade contra seus administradores. Este fato decorre da premissa maior de que a responsabilidade dos administradores da sociedade é especial e difere do sistema de responsabilidade tradicional. Segundo Vivante, o que justificava o regime próprio da ação social era a necessidade de se evitar que os administradores ficassem sujeitos a múltiplas ações judiciais propostas por acionistas, credores e terceiros, prestando-se a vinganças e perseguições, sem que o patrimônio da sociedade fosse recomposto”.

Apenas na hipótese de omissão da empresa, podem os acionistas minoritários ou individuais proporem a ação de responsabilidade. Como ensina Andréia Casquet (2015, p. 30), a regra de legitimação da empresa apresenta duas exceções: “(i) a legitimidade extraordinária dos acionistas, para, atendidas certas condições, propor a ação; e (ii) a legitimidade para acionistas e terceiros promoverem a ação de responsabilidade contra administradores em razão de danos que tenham individualmente sofrido pela prática de atos irregulares”. Prossegue a autora afirmando que “a Lei das S/A trata de três modalidades distintas de exercício da ação social: (i) ação social *ut universi* (art. 159, caput); (ii) ação social *ut singuli* substitutiva ou por substituição processual derivada (art. 159, § 3º); e (iii) ação social *ut singuli* derivada ou por substituição processual originária (art. 159, § 4º)” (CASQUET: 2015, p. 30).

Assim, quanto ao aspecto subjetivo, a *actio pro socio* é a ação proposta pela empresa contra seu administrador, por atos de responsabilidade deste. No que concerne ao aspecto objetivo, a *actio pro socio* se caracteriza pela existência de um prejuízo causado diretamente à empresa e apenas indiretamente ao sócio. Como se verifica, do caput, do art. 159, da LSA, trata-se da ação de responsabilidade civil da companhia contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio, vale dizer, ao patrimônio da pessoa jurídica. Em outros termos, o dano for causado

ao acionista, individualmente considerado, este será parte legítima para propor a ação de reparação (art. 159, § 7º, da LSA). Ao revés, se o prejuízo for da companhia, e apenas indiretamente do sócio, estar-se-á diante de hipótese da *actio pro socio*, como salientou o STJ, no julgamento do REsp 1.207.956/RJ (T4, REsp 1.207.956/RJ, Min. RAUL ARAÚJO, DJe de 6/11/2014).

Em quais situações, porém, se poderia falar na *actio pro socio*, na hipótese de violação das regras do mercado de capitais?

Há, aqui, uma superposição de conceitos. A *actio pro socio* seria cabível sempre que o administrador da companhia, violando seus deveres de lealdade e diligência, praticasse ato que causasse prejuízo à empresa e, ao mesmo tempo, configurasse manipulação do mercado de capitais ou prática da conduta de *insider trading*, com títulos pertencentes à companhia (PALMITER: 2014, p. 401).

A hipótese estaria configurada, se determinada pessoa fosse administrador da companhia A e da companhia B ao mesmo tempo e vendesse à empresa B, ações da empresa A que possuía, sabendo de informação não divulgada de que A estava prestes a sofrer prejuízos significativos.

Também estariam presentes os requisitos da ação de responsabilidade se o administrador de B, mesmo não sendo administrador de A, manipula de qualquer maneira valores mobiliários de A, e realiza operações com tais títulos em nome de B, causando-lhe prejuízos.

Embora o escopo da *actio pro socio* seja amplo, alcançando qualquer ato de responsabilidade do administrador que gere prejuízos para a companhia, também pode ser utilizada nos casos em que o ato do administrador causador do dano constitua, também, infração às regras do mercado de capitais (PALMITER: 2014, p. 397).

3 CONCLUSÃO

O Brasil parece estar iniciando uma nova fase da aplicação da lei que rege o mercado de capitais, pela iniciativa privada, não em rompimento, mas em acréscimo à aplicação do direito por órgãos públicos.

Aplicação da lei por iniciativa dos particulares vem a reboque do contexto histórico, relacionado tanto a ações privadas, individuais e

coletivas, em outros ramos do direito, como consumidor, concorrência, quanto a notícias de escândalos e de combate a corrupção, envolvendo infrações ao mercado.

Neste texto, procurou-se verificar se o Brasil ostenta as condições jurídicas para viabilizar a aplicação privada do direito do mercado de capitais, vale dizer, se os ilícitos contra o mercado de capitais estão tipificados, e se a legislação prevê ações privadas de indenização, bem como outros instrumentos processuais a disposição das vítimas de tais ilícitos, que viabilizem o acesso ao Judiciário com vistas na reparação de danos.

Verificou-se que o direito brasileiro tipifica a manipulação do mercado, o uso indevido de informações privilegiadas e outros delitos informacionais, bem como prevê os meios processuais adequados: a ação individual, para qualquer disponível a qualquer indivíduo que se sinta lesado, a ação civil pública da Lei 9.713/89 que, de acordo com nosso entendimento, pode ser proposta por qualquer dos legitimados da ação civil pública prevista pela Lei 7.347/85, e a *actio pro socio*, cabível quando o dano é causado à companhia emissora do valor mobiliário por seu próprio administrador.

Em conclusão, portanto, pode-se afirmar que o Brasil possui os institutos jurídicos que permitem às vítimas de infrações ao mercado de capitais o adequado acesso à Justiça, com vistas à reparação dos danos sofridos.

REFERÊNCIAS

- BAINBRIDGE, Stephen M., *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer* (February 2001). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=261277>. Acesso em: 20 out. 2017.
- BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2014.
- BUENO, Cassio Scarpinella. *Curso sistematizado de direito processual civil: direito processual público e direito processual coletivo*. São Paulo: Saraiva, 2012. v. II, Tomo III, p. 232.
- CASTELLAR, João Carlos. *Insider trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.
- GOWER, L. C. B., DAVIES, P. L. *Principles of modern company law*. London: Sweet & Maxwell, 2003.

- CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. A actio pro socio. p. 17-44. In: FRANÇA, Erasmo Valladão A. N. *Direito Societário Contemporâneo II*. São Paulo: Saraiva, 2015.
- COX, James D., THOMAS, Randall S. & KIKU, Dana, *Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed since Enron*. 80 Notre Dame L. Rev. 893 (2005). Disponível em: <http://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol80/iss3/3>. Acesso em: 20 out. 2017.
- EIZIRIK, Nelson et. Ali. *Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- EPSTEIN, Richard A. Returning to Common-Law Principles of Insider Trading After United States v. Newman, PP. 1482-1530. *The Yale Law Journal*. v. 125. March, 2016. Disponível em: <http://www.yalelawjournal.org/feature/returning-to-common-law-principles-of-insider-trading-after-united-states-v-newman>. Acesso em: 19 ago. 2017.
- GALLEY, Catherine; MCGLOGAN, Erin; TYUKIDY, Daniel. *Optimizing damages adjustments in securities class actions*. 2015. Disponível em: <https://www.cornerstone.com/Publications/Articles/Optimizing-Damages-Adjustments-in-Securities-Class-Actions>. Acesso em: 10 ago. 2017.
- HAZEN, Thomas Lee. *Securities regulation*. Thomson West: St. Paul, 2009.
- HEATON, J.B. *Petrobras strikes heavy blow against use of event studies*. 2015. Disponível em: <https://www.law360.com/articles/942930/petrobras-strikes-heavy-blow-against-use-of-event-studies>. Acesso em: 10 ago. 2017.
- HEMINWAY, Joan MacLeod. What is a Security in the Crowdfunding Era?. *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 204*, 2012, p. 342. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2210162>. Acesso em: 29 mar. 2016.
- JACKSON, Howell E.; ROE, Mark J. Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence (March 16, 2009). *Journal of Financial Economics (JFE)*, v. 93, 2009; Harvard Public Law Working Paper No. 0-28; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 638. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1000086>. Acesso em: 20 out. 2017.
- KAUFMAN, Zachary D.; KASSINGER, Theodore W.; TRAEGER, Heather L., Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding (February 4, 2013). *Bloomberg BNA Securities Regulation & Law Report*, v. 45, Number 5: 208-217, February 2013. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2211698>. Acesso em: 10 dez. 2015.

KLEIN, William A.; COFFEE JR, John C.;PARTONNOY, Frank. *Business organization and finance: legal and economic principles*. NY: Thomson Reuters Foundation Press, 2010.

LaVIGNE, Christopher, CALANDRA, Brian. *Insider trading laws and enforcement*. Disponível em: [http://www.shearman.com/~media/Files/NewsInsights/Publications/2016/06/PCRM_0316_LaVigneCalandra-\(2\).pdf](http://www.shearman.com/~media/Files/NewsInsights/Publications/2016/06/PCRM_0316_LaVigneCalandra-(2).pdf). Acesso em: 19 ago. 2017.

PALMITER, Alan R.. *Securities regulation*. New York: Wolters Kluwer, 2014.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 320.

SEGAL, Ilya R. WHINSTON, Michael D.. Public vs. private enforcement of antitrust law: a survey. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 335*, December 15, 2006, p. 1. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=952067>. Acesso em: 27 dez. 2015.

SIEMS, Mathias M., The EU Market Abuse Directive: *A Case-Based Analysis*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1066603>. Acesso em: 8 ago. 2017.

SOUZA, Washington Pesulo Albino de. *Primeiras linhas de direito econômico*. São Paulo: LTr, 2003.

TORTIMA, José Carlos. *Crimes contra o sistema financeiro nacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

VALOR ECONÔMICO. *Minoritários buscam ação civil pública contra JBS*. Acesso em: 19 jul. 2017.

VALOR ECONÔMICO. *Estatal é alvo de mais um processo em Nova York*. Acesso em: 19 maio 2015.

VALOR ECONÔMICO. *CVM instaura 5 processos administrativos para investigar JBS*. Acesso em: 5 jul. 2017.

ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007.