III ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E ECONÔMICA E REGULAÇÃO

MARCUS FIRMINO SANTIAGO

RICARDO HASSON SAYEG

Copyright © 2021 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Diretora Executiva - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - UNIVEM/FMU – São Paulo
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR – Ceará

Representante Discente:
Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade – UNIMAR/FEPODI – São Paulo

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara – ESDHC – Minas Gerais
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM – Rio de Janeiro
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho – Ceará
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva – UFS – Sergipe
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo – UNIMAR – São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes – UNB – Distrito Federal
Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM – São Paulo
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie – São Paulo
Comunicação:
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali – Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB – Paraíba
Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC – Santa Catarina
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA – Bahia
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM – Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA – Maranhão
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Prof. Dr. José Barroso Filho – ENAJUM
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP – São Paulo
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba – Paraná
Eventos:
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec – Minas Gerais
Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC – Paraná
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS – Mato Grosso do Sul

Membro Nato – Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UMICAP – Pernambuco

T772

Transformações na ordem social e econômica e regulação [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Marcus Firmino Santiago; Ricardo Hasson Sayeg – Florianópolis: CONPEDI, 2021.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-297-2
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Saúde: segurança humana para a democracia

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Ordem social. 3. Regulação. III Encontro Virtual do CONPEDI (1: 2021 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

III ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E ECONÔMICA E REGULAÇÃO

Apresentação

Depois de todas as dificuldades, desafios e novidades que o ano de 2020 trouxe, na esteira da catástrofe social e humanitária provocada pela pandemia do Covid-19, 2021 segue impondo restrições e exigindo boa vontade e criatividade para superá-las e seguir avançando. Novamente o Conpedi mostra sua resiliência e se mantém firme no compromisso de promover a pesquisa e o diálogo acadêmico em alto nível, mantendo abertos canais de comunicação qualificados tão necessários nestes tempos.

O III Encontro Virtual do Conpedi, realizado entre 23 e 28 de junho de 2021, permitiu que pesquisadores de todos os cantos do país se reunissem para compartilhar suas inquietações, aprender juntos e prosseguir na caminhada em busca de um Brasil melhor. Cada um em sua casa, todos juntos em um diálogo rico, construtivo e, acima de tudo, plural e respeitoso.

O Grupo de Trabalho Transformações na Ordem Social e Econômica e Regulação se reuniu no dia 25 de junho e, durante uma tarde inteira, pessoas do norte ao sul do Brasil estiveram juntas debatendo suas pesquisas. O encontro permitiu constatar como pesquisadoras e pesquisadores oriundos de diferentes escolas estão alinhados em torno de objetivos tão próximos. De fato, é nítida a conexão entre todos os artigos, denotando a interpenetração entre os campos jurídico, econômico e social e o cuidado em priorizar as necessidades humanas como foco da atuação estatal.

Alguns eixos temáticos podem ser identificados, a conectar os estudos apresentados:

a) A falta de regulação ou a insegurança regulatória e o dilema entre garantia da liberdade individual e social, proteção aos interesses coletivos e contenção dos riscos de arbítrio estatal. Nesta linha, merecem destaque as análises trazidas acerca de experiências de autorregulação praticadas em plataformas digitais.

b) Definições conceituais acerca do âmbito de atuação das autoridades reguladoras, tema sempre relevante, dada a necessidade de toda análise crítica e propositiva precisar se assentar em bases sólidas, além das dúvidas que ainda persistem em diversos campos de atuação do Estado nas relações econômicas e sociais.

c) Discussões sobre a eficiência da atuação estatal, dentre as quais foram contemplados temas como o debate sobre o papel estabilizador do Estado diante da pandemia do Covid-19; a dificuldade de desenhar um currículo para os cursos de Direito diante das pressões de mercado; o sempre atual problema da gestão dos precatórios judiciais. Por fim, também se fez presente um debate intrincado vindo do outro lado do Atlântico sobre a compatibilização dos diferentes sistemas normativos vigentes na União Europeia.

Os artigos contemplados por esta coletânea traduzem algumas das mais atuais e relevantes discussões de Direito & Economia e funcionam como um convite a leitoras e leitores para refletir juntos sobre problemas e alternativas para o país.

Aproveitem as leituras!

Prof. Marcus Firmino Santiago, PhD.

Instituto Brasiliense de Direito Público – IDP

Prof. Ricardo Hasson Sayeg - Professor Titular

Universidade Nove de Julho

Professor Livre-Docente da PUC/SP

INSIDER TRADING: FUNDAMENTOS ECONÔMICOS E ÉTICOS DA PROIBIÇÃO DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

INSIDER TRADING: ECONOMIC AND ETHICAL FUNDAMENTALS OF THE PROHIBITION OF THE USE OF MATERIAL NON-PUBLIC INFORMATION

Marcelo Costenaro Cavali [1]
Alessandra Gomes Faria Baldini [2]

Resumo

Os autores expõem os fundamentos econômicos e éticos que justificam a proibição da conduta de insider trading, isto é, de negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas. Conclui-se que a proibição é legítima, do ponto de vista econômico, por, entre outros efeitos benéficos, privilegiar a análise fundamentalista das ações, aumentar a eficiência do mercado, restringir a seleção adversa e diminuir o custo das transações. Do ponto de vista ético, a proibição garante condições de acesso minimamente igualitário às informações relevantes e impede a obtenção de vantagens indevidas.

Palavras-chave: Regulação do mercado de valores mobiliários, Uso indevido de informações privilegiadas, Fundamentos econômicos, Fundamentos éticos

Abstract/Resumen/Résumé

The authors set out the economic and ethical fundamentals that sustain the prohibition of insider trading, that is, the trading of securities based on material non-public information. They conclude that the ban is legitimate, from an economic point of view, because, among other beneficial effects, it privileges fundamentalist analysis of securities, increases market efficiency, restricts adverse selection and decreases the cost of transactions. From an ethical point of view, the prohibition guarantees conditions of minimally equal access to material information and prevent the obtaining of undue advantages.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Securities regulation, Insider trading, Economic fundamentals, Ethical fundamentals

[1] Professor da Pós-Graduação Stricto Sensu da FGV Direito e da Universidade Nove de Julho. Doutor em Direito Penal (USP). Foi Visiting Scholar na Columbia Law School. Juiz Federal.

[2] Mestranda na Universidade Nove de Julho. Especialista em Ordem Jurídica e Ministério Público pela Escola Superior do MPDFT. Juíza Federal Auxiliar no Supremo Tribunal Federal

1. INTRODUÇÃO

Imagine um jogo de dados viciados, em que apenas um dos jogadores conhece a maior probabilidade, em razão da irregularidade da superfície de um dos lados do dado, de que determinado número seja sorteado. Suponha, também, que o médico de um time de futebol aposte contra a sua equipe num *site* de apostas esportivas, sendo o único ciente de que o seu melhor jogador não terá condições de jogar a partida. Admita que um jogador de *blackjack*, em todas as rodadas, conheça ao menos uma das cartas do *dealer*. Conceba que alguém venda um carro sem comunicar ao comprador que o veículo já foi batido ou que o hodômetro foi zerado, de modo a obter um preço mais favorável.

Que características possuem tais situações que nos levam a pensar que estamos diante de uma violação, no mínimo, ética? Todos esses exemplos têm em comum as circunstâncias de que: *i)* uma das partes envolvidas na situação possui um conhecimento especial, não acessível à(s) outra(s), que lhe garante uma *maior previsibilidade* de um acontecimento futuro, capaz de lhe garantir uma posição de vantagem na negociação; e *ii)* faz uso desse conhecimento para efetivamente obter a vantagem. Mas isso não acontece sempre? Todas as vezes que alguém detém uma informação desconhecida da contraparte com quem se relaciona sentiremos esse mesmo *incômodo ético*?

Tomemos outros exemplos, especificamente inseridos no contexto do mercado de valores mobiliários. São igualmente reprováveis as condutas de: *a)* um diretor de uma companhia mineradora – ciente da informação, ainda não tornada pública, de que foram descobertas minas de cobre de alto potencial lucrativo – que adquire ações da própria companhia[1]; *b)* um funcionário de uma gráfica que, examinando documentos preparados por uma companhia para a realização de uma (sigilosa) oferta pública de aquisição de ações de outra, identifica a companhia-alvo e adquire ações de sua emissão[2]; *c)* um jornalista responsável por uma coluna sobre investimentos assiduamente lida que, sempre à véspera de sua publicação, informa a terceiros sobre o conteúdo a ser publicado no dia seguinte[3]; *d)* um *hacker* que invade computadores de uma empresa responsável pela divulgação de resultados financeiros de uma companhia da área de medicina e – na véspera da divulgação dos resultados trimestrais da referida companhia, melhores do que aqueles previstos pelo mercado – adquire ações de sua emissão; *e)* um Procurador da República,

[1] Precedente da Corte Federal de Apelações do Segundo Circuito dos EUA – *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).
[2] Precedente da Suprema Corte dos EUA – *Chiarella v. United States*, 445 US 222 (1980).
[3] Precedente da Suprema Corte dos EUA – *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987).

antes de propor uma ação de reparação de danos ambientais de enorme valor contra uma companhia petrolífera, vende ações de sua emissão; *f)* o CEO de uma indústria de alimentos que – na véspera de ser tornada pública a informação de que celebrara um acordo de delação premiada com o Ministério Público Federal, no âmbito do qual gravou conversas possivelmente impróprias com o Presidente de uma República em situação de instabilidade política – vende ações da companhia e adquire contratos futuros de dólar[4].

Em algumas dessas hipóteses, todas delas extraídas de casos concretos, provavelmente haverá algum grau de discordância acerca da admissibilidade das condutas narradas. Mais do que isso, passamos a nos perguntar, afinal, onde residirá o critério de distinção. Parece, já num primeiro olhar, que o problema não está apenas no fato de alguém deter conhecimento de uma informação relevante e, com base nela, negociar com outrem, mas, ao menos em certos casos, afigura-se que *a forma* ou *o motivo* de obtenção da informação também se tornam importantes.

Esse é, em termos gerais, o pano de fundo da regulamentação da conduta que, em sua origem norte-americana, na primeira metade do século XX, foi denominada de *insider trading* – dado que, naquele momento, tinha-se em mente unicamente a negociação realizada por pessoas internas à companhia (os *insiders*). Essencialmente, trata-se da utilização para negociação no mercado de valores mobiliários de uma informação economicamente relevante a que o agente teve acesso antes de que ela viesse a se tornar conhecida da generalidade dos investidores.

Em uma qualquer negociação entre particulares, na qual uma das partes possui um conhecimento que é oculto à outra, para a reparação dos danos pode ser suficiente, por exemplo, a restituição do valor acrescida de perdas e danos (CC, art. 443). Já no mercado de valores mobiliários, as consequências podem ser muito mais graves, considerando-se o anonimato das negociações nele realizadas, as altas quantias potencialmente envolvidas e as funções de primordial importância que esses mercados exercem para a economia.

Num contexto que envolve quantias fabulosas de dinheiro, é considerável o potencial de obtenção de vantagens a partir da negociação de valores mobiliários com base em informações ainda não divulgadas ao mercado. O detentor dessas informações pode explorá-las tanto quando as notícias são boas, como quando são ruins para a companhia. (PALMITER, 2014, p. 453)

[4] Cf. Ação Penal 0006243-26.2017.403.6181, em trâmite perante a 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo.

Munido de informações positivas, pode o agente adquirir ações da companhia antes que as informações sejam divulgadas, obtendo um lucro decorrente da valorização que advirá da divulgação; ou pode adquirir opções de compra, que lhe concedem o direito de comprar ações a um preço fixo no futuro – preço que estará subestimado, já que a contraparte não possui conhecimento das boas notícias, ainda confidenciais.

Se as informações forem negativas, o seu detentor pode, *v.g.*, vender as ações que já possui, evitando sofrer prejuízo; adquirir opções de venda (*put options*), que lhe asseguram o direito de vender a ação no futuro a um preço predeterminado (que estará superestimado, já que a contraparte não tem conhecimento das más notícias ainda não tornadas públicas); ou realizar vendas a descoberto (*short selling*), isto é, alugar ações, contando com a queda do preço para lucrar com a diferença entre o valor que receberá pela venda e o valor pelo qual a ação estará sendo negociada no futuro.

Voltando à indagação inicial: deve-se vedar o uso dessas informações? Não se pretende aqui, porém, estabelecer os critérios jurídicos necessários a diferenciar os usos lícitos e ilícitos dessas informações – esse objetivo demandaria maior espaço. O intuito deste artigo é o de apresentar a juristas, menos familiarizados com os fundamentos da proibição, os principais argumentos econômicos e éticos favoráveis e contrários à proibição. Iniciemos pelas considerações de natureza econômica.

2. CONCEITOS FUNDAMENTAIS

Um princípio fundamental da ciência econômica é o do *equilíbrio* do mercado. A imagem mais didática para compreendê-lo é a das filas dos caixas de supermercados (KRUGMAN; WELLS, 2009, p. 12-13). Ao terminar de selecionar os produtos que irão comprar e se dirigir aos caixas para realizar o pagamento, os clientes encontram filas de comprimentos similares. Esse equilíbrio no comprimento das filas existe pela razão natural de que os consumidores que chegam aos caixas escolhem sequencialmente a fila que lhes parece mais curta.

O princípio se aplica, da mesma forma, à economia em geral, bem como ao mercado financeiro em especial. Quando empresários escolhem a área em que querem empreender – ou expandir ou contrair os negócios existentes –, buscam as oportunidades que entendem mais rentáveis, movimentando os recursos de que dispõem de um para outro projeto. O mesmo ocorre com os clientes do supermercado e com os investidores do mercado financeiro e de capitais. Todas as oportunidades de lucro são rapidamente aproveitadas, levando a uma situação de equilíbrio.

No mercado de capitais, esse equilíbrio se dá entre os diversos ativos disponíveis. Os investidores examinam as oportunidades existentes e procuram determinar quais ativos estão subestimados, superestimados ou corretamente avaliados; alienam, então, os superestimados e adquirem os subestimados, mantendo, por outro lado, os considerados adequadamente precificados.

Esse mercado equilibrado será um *mercado eficiente* na medida em que os recursos sejam rapidamente retirados dos projetos menos vantajosos e convirjam para os projetos econômicos mais rentáveis e produtivos (FAMA, 1970, p. 383). Essa eficiência, evidentemente, gera benefícios para toda a economia e promove o desenvolvimento econômico do país.

A noção de mercado equilibrado e eficiente parte, por sua vez, da premissa de que os investidores escolhem racionalmente onde alocar o seu dinheiro. De acordo com a *teoria da escolha racional*, a partir da tomada de conhecimento das informações relevantes mais recentes sobre os títulos, investidores agiriam racionalmente, adquirindo aqueles considerados subvalorizados e alienando os entendidos como supervalorizados. Com isso, rapidamente, os preços convergiriam para o seu valor *intrínseco*[5].

No mundo real, porém, as coisas não funcionam de modo tão perfeito, essencialmente por duas razões: (a) a assimetria informacional entre os investidores; (b) as diversas capacidades de processamento, por parte dos investidores, das informações disponíveis no mercado. Para entender melhor esses conceitos é preciso examinar, antes, a importância da divulgação de informações fidedignas para o mercado de capitais.

Diferentemente do que se passa na maioria das transações comerciais, em que o comprador pode avaliar ou mesmo testar a mercadoria antes de fechar o negócio, no mercado de valores mobiliários o adquirente do título não tem meios de examinar pessoalmente a companhia emissora. Por isso, deve ser-lhe garantido acesso a informações consideradas essenciais sobre o ativo, para que esteja em condições de tomar uma decisão racional de investimento. (COFFEE JR.; SALE; HENDERSON, 2015. p. 7)

Para permitir uma concorrência leal no mercado, com a participação de agentes em condições mínimas de igualdade, a regulação garante a publicação de informações

[5] Valor intrínseco é um conceito imaginário, consistente no valor sobre o qual haveria consenso se todos os agentes tivessem todas as informações relevantes a respeito do ativo e todos soubessem exatamente como processar tais informações. Na prática, contudo, ninguém detém todas as informações pertinentes e poucas pessoas sabem processar corretamente tais dados, de modo que o valor intrínseco de um ativo é frequentemente desconhecido. Porém, os mercados – isto é, o conjunto de agentes que atuam nos mercados – podem agregar informações de diferentes fontes para produzir preços que são mais próximos ao valor intrínseco do ativo do que qualquer agente poderia conseguir sozinho.

padronizadas que atendam às necessidades informacionais dos investidores (artigo 4º, VI, da Lei nº 6.385/1976). Até porque, caso não haja obrigatoriedade de publicação das informações, as companhias podem não se sentir incentivadas a fornecê-las – porquanto, por exemplo, informações negativas sobre os resultados financeiros podem levar os investidores a alienar suas ações. (COFFEE JR. SALE; HENDERSON, 2009, p. 8-9)

Os investidores não possuem controle permanente sobre as atividades da companhia, podendo acompanhar o desenvolvimento das atividades sociais apenas através das informações que lhes são repassadas. Por isso, é essencial a confiabilidade das informações internas repassadas aos investidores sobre todos os aspectos que possam influenciar o seu investimento, tais como a saúde financeira da companhia, a previsão de resultados futuros, o mercado em que opera e os concorrentes que dele participam, tudo que possa comprometer os resultados da companhia. Daí que o regime de divulgação de informações (*disclosure*) relacionado às companhias abertas seja muito mais rígido do que aquele aplicável a companhias fechadas. (SZTAJN, 2004, pp. 139-140)

A eficiência do mercado de capitais, portanto, tem relação diretamente proporcional à *qualidade do acesso dos investidores às informações* referentes à companhia. Num mercado de capitais em condições ideais ("mercado perfeito"), no qual todos investidores têm acesso à informação fidedigna publicamente disponível no menor tempo viável, de forma simétrica, as cotações dos ativos refletem o seu valor intrínseco.

Na prática, o mercado é imperfeito, seja em razão da existência de diferentes espécies de investidores no mercado, seja em virtude da diferença temporal e de qualidade da informação disponível aos diferentes agentes. Essa diferença temporal e de qualidade da informação existente entre os tipos de investidores que atuam no mercado caracteriza, justamente, a *assimetria informacional*.

Os investidores com melhor acesso à informação ou melhor capacidade de processá-la lucram ao realizar operações com valores mobiliários que entendem subvalorizados ou supervalorizados[6]. Tais informações ou não estão disponíveis aos demais agentes do mercado ou não foram por eles devidamente processadas. Quando isso acontecer – isto é, quando as informações se tornarem públicas e forem assimiladas – o preço do ativo deve convergir para aquele esperado pelos investidores informados. Diz-se, então, no jargão do mercado, que a informação já está "precificada"; em outras palavras, já está refletida no valor do título. Ao convergirem tendencialmente para o valor

[6] Considerando-se o nível de informação detido pelos investidores, estes podem ser classificados, de modo amplo, em informados ou desinformados. Essa distinção será desenvolvida adiante, no item 4.2.

intrínseco do valor mobiliário na visão média dos investidores informados, os *preços* de negociação são considerados *informativos*. (HARRIS, 2003, p. 206)

Baseado nessas premissas é que o legislador estabeleceu no § 4º do artigo 157 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/1976) o dever dos administradores da companhia aberta de divulgar imediatamente qualquer fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Os sujeitos que possuem acesso a essas informações privilegiadas são obrigados a divulgá-las ao mercado e, ademais, estão proibidos de utilizá-las, enquanto ainda não divulgadas, em proveito próprio ou de terceiros (§§ 1º, 2º e 4º do artigo 155 da Lei das S.A.). A negociação com valores mobiliários baseada em informação relevante não divulgada ao mercado, assim como o seu repasse a terceiros, por detentores do dever de sigilo, caracteriza o delito de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D, *caput* e § 1º, da Lei nº 6.385/1976).

3. O DIREITO INALIENÁVEL DE FAZER A SI MESMO DE TROUXA: TOLOS PSICOLÓGICOS E TOLOS INFORMACIONAIS

Supondo que as informações relevantes estejam disponíveis publicamente para os agentes do mercado em condições igualitárias, todos estariam em situação parelha de negociação. É exatamente para garantir essas condições mínimas de acesso à informação que se exige a divulgação pelas companhias de todos os fatos relevantes que afetem seus negócios (princípio do *full and fair disclosure*).

Contudo, existem diversos tipos de investidores no mercado[7]. Apenas parte dos chamados investidores "informados" é que trabalham com a captação e o processamento especializado de informações, a partir das quais comparam o preço dos ativos com seu valor intrínseco. Ademais, como demonstram estudos de economia comportamental, mesmo investidores supostamente racionais estão sujeitos a desvios cognitivos – dentre os quais aqueles decorrentes de "excesso de confiança". (PITTA, 2013, pp. 144-145)

De todo modo, a constatação de que existem, na realidade fática, desvios comportamentais em relação à racionalidade esperada dos agentes do mercado não deve ser considerada um obstáculo à formulação de políticas públicas que tomem essa racionalidade como premissa. O relevante é que se garanta ao investidor o conhecimento

[7] Cf. adiante item 4.2.

de informações mínimas que lhe permita atuar em condições suficientemente igualitárias, até mesmo para usar mal o seu dinheiro.

Para bem compreendermos essa ideia, podemos nos valer da classificação de Akerlof e Schiller (2016, p. 11-12), para quem há dois tipos de "tolos" no mercado: os psicológicos e os informacionais. Os tolos psicológicos tomam decisões equivocadas por deixarem suas emoções prevalecerem sobre a razão ou porque são afetados por distorções cognitivas. Já os tolos informacionais agem com base na informação criada intencionalmente para os enganar.

Políticas relacionadas à difusão de informações no mercado de capitais devem promover julgamentos informados dos agentes do mercado, mas não necessariamente acertados. Numa afirmação clássica da doutrina americana, a lei "*não retirou do cidadão 'seu direito inalienável de se fazer de trouxa'. Simplesmente tentou impedir que outros o façam de trouxa*" (LOSS; SELIGMAN, 2004, p. 32-33). Tais políticas são aptas, portanto, a proteger os tolos informacionais, não os tolos psicológicos – para esses, os melhores remédios são a educação financeira e o desenvolvimento do autocontrole emocional.

4. É A ECONOMIA ESTÚPIDO! ARGUMENTOS ECONÔMICOS CONTRÁRIOS E FAVORÁVEIS À PROIBIÇÃO DO *INSIDER TRADING*

Vistos os conceitos fundamentais relacionados à regulação do mercado de capitais, percebe-se porque a sua finalidade principal é o desenvolvimento de um mercado de capitais eficiente – onde os preços refletem todas as informações disponíveis sobre uma companhia e seus ativos – e líquido – onde os investidores conseguem comprar ou vender valores mobiliários rapidamente. No entanto, embora qualquer estudioso da regulação do mercado esteja de acordo com esses objetivos, a pertinência ou não da proibição do *insider trading* para seu atingimento gera bastante controvérsia.

4.1. *INSIDER TRADING*, EFICIÊNCIA DO MERCADO E SOLUÇÕES CONTRATUAIS

Já em 1966, Manne, o primeiro e mais relevante crítico da proibição do insider trading, defendeu que, além de a prática não lesionar investidores, poderia ser um meio eficiente de compensar os *insiders*, que seriam os responsáveis pela elevação do valor dos títulos da companhia[8]. O livro de Manne, contrariando frontalmente a política repressiva

[8] MANNE, 1966.

já então adotada pela SEC, gerou grande repercussão e comentários entre os especialistas, majoritariamente críticos. Concorde-se ou não com as polêmicas teses de Manne, é inegável que teve o efeito positivo de gerar uma ampla discussão sobre os fundamentos da proibição do *insider trading*. (PAINTER, 1999, p. 305)

Uma primeira crítica à proibição sustenta que, como os *insiders* possuem acesso imediato às informações relevantes, permitir que eles extraiam benefícios privados de tais informações faria que os novos dados atingissem o mercado rapidamente e, assim, os preços dos valores mobiliários os refletiriam imediatamente. (MANNE, 1966, p. 138-141; MACEY, 1991, p. 11)

Por sua vez, os defensores da proibição alegam que, como os *insiders* buscam maximizar seus ganhos, sem se preocupar com a eficiência do mercado, eles não tendem a negociar imediatamente após tomar conhecimento da informação, mas a ocultá-la até o ponto em que a negociação lhes seja mais lucrativa, prejudicando a eficiência do mercado (FERBER, 1970, p. 623). Eles terão, ademais, incentivos para criar volatilidade artificial no mercado, a fim de lucrar com as oscilações. Além disso, não existe razão para acreditar que os demais investidores seguirão o *insider* e, assim, imediatamente alterarão o preço do ativo, já que nem sempre eles conseguirão "decodificar" a operação como tendo sido realizada por um *insider*. (O´SULLIVAN, 2019, p. 550)

Outra abordagem afirma que soluções contratuais seriam mais eficientes do que a regulação. Para quem defende essa tese, os administradores das companhias aceitariam uma diminuição de seus salários proporcional aos ganhos esperados com as negociações realizadas com base nas informações relevantes por eles detidas, beneficiando, assim, os acionistas, em razão do pagamento de menores salários aos administradores (MACEY, 1991, p. 5-12). Além disso, o valor da informação divulgada publicamente não seria transferido aos acionistas em geral, mas acabaria, isso sim, apropriado pelos investidores profissionais. Desse modo, os acionistas perderiam duas vezes: ao pagar maiores salários aos administradores e ao não receber pelo valor da informação.

Responde-se a essa tese, em primeiro lugar, com o argumento de que, ao permitir que os executivos lucrem com as informações, torna-se irrelevante o seu desempenho à frente da companhia: os administradores podem ganhar dinheiro no mercado mesmo quando a companhia está em dificuldades. (MCGEE, 2014, p. 140)

Além disso, a proibição do *insider trading* favorece especialmente os analistas de mercado, que: a) por um lado, são atores mais capacitados para fornecer eficiência (pois examinam não apenas as informações referentes ao emissor dos títulos, mas também as

relativas ao mercado em geral) e liquidez (porque as análises subjetivas dos analistas variam muito mais do que num ambiente dominado por *insiders*, levando a mais operações de compra e venda) ao mercado e b) cuja competição, por outro lado, é mais adequada a fornecer integridade ao mercado, pelas externalidades positivas geradas[9]. (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2001, p. 1234-1235)

Tanto assim que Bhattacharya e Daouk (2002, p. 78), que examinaram a regulação do tema em 103 países, estimam que o custo de capital pode diminuir de 0,3% a 7% nos locais em que exista efetiva aplicação da legislação repressiva do *insider trading*.

4.2. *INSIDER TRADING* E AS DIFERENTES ESPÉCIES DE INVESTIDORES

A proibição do *insider trading* também pode ser defendida a partir de um enfoque voltado às diferentes espécies de investidores.

Coexistem no mercado existem diversos tipos de investidores, classificáveis de acordo com diferentes critérios – por exemplo, sua motivação principal para negociar ou o nível de informação que embasa as respectivas decisões de investimento.

Conforme a *motivação principal* do investidor, de acordo com Harris (2003, p. 176), há quem transacione para formar capital de longo prazo, para tomar empréstimos, para trocar ativos, para diversificar riscos ou para deles se proteger (*hedge*), para apostar, para especular ou como atividade profissional (formadores de mercado ou *dealers*).

Já utilizando por critério o *nível de informação* detido pelos investidores, estes podem ser classificados, de modo amplo, em informados ou desinformados. Informados são aqueles que possuem condições de formar opiniões confiáveis sobre se os valores mobiliários negociados estão subvalorizados, sobrevalorizados ou corretamente apreciados – tais opiniões são formadas tipicamente por análises aprofundadas realizadas a partir de informações publicamente disponíveis, com base em informações ainda não largamente conhecidas pelo público ou através da observação do mercado. Desinformados são os investidores que atuam sem deter ou sem processar adequadamente informações que lhes confiram racionalidade na análise do valor de um ativo.

Na classificação de Fox, Glosten e Rauterberg (2015, p. 217), estão englobados no conceito de investidores informados aqueles que realizam análise fundamentalista das

[9] Entre as externalidades positivas mencionadas pelos autores incluem-se o desenvolvimento de uma pletora de fontes de informações – como jornais, canais de televisão e *sites* financeiros –, o consequente aumento do conhecimento dos investidores, assim como a maior atratividade a bancos de investimentos e a companhias estrangeiras propiciada por um mercado vibrante de analistas de mercado.

ações (*value traders*)[10], aqueles que extraem suas informações dos volumes e dos preços de negociação (*market makers* ou formadores de mercado), e aqueles que procuram obter informações relevantes antes de sua ampla publicização (*news traders*) – seja porque foram obtidas diretamente por alguém ligado a uma fonte institucional, normalmente a própria companhia (*insider traders*), seja porque muito recentemente publicadas e ainda não assimiladas pela maioria dos agentes do mercado (*announcement traders*). Investidores informados utilizam racionalmente essas informações, comprando ativos subvalorizados e vendendo ativos sobrevalorizados.

Já os investidores desinformados não possuem fundamentos racionais para definir se os ativos estão subvalorizados ou sobrevalorizados. Trata-se de investidores frívolos (*futile traders* ou *noise traders*), que, agindo irracionalmente, acreditam falsamente possuírem vantagens informacionais valiosas ou habilidades de negociação superiores.

Como se vê desta última classificação, o mercado se caracteriza pela *assimetria informacional*, isto é, pela diferença temporal e de qualidade da informação disponível aos diversos agentes. Mesmo entre os investidores informados existe essa assimetria.

Uma primeira classe de investidores prejudicados pela permissão do *insider trading* é a dos formadores de mercado. Isso porque a percepção da existência disseminada de investidores que negociam com base em informações privilegiadas gera aumento na diferença entre as cotações de compra e venda do ativo (*bid-ask spread*), diminuindo a liquidez existente no mercado.

Com efeito, a existência da assimetria informacional aumenta consideravelmente com a permissão do *insider trading*. Os formadores de mercado procuram "descobrir" o correto preço de mercado de um ativo a partir da contínua análise da oferta e da demanda (KLÖHN, 2006. p. 42). Num mercado em que o *insider trading* é permitido, os demais investidores ficarão naturalmente desconfiados de estarem a negociar, em regra, com um negociante informado. Esse fenômeno é conhecido como *seleção adversa* e faz com que os formadores de mercado, agindo racionalmente, aumentem a diferença entre a cotação das ofertas de compra e venda (*bid-ask spread*) mantidas nos sistemas de negociação de valores mobiliários, elevando, consequentemente, os custos de transação e diminuindo a eficiência do mercado (GLOSTEN; HARRIS, 1988, p. 123-124). Quanto maior a assimetria informacional, maior a seleção adversa por parte dos formadores de mercado, o que torna maiores os *spreads* praticados entre ofertas de compra e venda.

[10] Análise fundamentalista é aquela que toma por objeto a situação financeira, econômica e mercadológica de uma companhia, assim como suas expectativas e projeções para o futuro.

Mas não apenas os formadores de mercado são beneficiados com a vedação do uso indevido de informação privilegiada. A permissão do *insider trading* prejudica, também, os investidores informados que realizam análise fundamentalista das ações (*value traders*), os quais tampouco conseguem distinguir se as mudanças de preços são causadas por *insiders* ou por investidores frívolos (*futile traders* ou *noise traders*).

Suponha que um analista, baseado nas informações disponíveis, acredite que o preço atual das ações reflete adequadamente o seu valor. De outro lado, um *insider* está vendendo ações, por ter conhecimento de informações negativas sobre a companhia ainda não divulgadas, fazendo com que o preço caia. Desconhecendo a informação privilegiada, o analista interpretará a baixa do preço como subvalorização do ativo e comprará a ação: somente quando a informação se tornar pública é que o analista perceberá que comprou um ativo sobrevalorizado. O mesmo ocorre se a informação for positiva e o *insider* comprar as ações: o analista as venderá, acreditando estarem sobrevalorizadas. Os analistas perderão sempre para os *insiders*. Assim, se permitida a prática do *insider trading*, a tendência é que os investidores que trabalham com análise fundamentalista não consigam negociar de forma lucrativa e, ao fim e ao cabo, deixem o mercado. (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2006, p. 733-734)

Com a proibição do *insider trading*, quem realizar mais corretamente a análise fundamentalista terá maior lucro. Haverá competição entre investidores informados no mercado. Trata-se, pois, de uma escolha em favor dos *value traders* em detrimento dos *insiders*, que se justifica pelos efeitos que produz. (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2006, p. 735-737).

Em primeiro lugar, os *insiders*, dada a ausência de competição, tendem a manipular o momento da divulgação da informação em seu próprio benefício, o que pode ser feito pela divulgação demorada, prejudicando a eficiência do mercado, ou antecipada, gerando eventual dano à própria companhia. Os *value traders*, por sua vez, não podem manipular a divulgação, apenas respondendo a novas informações após elas terem sido reveladas. No ambiente competitivo em que atuam, esses investidores buscam processar novas informações o mais rapidamente possível.

Em segundo lugar, *value traders* podem realizar economia de escala na descoberta, análise e precificação de informações gerais de mercado. O conhecimento geral das condições de mercado pode ser utilizado para analisar muitas companhias; o conhecimento específico de uma companhia pode auxiliar na precificação de companhias relacionadas, como fornecedores, clientes ou concorrentes.

Em terceiro lugar, embora *insiders* sejam mais eficazes em obter informações de uma companhia, *value traders* analisam e precificam melhor esse tipo de informação.

Em quarto lugar, *value traders* são mais eficientes em prover liquidez ao mercado por diversos fatores: possuem informações financeiras mais acuradas à sua disposição; existe grande divergência de opiniões entre eles (o que gera mais negociações); e há forte competição para a exploração de qualquer vantagem informacional, particularmente sobre informações públicas. Essa liquidez é fundamental para a existência dos formadores de mercado, o que indica, mais uma vez, um aumento da eficiência do mercado decorrente da proibição do uso de informação privilegiada.

Finalmente, de modo mais amplo, pode-se dizer que a seleção adversa provocada pela admissibilidade do uso de informações privilegiadas acaba por afetar também os demais tipos de investidores e o mercado como um todo.

Nos mercados em que as informações disponíveis aos seus participantes são pouco confiáveis, as mercadorias negociadas são subvalorizadas. Em outros termos, o mercado está disposto a pagar menos por elas. Isso ocorre porque os compradores estão permanentemente desconfiados de poderem estar diante de uma mercadoria de má qualidade. O exemplo clássico desse problema (de seleção adversa) está no mercado de carros usados (chamados "limões" nos EUA). Dada a parca disponibilidade de informações confiáveis a respeito do estado dos carros anunciados, os compradores, com receio de adquirir um carro com defeitos ocultos, acabam estabelecendo uma média baixa de valores, prejudicando os vendedores de veículos de boa qualidade[11].

A mesma lógica se aplica ao mercado de capitais. Admitido o uso de informações privilegiadas, os investidores estarão menos dispostos a pagar pelos valores mobiliários, fazendo com que a média das ações das companhias seja mais baixa. Isso gera uma espiral viciosa: os recursos financeiros tendem a migrar para mercados de capitais mais eficientes (em outros países) ou para outras formas de investimento. No limite, poderia aniquilar o mercado de capitais de um país. (SCALZILLI; SPINELLI, p. 50)

5. JOGANDO CONFORME AS REGRAS: FUNDAMENTOS ÉTICOS DA PROIBIÇÃO DO *INSIDER TRADING*

Embora os fundamentos econômicos se entrelacem com argumentos éticos, os economistas muitas vezes procuram defender pontos de vista supostamente neutros,

[11] Sobre essa questão, cf. o estudo pioneiro de Akerlof (1970. p. 488-500).

"científicos", desprovidos de qualquer valoração moral. Especialmente em razão da enorme influência da análise econômica do direito (*Law & Economics*), nos EUA a discussão sobre a política regulatória do uso indevido de informação privilegiada baseia-se, essencialmente, em argumentos consequencialistas.

Assim, para o atingimento da eficiência do mercado, consideram-se os efeitos da regulação sobre os preços, sobre a liquidez, sobre a expansão do número de participantes do mercado, a sofisticação dos investidores etc. As regras a serem estabelecidas para o atingimento de objetivos econômicos seriam aéticas, de caráter puramente técnico. Considerações de natureza ética ou moral apenas tornariam nebulosa a discussão (meramente) econômica a respeito do tema. Nas palavras de um dos maiores críticos da regulação atual do tema, "*a tentativa de criticar o* insider trading *usando a filosofia ética – derivada da análise econômica – é um fracasso, porque a teoria ética não tem muito a acrescentar ao trabalho que já foi feito por economistas*". (MACEY, 1988, p. 786)

Porém, vários autores, antigos e contemporâneos, questionam a pureza científica da economia. Sen (1987, p. 9), por exemplo, um dos principais defensores da abordagem ética do comportamento econômico, defende que a teoria econômica poderia se tornar mais produtiva se prestasse maior e mais detida atenção às considerações éticas que moldam o juízo e o comportamento humanos.

Mais do que isso, razões éticas podem – independentemente dos argumentos puramente econômicos e ainda que contrariamente a eles – sustentar determinadas escolhas políticas. Trata-se de verificar, portanto, se, ao lado dos argumentos utilitaristas provenientes da análise econômica do direito, também existem argumentos deontológicos a sustentar a proibição do *insider trading*. Vejamos.

Informação é poder. É o diferencial que permite ao jogador vencer no jogo do mercado. Em todo tipo de negócio, jogo ou aposta, o fato de sabermos algo (relevante) que a nossa contraparte desconhece nos coloca em uma situação favorável. Essa assimetria informacional faz parte da realidade quotidiana e é, em regra, esperada.

As pessoas aceitam participar de todo tipo de competição ou jogo interpessoal (em sentido amplo) porque acreditam que as chances de ganhar são minimamente previsíveis. Tomemos o exemplo de um concurso público, no qual, no mais das vezes, aquilo que se pretende medir é, justamente, quem conseguiu amealhar e processar a maior quantidade de informações. Regras gerais estabelecidas no edital do concurso garantirão que haverá uma concorrência leal entre os candidatos, os quais saberão o conteúdo passível de ser

cobrado nas provas, o tempo que terão para realizá-las, o material que poderá ser consultado e assim por diante.

Bem se vê, contudo, que os candidatos não se encontram em igualdade real de condições de serem aprovados. Cada participante do certame buscou as informações nas fontes que lhe pareceram mais confiáveis; quem tinha melhores condições financeiras contratou os melhores professores para sua preparação; quem tinha mais tempo livre teve mais possibilidade de estudar, embora a falta de tempo possa ter sido compensada por maior dedicação etc.[12].

Se, porém, um parente de um membro examinador da banca do concurso recebe a informação, não disponível aos demais candidatos, sobre os temas que serão efetivamente cobrados nas provas, há aí uma assimetria informacional não admissível, porque não foram respeitadas as regras do jogo.

O mesmo se passa em mercados que envolvem um risco maior. Quem joga na loteria não sabe exatamente qual a probabilidade de ganhar, mas, com conhecimento e paciência, poderá formular uma estimativa razoavelmente aproximada de suas chances. Se, entretanto, o número selecionado pelo apostador tiver sido, sem seu conhecimento, removido do sorteio pelo organizador, a probabilidade de ganho se torna nula – e essa era uma possibilidade que evidentemente não fez parte do risco assumido pelo apostador.

A proibição do uso indevido de informação privilegiada, conforme a concepção inicial da jurisprudência americana, baseia-se justamente em uma "*justa expectativa do mercado de capitais de que todos os investidores que negociam em ambientes impessoais possuem acesso relativamente equânime às informações relevantes*"[13].

Há, portanto, uma demanda ética pela proibição de que alguém negocie valores mobiliários munido de informações que não foram obtidas por mérito, por estudo, por trabalho, por análise de mercado – enfim, por meios disponíveis a todos os participantes do mercado –, mas simplesmente porque o seu detentor exerce uma função que lhe confere acesso privilegiado a essas informações para finalidades distintas da negociação – aliás, tal acesso lhe é concedido justamente sob a premissa de não utilizar as informações para ganhos pessoais.

[12] Para diminuir essa desigualdade real podem ser adotadas diversas estratégias, como o estabelecimento de ações afirmativas, com a reserva de cotas para determinadas categorias, ou o desenvolvimento de cursos preparatórios para os mais necessitados. Seja como for, tais disposições estarão previstas no edital e serão de conhecimento de todos. São as regras do jogo.

[13] Trecho da decisão proferida em *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), p. 848.

É diferente a situação em que as informações estavam publicamente disponíveis, mas só as enxergaram aqueles que tinham capacidade de decodificá-las. O investidor que realiza análise fundamentalista de valores mobiliários tem o conhecimento e a paciência necessários para estudar demonstrativos financeiros, examinar cenários micro e macroeconômicos, conversar com participantes de setores do mercado e, assim, formular políticas racionais de investimento. As informações em que ele se baseia são públicas, mas nem todos conseguirão traduzi-las para a precificação adequada dos títulos.

Eis a ideia do igualitarismo de mercado, do nivelamento do plano de jogo. Todos devem participar do mercado observando as regras do jogo, sem trapacear. Há regras mínimas a serem observadas por todos, embora, evidentemente, existam melhores jogadores em campo, porque treinam mais, possuem melhor estrutura de preparação ou, simplesmente, são mais talentosos. O que não se admite é o uso de ferramentas proibidas, inacessíveis a quem aceita jogar o jogo de modo limpo (*doping*).

Voltando ao exemplo bastante simplificado da loteria, é eticamente admissível que alguém promova pesquisas matemáticas sofisticadas para estimar a probabilidade de acertar os números sorteados. Acompanhar, por anos, os sorteios anteriores; tentar encontrar padrões na maneira como são sorteados os números; contratar estatísticos; tudo isso faz parte do jogo. São ferramentas que estão disponíveis a quaisquer participantes que estejam dispostos a gastar tempo e dinheiro na obtenção dessas informações. Diferente, porém, é a situação em que o próprio responsável pelo sorteio também pode apostar, conhecendo por dentro o funcionamento do sistema de apostas (SCHEPPELE, 1993. p. 161). Não se trata, portanto, de igualdade real de processamento de informação, mas de igualdade mínima no acesso à informação.

Outro argumento ético a sustentar a proibição do uso indevido de informação privilegiada reside numa visão ligada à propriedade da informação. Ao examinar a importância da ética econômica para o desenvolvimento das nações, Giannetti (2007, p. 195) se vale da ideia de uma *obrigação moral* que recai sobre os *insiders*. Para ele, em empresas de capital aberto, "*a separação entre propriedade e gestão empresarial requer algum tipo de compromisso moral, por parte dos executivos assalariados, de que eles não irão explorar em benefício próprio, ou seja, em detrimento da empresa, sua posição de autoridade e acesso privilegiado à informação*".

A informação é de propriedade da companhia. Os seus administradores têm acesso a ela justamente e somente para que possam dela fazer uso em benefício da companhia, mas não para favorecer a si próprios.

Essa premissa ética foi incorporada em diversas normas jurídicas que estabelecem os deveres dos administradores na Lei das S.A. (Lei n° 6.404/1976). Seu art. 155, I, veda-lhes o uso, em benefício próprio ou alheio, de oportunidades comerciais surgidas em razão do exercício de seu cargo. Mais especificamente, o § 1º do art. 155 impõe aos administradores o dever de sigilo sobre informações sigilosas obtidas em razão do cargo e capazes de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, bem como a vedação se valerem dessa informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários".

É possível estender a ideia da propriedade da informação para além da companhia. Ainda que, a depender do caso, exista controvérsia sobre a caracterização de algum ilícito, toda situação que envolva uso de informação de titularidade alheia, obtida somente em razão da função exercida para outrem, gera esse mesmo questionamento ético.

Essa é a ideia que embasa a teoria da apropriação indevida (*misappropriation theory*), desenvolvida pela jurisprudência americana, pela qual há um dever fiduciário entre a fonte da informação e o seu detentor. Assim, por exemplo, o principal argumento contra um jornalista do *Wall Street Journal* que repassava informações colhidas em seu *métier* para que um terceiro com elas negociasse era o de que a informação pertencia ao jornal[14]. Ao confirmar a condenação de um advogado que negociou com base em informações de uma companhia que seria alvo de uma oferta pública de aquisição de ações a ser apresentada por uma empresa cliente do seu escritório, a Suprema Corte deu destaque ao fato de que ele usou uma informação que não era de sua propriedade[15].

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste artigo pretendemos demonstrar que os fundamentos econômicos que sustentam a proibição da negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas se fortalece ao se aliar a considerações éticas e, até mesmo, a um sentimento popular difuso de justiça.

Como didaticamente exposto pela *American Bar Association*, o trapaceiro do jogo de cartas, que se recusa a jogar conforme as regras, pode ganhar o jogo, mas perde o respeito da sociedade. E se sabemos que há um trapaceiro desses no jogo, não vamos querer jogar (O´SULLIVAN, 2019, p. 551). Como vimos ao examinar os fundamentos econômicos da proibição do *insider trading*, os economistas chamam esse fenômeno de

[14] *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987)
[15] *United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997)*

seleção adversa. Em linguagem simples, esse fenômeno é bem retratado – e mais fácil e saborosamente apreendido, como costuma ocorrer no tratamento literário da vida – nas seguintes manifestações de Jason Compson, a personagem mau-caráter, racista e machista, do maior clássico de Faulkner, publicado em 1929 (FAULKNER, 2017, p. 196 e 239):

> "*Nesse jogo só não é trouxa quem tem informação privilegiada dada por quem sabe o que está acontecendo. (...). Não quero tirar a sorte grande; isso é coisa de jogador profissional do interior; eu só quero de volta o meu dinheiro que esses judeus desgraçados roubaram, graças às informações privilegiadas que eles têm. Então eu parava; e eu queria ver se eles iam levar mais um centavo meu*".

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*. Cambridge: Oxford University Press, v. 84, n. 3, ago.-1970. pp. 488-500.

_____; SCHILLER, Robert. *À pesca de tolos*: a economia da manipulação e do logro. Trad. Pedro Elói Duarte. Coimbra: Conjuntura Actual. 2016.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, v. LVII, n. 1, feb. 2002.

COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities Regulation*: cases and materials. 13. ed. St. Paul: Foundation Press, 2015.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of finance*. New York: American Finance Association, v. 25, may.-1970.

FAULKNER, William. *O som e a fúria*. Trad. Paulo Henriques Britto. São Paulo: Companhia das Letras, 2017.

FERBER, David, The Case Against Insider Trading: A Response to Professor Manne. *Vanderbilt Law Review*, v. 23, 1970.

FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. The new stock market: sense and nonsense. *Duke Law journal*. Durham: Duke University Press, v. 65, n. 2, nov. 2015.

GIANNETTI, Eduardo. *Vícios privados, benefícios públicos?* A ética na riqueza das nações. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GLOSTEN, Larry; HARRIS, Larry. Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of financial economics*. North-Holland: Elsevier, n. 21, 1988.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. *Duke law journal*. Durham: Duke University Press, 2006, v. 55, n. 4, 2006.

_____; _____. On Insider Trading, Markets, and "Negative" Property Rights in Information. *Virginia Law Review*, v. 87, n. 7, 2001.

HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges*: market microstructure for practitioners. New York: Oxford University Press, 2003.

KLÖHN, Lars. *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*: eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt. Berlin: Dencker & Humblot, 2006.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. *Microeconomics*. 2. ed. New York: Worth Publishers, 2009.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2004.

MACEY, Jonathan. *Insider trading: Economics, Politics and Policy*. Washington: AEI Press, 1991. p. 11.

_____. Ethics, economics, and insider trading: Ayn Rand meets the theory of the firm. *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 11, n. 3, 1988.

MCGEE, Robert W. Analisando o *insider trading* sob a perspectiva da ética utilitarista e da teoria dos direitos. *Revista Síntese de Direito Empresarial*, ano VIII, n. 41, nov.-dez. 2014

MANNE, Henry G. Insider Trading and the Stock Market. New York: Free Press, 1966.

O´SULLIVAN, Julie R. *Federal White Collar Crime*: Cases and Materials. 7. ed. Saint Paul: West Academic, 2019. p. 550

PAINTER, Richard W. Insider Trading and the Stock Market Thirty Years Later. *Case Western Reserve Law Review*, 1999, v. 50.

PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A racionalidade econômica do combate ao *insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, ano XLVI, n. 147. São Paulo: Malheiros, jul.-set. 2007.

SCHEPPELE, Kim Lane. "It's just not right": the ethics of insider trading. *Law and contemporary problems*, vol. 56, n. 3. Durhan: Duke University Press, 1993.

SEN, Amartya. *On Ethics & Economics*. Oxford and New York: Basil Blackwell, 1987.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIII, n. 135, jul.-set. 2004.