

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS\*

**Claus-Wilhelm Canaris**

Dr. Dr. h.c. mult., professor titular na Universidade de Munique (Ludwig-Maximilians-Universität München).

**Marietta Auer**

Prof. Dr., M.A., LL.M., S.J.D. (Harvard), Advogada – Attorney-at-Law (Nova Iorque), assistente científica no Instituto de Direito Privado e Direito Processual Civil da Universidade de Munique (Ludwig-Maximilians-Universität München). Atualmente titular da Cadeira de Direito Civil e Filosofia do Direito na Universidade de Giessen (Justus-Liebig-Universität Gießen).

**Tradução:**

**Ludmyla Franca**

Mestra em Direito pela Universidade Federal da Bahia. Doutoranda em Ciência Política pela Universidade Livre de Berlim com financiamento da CAPES e apoio do DAAD.

Hoje praticamente não há um tema na seara do direito econômico cuja dinâmica e controvérsia jurídico-políticas sejam tão grandes quanto o da legislação do mercado de capitais. Recentemente, escândalos espetaculares como ENRON e WORLDCOM abalaram a confiança nos mercados de capitais mundo afora e, de uma forma dramática, trouxeram à tona o significado fundamental da transparência das finanças empresariais.<sup>1</sup>

Ao mesmo tempo, apresentam-se em última análise avaliações grosseiramente errôneas dos mercados de capitais, a exemplo dos casos ENRON e WORLDCOM, como o avesso de uma mudança estrutural nos mercados de capitais, que – falando de forma genérica – pode ser descrita por meio de duas expressões: *globalização e abertura em relação a um público cada vez mais amplo*. Assim a globalização dos mercados de capitais vem à expressão na sua

---

\* Texto originalmente publicado em Hukuk/Armagan (Eds.). *Law in information society: essays in honor of Ünal Tekinalp*. Vol. I. Beta: Istanbul, 2003, pp. 1047 a 1066.

<sup>1</sup> Os Estados Unidos sabidamente reagiram a este desenvolvimento com um considerável endurecimento das leis do mercado de capitais através do assim chamado Sarbanes-Oxley Act (2002); comparar com Schwarz/Holland, ZIP 2002, ff. 1661.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

avançada conectividade internacional, na crescente aplicação de regras contábeis internacionalmente reconhecidas, e por último, mas não menos importante, na frequência de grandes alianças empresariais internacionais. Estes e outros desenvolvimentos similares exigem, com uma urgência crescente, o alinhamento internacional das condições de concorrência válidas nos mercados de capitais. Em contrapartida, no que tange à Alemanha, os valores mobiliários, principalmente ações, nos últimos anos, tornaram-se interessantes instrumentos de investimento para as cada vez mais amplas camadas populares; um desenvolvimento, que, contudo, quase inevitavelmente implica também manipulações e confere um novo peso à tarefa de proteção aos investidores.<sup>2</sup>

Uma discussão abrangente destas questões ultrapassaria inteiramente o âmbito desta contribuição. Os tópicos seguintes portanto irão se manter estritamente no âmbito do tema escolhido, e não na legislação do mercado de capitais em geral, tendo apenas por objeto as tendências que realmente podem ser designadas como “modernas”. Além disso, tais tópicos irão se concentrar em três problemas fundamentais especialmente atuais, quais sejam: o primeiro, o direito das aquisições de empresas; segundo, a proibição das informações privilegiadas; e o terceiro, a problemática da publicidade de informações relevantes para o mercado.

### I. DIREITO À CESSÃO

#### 1. Bases legal e política

*a) Argumentos econômicos em favor de uma progressiva liberalização das transações de aquisições e os conflitos de interesses entre acionistas e diretoria da sociedade visada*

---

<sup>2</sup> Sobre os requisitos legais e políticos para a moderna governança corporativa ver o exemplo comparativo de *Baums*, ZHR 166 (2002), 375 ss.; lá especialmente sobre a crise do “Novo Mercado”. Em Setembro de 2002, a Bolsa de Valores Alemã S/A decidiu fechar este segmento de mercado – após euforia inicial e o declínio intercalado – que foi definitivamente encerrada ao final do ano de 2003; cf. FAZ Nr. 225 v. 27.9.2002, p. 1, 11.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Fala-se de uma aquisição “hostil” – dizendo de forma simples – quando uma empresa, por meio de uma oferta pública de aquisição aos acionistas de uma sociedade visada, adquire o controle sem que sua direção esteja de acordo com a oferta de aquisição.<sup>3</sup>

Do ponto de vista econômico, uma tal aquisição pode ter como consequência um efeito sinérgico útil, e apenas sua simples possibilidade é suficiente para levar a tanto, vez que a gerência de uma empresa sob ameaça de aquisição aumenta seu desempenho.<sup>4</sup> Isto depõe a favor de liberar as aquisições, o máximo possível, de obstáculos legais e fáticos.

Contudo este objetivo, na prática, entra normalmente em colisão com os interesses do conselho de administração – na Alemanha, conselho diretivo ou fiscal da sociedade visada. Enquanto nomeadamente o interesse dos acionistas da sociedade visada são direcionados, em primeira linha, para o aumento do valor de seu investimento, o interesse dos membros do conselho diretivo e/ou fiscal geralmente é influenciado pelo seu interesse pessoal na preservação da sua posição profissional.<sup>5</sup> Por isso os conselhos diretivo e fiscal devem ser obrigados, em princípio, a uma neutralidade<sup>6</sup> quando diante de uma possível aquisição, não sendo assim autorizado adotar medidas defensivas sem a anuência da assembleia geral. Este princípio leva em conta de forma ampla também que a oferta de aquisição em primeira linha dirige-se aos *acionistas* enquanto proprietários da sociedade, razão pela qual deve-se deixar reservada a estes a decisão acerca da aceitação ou recusa da proposta.<sup>7</sup>

---

<sup>3</sup> Cf. *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2002, § 33 Rz. 1 com nota de rodapé 2; *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, p. 23 ss.

<sup>4</sup> A idéia básica dessa consideração é o modelo de mercado de controle corporativo, segundo a qual ofertas públicas de aquisição são um meio de controle de gestão externa, cf. fundamentalmente *Easterbrook/Fischel*, 91 Yale L. J. 698, 715 ss. (1982); *Posner*, Economic Analysis of Law, 5. ed. 1998, p. 453 ss.; *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 370 ss.; ZGR 1993, 534, 542 ss.; *Mühle* (nota de rodapé 3), p. 61 ss., 110.

<sup>5</sup> Acerca do típico conflito de interesses entre diretoria e acionistas cf. *Clark*, Corporate Law, 1986, p. 588; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Nota de rodapé 3), § 33 Rz. 3.

<sup>6</sup> Crítico a esta conceptualização, vez que a diretoria de modo algum está condenada à passividade (por isso, melhor dizer proibição de frustração), como *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 424 em nota de rodapé 197; *Grunewald*, AG 2001, 288, 289; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 s.; *Drygala*, ZIP 2001, 1861, 1863 s.

<sup>7</sup> Cf. *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258, 260 s.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 2. Decididamente neste sentido manifestou-se recentemente também o Grupo Europeu de Peritos em Regras sobre Aquisição de Empresas; vgl. *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids, 10.1.2002, p. 2, 21; disponível em: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/official/index.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/index.htm).

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Entretanto, o direito em vigor na maioria dos Estados não está em consonância com estes postulados, vez que a desejada liberalização progressiva geralmente fracassa em razão de resistência política. Raramente uma problemática societária desperta na esfera pública tão fortes emoções quanto a liberalização das regras sobre aquisição. A perspectiva de abrir o mercado doméstico aos investidores internacionais não raro cria efetivamente medos fundamentados de uma alienação da paisagem empresarial, de desestruturação e de perda de postos de trabalho. Tal não é válido de modo algum somente para a Alemanha, vez que mostram-se também nos mecanismos de proteção, disponíveis às empresas estadunidenses e japonesas contra empresas estrangeiras e naqueles – das mais variadas formas – espalhados também na União Europeia.<sup>8</sup>

*b) O interesse em um processo de aquisição transparente e a proteção dos acionistas de uma sociedade visada*

Uma segunda prioridade de todas as considerações modernas acerca do direito das aquisições reside na garantia de um procedimento justo. Este deve minimizar, para a sociedade afetada, o ônus/fardo gerado pela aquisição e acima de tudo assegurar que seus acionistas tenham a possibilidade de tomar uma decisão racional em relação à proposta de aquisição.

Normalmente os acionistas de uma sociedade afetada por uma oferta de aquisição encontram-se em uma situação de significativa pressão, visto que eles ou devem aceitar a oferta ou considerar o risco de se encontrarem numa posição de acionistas minoritários, caso a tentativa de aquisição tenha êxito.<sup>9</sup> Para diluir/anular o quanto possível este conflito de interesses, é necessário sobretudo, disponibilizar aos acionistas informações bastantes sobre as pessoa do proponente e o conteúdo da oferta, por meio de adequada configuração do procedimento, especialmente através dos deveres de informação e publicidade.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Sobre os diversos standards internacionais no tema defesa em face da aquisição da empresa cf. *Drygala*, ZIP 2001, 1861, 1868 ff. m.w.N.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 4 com outras referências na nota de rodapé 31. A falta de um “level playing field” internacional Das Fehlen eines internationalen „level playing field“ é reclamado também no relatório europeu de experts; cf. *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids (nota de rodapé 7), p. 2, 18 ss.

<sup>9</sup> Cf. *Liebscher*, ZIP 2001, 853 ss., especialmente 855 s. com uma vívida descrição do “dilema do prisioneiro”, com o qual os acionistas se confrontam diante de uma oferta pública de aquisição acionistas.

<sup>10</sup> *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 858 ss.

### 2. Evolução legislativa: as diretivas da Comunidade Europeia para aquisição e a nova lei alemã de investimento em valores mobiliários e aquisição de empresas

Perante este contexto jurídico-político, devemos doravante discutir os mais recentes desenvolvimentos na normatização sobre aquisição de empresas segundo o direito alemão e segundo o direito europeu.

*a) A situação jurídica antes da entrada em vigor da lei alemã de investimento em valores mobiliários e aquisição de empresas (WpÜG, na sigla em alemão)*

Na Alemanha, a regulação da aquisição de empresas pela primeira vez foi colocada em base legal através da WpÜG<sup>11</sup>, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2002. Antes disso – à parte do âmbito do legislação para ações geral – valia apenas um código voluntário de aquisição de empresas<sup>12</sup>, cuja debilidade residia, contudo, na ausência de sanções jurídicas e no não reconhecimento pela maioria dos empresários.<sup>13</sup>

Às medidas de defesa permitidas na Alemanha pertencem a assim chamada Defesa de Crown-Jewel, isto é: a alienação de partes essenciais da empresa, igualmente a realização de um aumento de capital, a re aquisição de suas próprias ações, bem como a obtenção ou conexão com uma outra empresa.<sup>14</sup> As chamadas *Golden Shares*, isto é: direitos de votos plurais, que em diversas ordem jurídicas estrangeiras, como na Inglaterra, desempenham um grande papel, mas foram, em contrapartida, desde 1998 progressivamente abolidas na Alemanha.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001, BGBl. I 2001, 3822.

<sup>12</sup> Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, impresso por *Baumbach/Hopt*, HGB, 30. Aufl. 2000, Nr. 18. Trata-se de um catálogo de recomendações de conduta, que diz respeito à ideia de compromisso voluntário. Uma avaliação global encontra-se em *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 393 ss.

<sup>13</sup> Para crítica ver *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (nota de rodapé 3), Einleitung Rz. 9; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 m.w.N.

<sup>14</sup> Sobre possíveis medidas de proteção cf. *Assmann/Bozenhardt*, in *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (Hrsg.), Übernahmangebote (ZGR-Sonderheft 9), 1990, p. 1, 112 ss.; *Hopt*, in: *Festschrift Lutter*, 2000, p. 1361, 1386 ss.; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258, 265 ss.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 4 com informações adicionais.

<sup>15</sup> Cf. sobre permissão jurídico-europeia da permissividade das “Golden Shares” recentemente EuGH, Urt. v. 4.6.2002 – Rs. C-503/99, EuZW 2002, 429 – Goldene Aktien I; Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-483/99, EuZW 2002, 433 – Goldene Aktien II; Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-367/98, ZIP 2002, 437 – Goldene Aktien III; ainda *Ruge*, EuZW 2002, 421 ss.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Contudo desde a entrada em vigor da WpÜG na literatura jurídica, foi predominantemente defendida a opinião, segundo a qual a direção, na situação de aquisição da empresa *em princípio* estaria obrigada à neutralidade.<sup>16</sup> Exceções, especialmente em tais casos, devem ser consideradas, desde quando seja possível contar com consequências tais como: uma séria, ameaçadora e significativa violação à lei ou uma duradoura ilegalidade da atividade empresarial. Por outro lado, o simples risco de dissolução da sociedade após a aquisição da empresa não deve representar um motivo razoável para uma exceção ao princípio da neutralidade.<sup>17</sup> Contra este entendimento, há uma opinião minoritária na literatura, que argumenta ser inconciliável uma tão vasta interpretação do princípio da neutralidade com a obrigação da direção em relação aos interesses da empresa; em última análise, esta opinião entretanto não pôde se impor.<sup>18</sup>

### *b) o esboço fracassado de uma política europeia para a aquisição de empresas e os atuais desenvolvimentos em nível europeu*

Em nível europeu, já desde a metade dos anos 1970 havia considerações sobre como harmonizar as divergentes regulações jurídicas da aquisição de empresas dos Estados europeus individualmente considerados.<sup>19</sup> Tais esforços concretizaram-se finalmente no ano 2001 em um esboço de uma política europeia para a aquisição de empresas.<sup>20</sup> Este esboço, que se destacou por conta de uma forte ênfase do dever de neutralidade da diretoria, esbarrou contudo em veemente resistência política, sobretudo na Alemanha, precisamente por conta deste aspecto, vindo a fracassar por fim quando faltou-lhe a maioria exigida para sua aprovação no Parlamento Europeu.<sup>21</sup> O destino deste esboço constituiu um exemplo

---

<sup>16</sup> Cf. *Hopt*, in *Großkomm. z. AktG*, 4. Aufl. 1999, § 93 Rz. 122; *ders.*, ZHR 166 (2002), 383, 424 ff.; *idem*, ZGR 1993, 534, 548 s.; *idem.*, ZHR 161 (1997), 368, 391 f., 411; *idem*, in: *Festschrift Lutter*, 2000, p. 1361, 1375 ss.; *Assmann/Bozenhardt* (nota de rodapé 14), S. 1, 112 ss; resumidamente *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 s. m.w.N.; *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, *Public Company Takeovers in Germany*, 2002, p. 202 s.

<sup>17</sup> Cf. *Hopt*, in *Großkomm. z. AktG*, 4. Aufl. 1999, § 93 Rz. 124 s.; *idem*, ZGR 1993, 534, 549 ss., 553 ss.; resumidamente também *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 2 m.w.N.

<sup>18</sup> Neste sentido, *Kort*, in: *Festschrift Lutter*, 2000, p. 1421, 1432 ss.; resumidamente *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 2 com informações adicionais.

<sup>19</sup> Sobre a gênese europeia *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (nota de rodapé 3), *Einleitung Rz.* 4 ss.; *Möller/Pöttsch*, ZIP 2001, 1256, 1257; *Hopt* ZHR 161 (1997), 368, 373 s.

<sup>20</sup> *Gemeinsamer Entwurf einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote*, abgedruckt in ZIP 2001, 1120, 1123

<sup>21</sup> Cf. *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (nota de rodapé 3), *Einleitung Rz.* 6; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 387 s.; *Möller/Pöttsch*, ZIP 2001, 1256, 1257, sobre as condições de fracasso da regulamentação.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

pragmático das dificuldades atreladas à uma harmonização internacional das regras jurídicas para a aquisição de empresas.

Atualmente existem planos para se elaborar uma nova proposta de diretivas para aquisição de empresas<sup>22</sup>, que no entanto provocou novamente fortes controvérsias políticas. Sua base constitui-se de recomendações de um grupo de experts em direito societário, instituído pela Comissão Europeia após o fracasso do primeiro rascunho.<sup>23</sup> Também no meio termo destas recomendações constam novamente o dever de neutralidade da diretoria e o objetivo de liberalizar as regras jurídicas para a aquisição de empresas e assim também o mercado de capitais na Europa.<sup>24</sup>

### *c) a nova WpÜG alemã*

Claramente aquém dessas ambições vai a já mencionada nova lei alemã de investimento em valores mobiliários e aquisição de empresas (WpÜG).<sup>25</sup> Embora igualmente baseie-se, em sua essência, no dever de neutralidade da diretoria, ao mesmo tempo ela suaviza de forma clara tal dever, vez que são permitidas medidas defensivas no §33 da WpÜG, o que ultrapassa, de forma considerável, o quadro delimitado no esboço de diretivas há pouco discutido. Isto diz respeito especialmente à regra do §33, seção 1, cláusula 2, alternativa 3 da WpÜG, na qual as medidas defensivas da diretoria também são permitidas se somente avalizadas pelo *conselho fiscal* da sociedade visada, não sendo necessária qualquer manifestação por parte da assembleia geral – uma regra que se coloca em clara contradição diante do princípio da competência decisória dos acionistas.<sup>26</sup> Caso a política europeia para aquisição de empresas

---

<sup>22</sup> Cf. *Wiesner*, ZIP 2002, 208; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (nota de rodapé 3), Einleitung Rz. 7.

<sup>23</sup> *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids (nota de rodapé 7)

<sup>24</sup> Segundo as considerações do grupo de experts, o dever de neutralidade deve ser realizado por meio de uma “regra de neutralização”: depois devem expirar os obstáculos para aquisição de empresas permitidos pelas normas nacionais, quando um concorrente ultrapassa um determinado limiar percentual do capital da empresa-alvo; cf. *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids (nota de rodapé 7), p. 4 ss., 29 ss.; criticamente a este respeito: *Wiesner*, ZIP 2002, 208 ss.

<sup>25</sup> Cf. acima nota de rodapé 11. Sobre a gênese da lei cf. *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (nota de rodapé 3), Einleitung Rz. 8 ff.; *Pötzsch*, das neue Übernahmerecht, 2002, p. 13 ss.; *Möller/Pötzsch*, ZIP 2001, 1256 ss.; *Krause*, NJW 2002, 705 ss.

<sup>26</sup> Esta regra foi colocada pouco antes do encerramento do processo legislativo por iniciativa do comitê financeiro do Bundestag; na literatura, tal regra esbarrou predominantemente em clara crítica. Assim se manifestam com profundas preocupações sistemáticas e constitucionais especialmente *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 8 ss.; similar também *Zschocke*, DB 2002, 79, 82 s.; *Steinmeyer/Häger*,

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

seja aprovada em uma segunda tentativa, previsivelmente neste aspecto será necessária uma considerável revisão.

Apesar dessas objeções, a nova lei de aquisição de empresas apresenta-se como um significativo avanço. Acima de tudo depõe a seu favor o fato de ela disponibilizar uma estrutura adequada para o estabelecimento de um processo de aquisição de empresas, suficiente para os princípios da transparência, da igualdade e da informação dos acionistas, bem como permite uma decisão proporcionalmente célere.<sup>27</sup> Além disso, através da introdução das regras de oferta obrigatória e de *squeeze out*, combinadas com um adequado acordo de rescisão, ela assegura a estrutura necessária para uma regulação do problema dos minoritários.<sup>28</sup> Por fim, através da expansão da autoridade federal para comércio de títulos em uma autoridade de controle similar à SEC (*Securities and Exchange Commission*) americana, ela garante, em primeira mão, também para o mercado de aquisição de empresas alemão, uma estrutura institucional em conformidade com os standards internacionais.<sup>29</sup> De resto, dificilmente se pode esperar, pelos motivos já citados, que um Estado liberalize suas regras de aquisição de empresas de forma muito ampla, enquanto outros Estados não façam o mesmo. Especialmente para a Alemanha, a problemática é ademais de uma sensibilidade particular, porque, através de uma aquisição de empresa, pode tornar-se inútil a participação dos trabalhadores (na gestão empresarial), algo que, no direito alemão, foi fortemente desenvolvido.<sup>30</sup> Considerando esses aspectos, deve-se observar a regra, há pouco mencionada, do §33, seção 1, cláusula 2, alternativa 3 da WpÜG, segundo a qual a competência para aprovação das medidas protetivas da diretoria é do conselho fiscal ao invés da assembleia geral. Pois o conselho fiscal é o órgão no qual a participação dos trabalhadores foi legalmente estabelecida, e assim podem seus representantes nela – diferentemente da assembleia geral – fazer valer sua influência para construir obstáculos à aquisição da empresa.

---

WpÜG (nota de rodapé 3), § 33 Rz. 20 ss., 23; criticamente também *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, Public Company Takeovers in Germany (nota de rodapé 16), p. 204 s.; relativizando *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 427 s.

<sup>27</sup> Semelhante a *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 385, 399 f.; *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 858 ss.

<sup>28</sup> Cf. §§ 35 ss. WpÜG e §§ 327a ff. AktG. Cf. ainda a este respeito *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 388 s., 392, 415 ss.; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (nota de rodapé 3), § 35 Rz. 3 ss. e. § 327a Rz. 4 ff.; *Harbarth*, ZIP 2002, 321 ss.; *Habersack*, ZIP 2001, 1230 ss.; *Grunewald*, ZIP 2002, 18 ff.; *Wolf*, ZIP 2002, 153 ss.; *Rodewald/Siems*, ZIP 2002, 926 ss.

<sup>29</sup> Cf. §§ 4 s. WpÜG; a este respeito: *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 858; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 385, 390 ss.

<sup>30</sup> §§ 6 ss. Mitbestimmungsg.

## II. A PROIBIÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS

Uma segunda problemática essencial ao moderno regulamento do mercado de capitais constitui a proibição das informações privilegiadas.

### 1. O escopo de proteção da proibição do tráfico de informações privilegiadas

O fundamento desta proibição constitui a ofensa, geralmente percebida nas transações de títulos, por meio da qual alguém, aproveitando-se de informações não acessíveis a todos, obtém uma vantagem especial. As dificuldades começam para além destas aparentemente manifestas ideias subjacentes, pois de modo algum é fácil precisar, em contraste com a primeira impressão, em que consiste o escopo de proteção das informações privilegiadas.

#### *a) Fundamentos econômicos*

Em literatura jurídico-econômica, é sempre adotada a posição de que as informações privilegiadas de maneira alguma seriam prejudiciais aos investidores; ao contrário, elas contribuem, como toda possibilidade de exploração de incentivos, para o aumento da eficiência do mercado de capitais; assim sendo, deveriam ser simplesmente consideradas como desejáveis e, portanto, não deveria ser possível aplicar-lhes sanções judiciais.<sup>31</sup> Acrescenta-se a isto a consideração de que, no fundo, o tráfico de informações privilegiadas representa um “delito sem vítima”: pois, em consequência do anonimato das condições de mercado, as informações privilegiadas não são uma fraude pela qual se possa acusar seu parceiro de mercado, tampouco este sofreu um prejuízo através do negócio, vez que, em todo caso, ele o realizou e com isso sofreu a mesma perda também, independentemente do tráfico de informações privilegiadas.<sup>32</sup> Considerando tais dificuldades, torna-se claro que, apesar da intuitiva plausibilidade da ilicitude do tráfico de informações privilegiadas, não é fácil definir a quais propósitos uma atual regulação sobre o tráfico de informações privilegiadas legitimamente poderia se prestar.

---

<sup>31</sup> Cf. *Manne*, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966, *passim*; mais recentemente: *Posner*, *Economic Analysis of Law* (nota de rodapé 4), p. 459 s.; *Carlton/Fischel*, 35 *Stan. L. Rev.* 857 ss. (1983).

<sup>32</sup> Sobre as dificuldades de uma compensação privada pela violação concernente a informações privilegiadas cf. *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider*, *Wertpapierhandelsgesetz*, 2. ed. 1999, § 14 Rz. 109.

### *b) A proteção da integridade da atividade de mercado*

Primeiramente, decerto que o propósito da proibição do tráfico de informações privilegiadas não pode ser atingir um estado de informações idênticas para todos os operadores de mercado.<sup>33</sup> O proveito de vantagens na obtenção de informações, que, por meios *limpos*, são obtidas com uma minuciosa observação da atividade de mercado ou dos empresários atuantes no mercado, não é apenas lícito, mas também necessário para um funcionamento eficiente dos mercados de capitais. O objetivo da proibição do tráfico de informações só pode ser sancionar o aproveitamento *sujo* de informações não acessíveis a todos, na medida em que tal põe em risco a confiança na pureza do mercado de capitais e, com isso, subverte suas condições de funcionamento.<sup>34</sup>

Um dos pensamentos centrais da proibição do tráfico de informações privilegiadas é portanto a proteção institucional do funcionamento dos mercados de capitais, que só pode ser garantida quando todos os investidores puderem confiar que certos grupos, por via do aproveitamento de informações não públicas, não fornecerão vantagens especiais *sujas ou desleais*.

## **2. A concretização do escopo de proteção de tráfico de informações privilegiadas**

Mas o que é, neste sentido, “sujo” (ou desleal)? Nos debates internacionais até aqui dois modelos de regulamentação dominam a cena. A primeira abordagem, defendida especialmente nos EUA, baseia-se na ideia de uma violação de dever, ao passo que a segunda abordagem, dominante na Europa, é orientada primariamente em vista da capacidade de funcionamento do mercado.

### *a) O modelo de regulação adotado pelo pensamento jurídico estadunidense, orientado em função da violação do dever*

---

<sup>33</sup> Assim é a posição agora dominante na Alemanha e na América; Cf. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (nota de rodapé 32), Vor § 12 Rz. 40; *Fleischer*, Informationsasymmetrie im deutschen Vertragsrecht, 2001, S. 562 s., 566, 939 s. e *passim*. Cf. abaixo na nota de rodapé 35 acerca da medida mais rigorosa, mas agora ultrapassada, da *parity of information theory*.

<sup>34</sup> Cf. também *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 562 s., 939 s., que diferencia entre informação antecipada “legítima” e “ilegítima”.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O essencial do ponto de vista avaliativo do modelo jurídico estadunidense consiste inicialmente nisto: o julgamento acerca da ilicitude do aproveitamento das informações privilegiadas decisivamente será apoiado na violação de uma relação contratual ou de dever de lealdade. Nos Estados Unidos, este regime jurídico representa o ponto final de um desenvolvimento que durou várias décadas, expresso no surgimento de três conhecidas teorias sobre a proibição do tráfico de informações privilegiadas – as teorias de *parity of information* (paridade da informação), *fiduciary duty* (dever fiduciário) e *misappropriation* (apropriação indébita). A primeira teoria inclui no tipo penal do tráfico de informações privilegiadas não autorizado simplesmente qualquer proveito que se faça de informações vantajosas e relevantes.<sup>35</sup> Por outro lado, a segunda teoria situa-se na posição segundo a qual não é a existência de uma assimetria das informações, mas tão somente o aproveitamento abusivo ou desleal em relação a uma *sociedade emitente* o fator decisivo para a configuração do tipo penal tráfico de informações privilegiadas.<sup>36</sup> Contudo, vez que tal definição revelou-se muito estrita em numerosos casos, surgiu por fim a última teoria mencionada, coerente com o atual regime jurídico em vigor: segundo esta, o pressuposto decisivo para configurar o tráfico ilícito de informações privilegiadas reside no aproveitamento *abusivo* da informação, *independentemente* se a quebra de confiança se deu especialmente em relação a uma sociedade emitente ou em uma outra relação jurídica.<sup>37</sup> Como resultado, as regras sobre o tráfico de informações privilegiadas utilizam-se de uma violação de direitos praticada por terceiros em face de regras contratuais ou legais, para que possa daí, por seu turno, produzir o veredito de tráfico não autorizado de informações privilegiadas.

Para esclarecer em um exemplo, seria algo como atribuir a prática de transação não autorizada de informações privilegiadas a uma faxineira que, por meio de aproveitamento de segredos comerciais encontrados por acaso, promove uma violação contratual em relação ao seu

---

<sup>35</sup> Basicamente *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968); a este respeito *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 932; *Weber*, *Insiderrecht und Kapitalmarktschutz*, 1999, p. 51 ss.

<sup>36</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108 (1980). A decisão do Supremo Tribunal negou a culpabilidade de um funcionário de uma loja de serviços de impressão (copiadora) que tinha conseguido tirar partido de informações obtidas quando lhe foi confiada, por seu empregador, a impressão de documentos confidenciais acerca de uma futura aquisição corporativa que envolvia substanciais ganhos no mercado de ações. Esta visão estreita, que não concedeu à quebra de confiança em relação ao *empregador* qualquer relevância jurídica privilegiada, foi objeto de fortes críticas. Cf. *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 932 ss.; *Weber* (nota de rodapé 35), p. 74 ss.; cada um com informações adicionais.

<sup>37</sup> O mais famoso exemplo disso é a decisão-modelo no caso *United States v. O'Hagan*, 117 S.Ct. 2199 (1997); Cf. ainda *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 934 s.; *Weber* (nota de rodapé 35), p. 99 ss., 116 ss.; cada um com informações adicionais.

empregador; tal acusação não poderia ser feita contra um transeunte, uma vez que a escuta não autorizada acidental e o proveito dessas mesmas informações não representam violação contratual.<sup>38</sup>

*b) O modelo de regulação adotado na Alemanha e na Europa, orientado em vista do funcionamento do mercado*

Em contrapartida ao modelo acima descrito, tem-se o modelo alemão e europeu de regulação das informações privilegiadas. Neste, o ponto de vista decisivo reside não na violação da relação contratual ou de lealdade, mas sim diretamente na ameaça à pureza dos mercados de capitais.<sup>39</sup>

A ele corresponde a estrutura do §§ 12 e seguintes da Lei de Comércio de Títulos (WpHG, na sigla em alemão), contida nas regras sobre tráfico de informações privilegiadas do direito alemão.<sup>40</sup> Seu eixo e ponto central é o conceito de tráfico de informações privilegiadas, que se distingue em assim nos chamados informantes (*Insider*) primário e secundário. Informantes ou *insiders* primários são, de acordo com o §13 Seção 1 da WpHG, pessoas – tais como administradores, sócios ou auditores – que possuem *certamente (por força de sua posição)* conhecimento de informações privilegiadas; o círculo dos informantes ou *insiders* secundários, conforme o § 14 Seção 2 da WpHG, abrange pelo contrário *todas* as pessoas restantes que – sem ser informantes primárias – possuem conhecimento de uma informação privilegiada.<sup>41</sup> Com isso, contrariamente ao direito estadunidense, não apenas o caso da faxineira que comete a violação contratual, mas também é alcançado o transeunte que realiza uma escuta não-autorizada.

---

<sup>38</sup> Outros exemplos em *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 552

<sup>39</sup> Cf. *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider* (nota de rodapé 32), § 14 Rz. 4a ss.; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowsky* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, Band III, 1997, § 107 Rz. 4 s.; *Kümpel*, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 1995, Rz. 14.92; *Caspari*, *ZGR* 1994, 530, 532 ss.

<sup>40</sup> Isto é devido à implementação da diretiva europeia sobre informações privilegiadas, adotada em 1989 (ABl. EG Nr. L 334 v. 18. 11.1989). Anteriormente, as regras sobre informações privilegiadas na Alemanha – similarmente às regras sobre aquisição de empresas – eram deixadas a uma auto-regulação baseada na autonomia da vontade livre.; cf. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (nota de rodapé 32), Vor § 12 Rz. 5 ss.

<sup>41</sup> Sobre o conceito de informações privilegiadas no direito alemão cf. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (nota de rodapé 32), § 13 Rz. 1 ss., 4 ss., 76; *Hopt*, in: *Bankrechts-Handbuch* (nota de rodapé 39), § 107 Rz. 8 ss.; *Fleischer* (nota de rodapé 35), p. 549 ss.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Não obstante, não representa tráfico ilícito de informações privilegiadas todo e qualquer caso de fruição de vantagem sobre informações relevantes, posto que a lei, em seu § 13 seção 2 (WpGH) expressamente exclui conhecimentos avançados que baseiam-se em observação própria e detalhada do mercado. A lei privilegia assim a obtenção lícita de informações por via de cuidadosa análise e prognóstico, sancionando, em contrapartida, o proveito ilícito até quando a obtenção da informação se dá por acaso e quando não há qualquer violação de dever em relação ao seu portador.

Por detrás deveria haver a ideia – que claramente a literatura até aqui, ao menos a visível, não suficientemente considerou ou sequer viu – de que somente uma vantagem baseada em *desempenho* é suscetível de proteção, porém, para além disso, devem ser dadas as *mesmas* chances para o comércio no mercado. Por conseguinte, tem-se aqui uma estreita ligação com o posicionamento central de que a competição de *performance* normalmente também pertence ao nosso direito econômico.<sup>42</sup> A partir deste ponto de vista prova-se que a abordagem subjacente à teoria estadunidense da apropriação indébita, que conecta em uma violação de dever da informação privilegiada face ao portador da informação, é dogmaticamente insustentável, vez que infringe a exigência de consistência teleológica: pois à empresa, cujas informações um *insider* – seja este também o próprio Conselho Diretivo – utiliza, o aproveitamento do conhecimento privilegiado pode lhe ser, via de regra, totalmente indiferente, porque através deste ela basicamente não sofre qualquer prejuízo; tendencialmente haveria até um benefício, haja vista que a chance de obtenção de informações lucrativas é financeiramente atrativa para o empregado e por isso pode ser utilizada pela empresa como incentivo para obtê-las.

Tão mais distintas contudo são as abordagens *dogmáticas* que buscam esclarecer a proibição do tráfico de informações privilegiadas, tanto mais se aproximam mesmo assim os resultados *práticos* de ambos modelos.<sup>43</sup> É preciso, portanto, de fato, exemplos excêntricos e irrealistas, como os da faxineira e do transeunte, a fim de encontrar as distinções práticas.

---

<sup>42</sup> Cf. i.e. *Fikentscher*, Festschrift für W. Lorenz, 1991, S. 345 f.; *Bydlinski*, System und Prinzipien des Privatrechts, 1996, S. 619 ss.; *Baumbach/Hefermehl*, Wettbewerbsrecht, 22. ed. 2001, Einl. UWG Rn. 96 ss.; cf. também em termos gerais sobre o comportamento da justiça distributiva em relação à liberdade contractual, concorrência e mercado *Canaris*, Die Bedeutung der iustitia distributiva im deutschen Vertragsrecht, 1997, p. 67 ss.

<sup>43</sup> Sobre isto aponta especialmente também *Fleischer* (nota de rodapé 33), f. 932 s.

### 3. As sanções da proibição do tráfico de informações privilegiadas

Com isso coloca-se por fim a questão sobre qual a forma mais eficaz de sancionar uma violação da proibição do tráfico de informações. Neste sentido consideram-se principalmente os pedidos privados de indenização. Pedidos de indenização possuem um papel importante<sup>44</sup>, especialmente nas regras estadunidenses sobre informações privilegiadas, que autorizam as chamadas *punitive damages* ou indenizações com caráter punitivo, ao passo que, no direito alemão, em consequência das ditas dificuldades relativas à prova do dano, as regras ficam um passo atrás das sanções de direito penal.

Um significado essencial está para além do princípio da prevenção. Neste sentido, deve-se nomear especialmente a publicidade ad hoc, que não apenas é praticada na Alemanha, mas também em outros estados, como EUA ou Japão. Na Alemanha, as empresas são obrigadas, de acordo com o §15 da WpHG, a tonar prontamente públicos todos os eventos potencialmente relevantes, tão logo a salvaguarda do segredo empresarial não seja mais indispensavelmente necessária ou o evento não possa mais ser mantido em segredo. O escopo da publicidade ad hoc é, através da publicidade o mais depressa possível das informações relevantes, manter o risco de tráfico ilícito de informações privilegiadas o mais baixo possível.<sup>45</sup>

Além disso, de uma perspectiva jurídico-política, concebe-se um sem número de outras medidas preventivas. Considera-se algo como um dever válido imposto a todos os membros da diretoria e do conselho fiscal divulgar as operações sobre títulos com os títulos da própria sociedade; e, de fato, na Alemanha, este pensamento foi recentemente levado em conta no ainda a ser discutido novo §15a da WpHG.<sup>46</sup> Um dever semelhante pode ser discutido também em relação às atividades próprias dos analistas e corretores de ações. Eventualmente seria concebível, para as atividades próprias destes grupos de pessoas, um tempo de latência,

---

<sup>44</sup> Fundamentalmente *Kardon v. National Gypsum*, 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946); a este respeito *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 931.

<sup>45</sup> Sobre a finalidade e posição sistêmico-jurídica da publicidade ad hoc cf. *Hopt*, in: *Bankrechts-Handbuch* (nota de rodapé 39), § 107 Rz. 45 ss.; *Kümpel*, *Bank- und Kapitalmarktrecht* (nota de rodapé 39), Rz. 14.226 ss.; *idem* in *Assmann/Schneider* (nota de rodapé 32), § 15 Rz. 15 ss.; igualmente *von Klitzing*, *Die Ad-hoc-Publizität*, 1999, p. 7 ss., 29 ss.; *Waldhausen*, *Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache*, 2002, p. 22 ss.

<sup>46</sup> Cf. nota de rodapé 67

durante o qual, entre sua publicação e entrada em vigor, insira um intervalo de tempo de cerca 24h ou 48h, a fim de dar ao mercado a oportunidade de absorver esta informação.<sup>47</sup>

### III. TRANSPARÊNCIA E PUBLICIDADE

Com isso chega a escrutínio a terceira parte desta contribuição, dedicada à transparência e publicidade do mercado de capitais. Seu significado central é, na atualidade, novamente conscientizar de forma vigorosa, não somente através dos escândalos ENRON e WORLDCOM, mas também por meio da persistente crise dos bancos japonesa.

#### 1. Fundamentos jurídico-políticos e o conceito de publicidade

Pertencem aos meios de publicidade do mercado de capitais junto à já citada publicidade ad hoc especialmente o dever de declaração anual e semestral da situação financeira consolidada e das contas da empresa, bem como os requisitos sobre o conteúdo dos prospectos de câmbio. Também em conexão com a concepção desses deveres – para voltar ao ponto de partida deste texto – surgem crescentes problemas referentes à globalização bem como à participação de cada vez maior de camadas populares nas atividades do mercado.

Neste sentido, chega-se mais próximo de duas vertentes exemplares: numa tem-se a atual tendência de harmonização internacional das normas de contabilidade, na outra tem-se a problemática da responsabilidade pela violação do dever de publicidade frente a investidores lesados.

##### *a) A internacionalização do direito contábil*

De um lado há atualmente uma crescente necessidade de uma uniformização internacional das normas contábeis. Ainda que seja compreensível esta preocupação em relação ao domínio internacional dos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) norte-americanos e dos *International Accounting Standards* (IAS)<sup>48</sup>, ela levanta todavia significativos problemas de harmonização com as normas nacionais de contabilidade.

---

<sup>47</sup> A este respeito *Fleischer* (nota de rodapé 33), p. 554.

<sup>48</sup> O GAAP, por meio do Financial Accounting Standards Board, uma instituição privada americana, serão configurados e irão adquirir a sua eficácia para que a Securities and Exchange Commission  
Revista *Argumentum* – RA, eISSN 2359-6889, Marília/SP, V. 17, pp. 509-530, Jan.-Dez. 2016. 523

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Neste sentido, a Alemanha possui, nos §§ 238 e ss. de seu Código Comercial, todo um direito contábil codificado<sup>49</sup>, que entretanto não é compatível nem com os GAAP tampouco com os IAS. Por conseguinte, as sociedades alemães que queriam se beneficiar do mercado de capitais norte-americano há até alguns anos atrás foram obrigadas a elaborar o relatório consolidado sobre sua situação financeira duas vezes, a saber: uma segundo o direito alemão e uma conforme o direito estadunidense.<sup>50</sup>

Desde 1998 existe agora, no § 292a do Código Comercial alemão, ao menos a título transitório, uma regra que admite para a empresa, em relação à sua situação financeira consolidada, um direito de escolha entre as regras contábeis alemã e as internacionais<sup>51</sup>, porém esta regulamentação de modo algum marca o ponto final do desenvolvimento desta questão. O direito contábil alemão, sobretudo por meio da regulamentação europeia sobre aplicação de regras contábeis internacionais, em vigor desde setembro de 2002, foi colocado em uma base completamente nova.<sup>52</sup> No art. 4 desta regulamentação está previsto que, no mais tardar a partir de 2005, a aplicação dos IAS por sociedades cotadas em bolsa é obrigatória para a demonstração consolidada da situação financeira; além disso, confirma o art. 5 desta regulamentação que tal regra deve valer como opção para as demonstrações contábeis individuais de todas as sociedades – incluso aquelas que não são cotadas em bolsa. Esse desenvolvimento confronta a ciência jurídica assim com uma problemática totalmente nova no que concerne à introdução das regulamentações anglo-americanas na economia

---

(SEC) faça com que o acesso ao mercado pelas empresas dependa da observância destas regras. No IAS trata-se do anúncio do International Accounting Standards Board (IASB). Ambos os conjuntos de regras não podem ser comparados com a legislação europeia central, só incluindo representações descritivas que dizem respeito a questões contábeis individuais. Cf. *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1437 s., com informações adicionais.

<sup>49</sup> §§ 238 ff. HGB foram introduzidos pela Lei Demonstrações Financeiras de 19 de dezembro de 1985, que previa a implementação de lei de diretrizes de três empresas da UE, no Livro III do HGB. Ver: Entstehungsgeschichte und Rechtsgrundlagen des deutschen Bilanzrechts etwa *Baumbach/Hopt*, HGB (nota de rodapé 12) Einl. v. § 238 Rz. 1 ss., 12 ss.

<sup>50</sup> *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1437.

<sup>51</sup> Introduzido pela lei de facilitação de captação de capital de 1998 (*Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz*), BGBl. I 1998, 707. A disposição destinava-se apenas a ser uma solução provisória, perdendo sua vigência em 31.12.2004; cf. *Baumbach/Hopt*, HGB (nota de rodapé 12), § 292a Rz. 3; a esse respeito também *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1437

<sup>52</sup> Regulamento (CE) N. 1606/2002 do Parlamento e do Conselho Europeus, de 19 de Julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade, ABl. EG Nr. L 243/1 v. 11.9.2002. A este respeito, antecipadamente: *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1439 s.

alemã, que dificilmente se concilia com essas regras.<sup>53</sup> O mesmo vale em outros países, cujas regras de contabilidade até então não correspondem aos standards internacionais. Como este desafio será vencido é uma questão que se mostra totalmente em aberto.

### *b) As sanções de responsabilidade por danos para violações de publicidade*

Um segundo problema fundamental de todas as formas de publicidade é a questão acerca de sua aplicação ao caso concreto, que pressupõe a existência de uma sanção adequada. Deste modo ficam em foco especialmente pedidos de indenização privados dos investidores enganados por falsas comunicações empresariais, vez que a comprovação do dano aqui – diferentemente do âmbito do tráfico de informações privilegiadas – não coloca quaisquer dificuldades.

A configuração deste tipo de responsabilidade por danos, deve-se considerar primeiramente que uma prevenção eficaz só pode ser garantida, se não apenas a empresa emissora, mas também seus administradores, ou seja, os membros da diretoria e do conselho fiscal, assumirem o risco de uma responsabilidade individual/pessoal – particularmente naqueles casos em que a sociedade normalmente já está insolvente.<sup>54</sup> Em segundo lugar, uma base efetiva para a responsabilidade em casos de violação de publicidade exige/pressupõe um parâmetro de responsabilidade mais rígido que a simples intenção ou dolo, cuja comprovação, em regra, está notoriamente ligada a significativas dificuldades. Por isso seria desejável jurídico-politicamente o assentamento de padrões de maior negligência.<sup>55</sup> Em terceiro lugar, todos os potenciais princípios de responsabilidade levantam a dúvida quanto à repartição do ônus da prova no que tange ao nexo de causalidade entre lesão à publicidade e a decisão de

---

<sup>53</sup> A admissibilidade desta construção é extremamente controversa. Parte do § 292a HGB foi, devido à referência nele contida ao controle estrangeiro, tido como inconstitucional; neste sentido, *Hommelhoff*, Festschrift Odersky, 1996, 779 ss.; *Kirchhof*, ZGR 2000, 681 ss.; *Schulze-Osterloh*, in: *Hommelhoff/Röhrich* (1997), Gesellschaftsrecht 1997, RWS-Forum 10, p. 301, 304; a.A. *Baumbach/Hopt*, HGB (nota de rodapé 12), § 292a Rz. 1; *Heintzen*, BB 1999, 1050 ss.; *Henssler/Slota*, NZG 1999, 1133, 1139. Em face fixação agora no direito europeu da remissão para a IAS, deve essa crítica contudo agora ser retirada. No entanto, isso não muda os problemas metodológicos significativos que a inclusão de regulamentações estrangeiras suscitam (aplicabilidade da metodologia do direito alemão? Modificação por princípios especiais autônomos de interpretação? Ver, para um problema semelhante, *Canaris*, JZ 1987, 543 ss.; manifesta-se criticamente também *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1438 s.

<sup>54</sup> Cf. semelhante *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, Berlin 2002; Abdruck der Thesen in NJW-Beilage 23/2002, 37, 40.

<sup>55</sup> Semelhante: *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

investimento, vez que, via de regra, dificilmente será possível aos investidores lesados pelas comunicações ad hoc falsas ou omitidas demonstrar que, em caso de esclarecimento correto, as referidas ações não teriam sido compradas ou – em caso contrário – teriam sido vendidas no tempo certo. Uma certa facilitação do ônus da prova em favor dos investidores é portanto indispensável.<sup>56</sup>

Algumas dessas exigências jurídico-políticas bem como as dificuldade de sua implementação foram recentemente objeto de espetacular série de julgamentos no caso “Infomatec”.<sup>57</sup> Particularmente notável é a decisão do Tribunal de Justiça de Augsburg<sup>58</sup> (*Landgericht – LG*) na qual o tribunal concedeu indenizações em um espectro delitivo abrangente a vários investidores lesados por comunicações ad hoc não somente contra a sociedade emissora mas também contra os membros da diretoria. Estes propositalmente melhoraram a cotação das ações e publicaram um comunicado falso sobre supostos grandes contratos existentes. Em relação à questão do nexa causal, o tribunal contentou-se com as simples explicações dos investidores lesados, que tomaram conhecimento desses comunicados e, se estivessem a par de sua falsidade, não teriam se decidido pela compra de ações e/ou venda imediata.<sup>59</sup> Concretamente diz respeito portanto a uma suposição em prol da conduta “adequadamente esclarecida” dos investidores lesados, que vale de modo similar ao âmbito da responsabilidade pelo teor das informações em conformidade com as regras da bolsa; neste âmbito, o típico efeito de desencadear a “disposição (ou clima) para investimento” através de um prospecto da bolsa de valores se justifica.<sup>60</sup>

Entretanto, esta decisão foi recentemente anulada de novo pelo Tribunal Regional Superior de Munique (*Oberlandesgericht – OLG*).<sup>61</sup> Segundo o entendimento do tribunal essa suposição de conduta adequadamente esclarecida não pode ser transferida às comunicações ad hoc incorretas, pois que estas, ao contrário dos prospectos da bolsa de valores, não teriam como

<sup>56</sup> Semelhante: *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40; *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 s.

<sup>57</sup> LG München I, Urt. v. 28.6.2001 – 12 O 10157/01, ZIP 2001, 1814 – Infomatec I; LG Augsburg, Urt. v. 24.9.2001 – 3 O 4995/00, ZIP 2001, 1881 – Infomatec II; LG Augsburg, Urt. v. 11.1.2002 – 9 O 1858/01 (não publicado); LG Augsburg, Urt. v. 9.1.2002 – 6 O 1640/01, ZIP 2002, 530 – Infomatec IV; OLG München, Urt. v. 14.5.2002 – 30 U 1021/01, ZIP 2002, 1727 – Folgeinstanz zu Infomatec II; também a este respeito *Tilp*, ZIP 2002, 1729 ss.; *Barnert*, WM 2002, 1473 ss.; *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471 ss.; *Rieckers*, BB 2002, 1213 ss.

<sup>58</sup> LG Augsburg, ZIP 2001, 1881 – Infomatec II.

<sup>59</sup> LG Augsburg, ZIP 2001, 1881, 1882 f.

<sup>60</sup> Cf. §§ 45, 46 BörsG; a este respeito: *Groß*, Kapitalmarktrecht, 2002, §§ 45, 46 BörsG Rz. 39; *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1657 ss.

<sup>61</sup> OLG München, ZIP 2002, 1727 s. Com observações críticas: *Tilp*, ZIP 2002, 1729 ss.

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

consequência necessária o estabelecimento da disposição ou clima para investimento. Mais concretamente, os requerentes deveriam então apresentar em detalhes – algo referente a fatores como capitalização e mentalidade de investidor – e *em particular* até que ponto suas decisões de investimento baseiam-se nas comunicações ad hoc incorretas.<sup>62</sup> Uma tal condenação em bloco/generalizada de quaisquer formas de facilitação do ônus da prova infringe manifestamente os interesses relativos a uma eficaz/efetiva proteção ao investidor, vez que, conforme visto, uma conexão contínua, detalhada amiúde, entre uma comunicação ad hoc falsa e a execução ou omissão (!) de uma determinada decisão de investimento raramente se pode comprovar.<sup>63</sup> Além disso, o Tribunal Regional Superior de Munique desconhece que a criação de um clima favorável ao investimento não é uma condição necessária para a inversão do ônus da prova no âmbito da responsabilidade prospecto Lei da Bolsa de Valores, mas apenas um entre vários elementos de avaliação importantes.<sup>64</sup> Por fim, a decisão do Tribunal Regional Superior de Munique também coloca-se em contraste em face da jurisprudência aplicável – embora nem sempre sustentada de forma linear – do Supremo Tribunal Federal da Alemanha (*Bundesgerichtshof* – BGH), que com a violação de deveres de esclarecimento e informação, basicamente realiza uma inversão do ônus da prova em favor dos pressupostos referentes a um comportamento adequado ao esclarecimento (*aufklärungsrichtigen Verhaltens*)<sup>65</sup>, satisfazendo seu objetivo de proteção. Uma vez que o problema, portanto, em vários aspectos possui importância fundamental, é difícil entender porque o OLG não permitiu recurso ao Supremo Tribunal, especialmente porque as várias decisões na matéria "Infomatec" possuem diferenças significativas em relação à utilização/aplicação dos fundamentos jurídicos.<sup>66</sup>

---

<sup>62</sup> OLG München, ZIP 2002, 1727, 1728 s.

<sup>63</sup> Assim, a literatura se baseia principalmente na visão de que determinada carga de prova deve ser exigida. Cf. especialmente *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1657 ss., que decididamente se declara em favor da adoção da suposição válida por força do §§ 45 s. BörsG.; semelhante: *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1476; concordando em termos gerais: *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 s.; *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40; diferenciado tb: *Tilp*, ZIP 2002, 1729, 1730; a.A. *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1219.

<sup>64</sup> Ver semelhante *Canaris*, Bankvertragsrecht (nota de rodapé 60) Rz 2282

<sup>65</sup> Fundamentalmente BGHZ 61, 118, 122; Cf. a este respeito, por exemplo, NGHZ 64, 46, 51: 72, 92, 106; BGH WM 1994, 1466; BGH ZIP 2002, 1238; Cf. a este respeito, por exemplo, *Canaris*, Bankvertragsrecht, 3a. ed., 1988, Rz. 30; *Palandt/Heinrichs*, 61a. ed., 2002, §282 Rz. 15 com informações adicionais.

<sup>66</sup> Especialmente no que diz respeito à questão de saber se § 88 do Exchange Act pode ser considerado como lei de proteção na acepção do § 823 par. 2 BGB; neste sentido, LG Augsburg, ZIP 2001, 1881, 1883 – Infomatec II; dagegen LG Augsburg, ZIP 2002, 530 – Infomatec IV und die h.L.; vgl. etwa *Groß*, Kapitalmarktrecht (nota de rodapé 60), § 88 BörsG Rz. 1; *Barnert*, WM 2002, 1473 ss.; com referências adicionais.

### 2. Síntese dos novos desenvolvimentos legais no âmbito da transparência e da publicidade na Alemanha

Nos últimos tempo, se ocupam da área da transparência e da publicidade na Alemanha não apenas a jurisprudência, mas também e constantemente a legislação. Subsequentemente, apresentam-se portanto algumas novas leis neste setor.

#### a) *Quarta Lei de Promoção do Mercado Financeiro*

Primeiramente deve-se mencionar a Quarta Lei de Promoção do Mercado Financeiro, que entrou em vigor em julho de 2002.<sup>67</sup> Aos objetivos desta lei pertencem, ao lado de uma flexibilização da atividade de mercado e do combate à lavagem de dinheiro também a melhoria da proteção ao investidor por intermédio do aumento da transparência do mercado. A tais objetivos servem os §§ 37b e c da WpHG, que, pela primeira vez, contém expressamente os fundamentos da responsabilidade para a compensação dos danos causados aos investidores devido à publicação omissa ou incorreta de fatos relevantes – como no caso Infomatec. Neste sentido, eles são oportunos, vez que com eles o combate jurídico de tais danos foi colocado em uma base legal própria. Mesmo assim, o novo regime, como apropriadamente notado pela literatura, apresenta-se como pouco mais que um cuidadoso primeiro passo na direção correta, vez que este deixa problemas essenciais ainda sem solução<sup>68</sup> – dentre outros, o problema da responsabilidade pessoal dos administradores, bem como a divisão do ônus da prova. Ademais, a lei contém outras novas regulamentações dignas de serem citadas, dentre outras o dever do *business insider* de divulgar seus negócios feitos com papéis da própria empresa.<sup>69</sup>

#### b) *Lei de Transparência e Publicidade*

---

<sup>67</sup> Viertes Finanzmarktförderungsgesetz de 21.06.2002, BGBl. I 2002, 2010

<sup>68</sup> Ver: *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 s.; *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40; *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1220 s.

<sup>69</sup> „Directors’ Dealings“; a este respeito, *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 ss. com outras referências. Além disso, o problema também foi incorporado ao recentemente introduzido Corporate Governance Kodex (Ponto 6.6); cf. tb. Nota de rodapé 71

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Um segunda lei atual é a Lei de Transparência e Publicidade<sup>70</sup>, que baseia-se nas recomendações da Comissão Governamental sobre Corporate Governance<sup>71</sup>, instituída no ano 2000, cuja parte essencial entrou em vigor também em julho de 2002. O esboço da lei prevê, dentre outros, expansão dos direitos de controle do conselho fiscal, desregulamentação no âmbito da assembleia geral bem como uma modernização de cada disposição sobre normas contábeis e de auditoria. Neste campo, entretanto, devido aos já mencionada nova regulação europeia sobre a aplicação de standards internacionais sobre normas contábeis, futuramente serão necessárias profundas mudanças substanciais.<sup>72</sup>

### c) *Corporate Governance Kodex (Código de Corporate Governance)*

Uma das mais importantes propostas da Comissão de Corporate Governance diz respeito em última análise ao desenvolvimento do Corporate Governance Kodex alemão como fundamento de um compromisso da economia com standards de boa gestão empresarial.<sup>73</sup> Este código, que ficou pronto em fevereiro de 2002, é complementado por um chamado regime de *comply or explain*, introduzido no § 161 da Lei das Sociedades pela Lei de Transparência e Publicidade. As empresas não são obrigadas a seguir a regra do código; sociedades orientadas pela bolsa todavia são obrigadas anualmente a declarar ou cumprimento ou descumprimento de tais regras e assim se justificar perante o público geral.

Se este regime revelar-se-á viável, teremos que ver.<sup>74</sup> Afinal o código desenvolve alguns princípios oportunos no âmbito da divulgação de conflitos de interesses dos membros da diretoria e do conselho fiscal (pontos 4.3, 5.5, 6.6), como especialmente a independência da auditoria, que futuramente está obrigada a divulgar sua relação com a sociedade perante o conselho fiscal (ponto 7.2.1). Destarte o Kodex alcança a problemática da interdependência entre empresa e sociedades de auditoria, que o escândalo ENRON nos Estados Unidos de

---

<sup>70</sup> Transparenz- und Publizitätsgesetz de 19.07.2002, BGBl. I 2002, 2681; Também a este respeito: *Schüppen*, ZIP 2002, 1269; *Hermanns*, ZIP 2002, 1785

<sup>71</sup> *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001.

<sup>72</sup> Ver acima nota de rodapé 52

<sup>73</sup> Bundesministerium der Justiz, Bekanntmachung des „Deutschen Corporate Governance Kodex“ vom 20. 08. 2002, publicado no Diário Oficial Eletrônico (elektronischer Bundesanzeiger) em 30.08.2002, disponível em <http://www.ebundesanzeiger.de/amtlicheil/bekanntmachung.asp>, também impresso in ZIP 2002, 452 ss.; Cf. *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (nota de rodapé 69), Rz. 5 ss.

<sup>74</sup> Crítico a esse respeito, *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 381 s.: “no que tange às recomendações da Comissão governamental ‘Corporate Governance’, infelizmente dilui-se nos pontos decisivos.”

## REQUISITOS PARA UMA MODERNA LEGISLAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

forma notável trouxe à luz. Em outros âmbitos, as vagas disposições do código em contrapartida não são convincentes. Em especial, o código deixa faltar um claro compromisso com o dever de neutralidade da diretoria na situação de aquisição da empresa (ponto 3.7).

Seja como for que isto seja avaliado, a visão geral sobre os três atuais regulamentos deve, de qualquer maneira, mais uma vez ter em mente como a mudança estrutural dos mercados de capital, principalmente a globalização dos mercados e a participação de cada vez mais amplas camadas populares em atividades de mercado, marca essencialmente a discussão sobre a reforma das regras alemãs sobre mercado de capitais.