

# ***INSIDER TRADING:***

## **Antes e depois da reforma na Lei de Sociedades por Ações**

**PEDRO FRADE DE ANDRADE – Advogado. Mestrando em Direito Civil pela UFMG. Professor de Direito Civil da Unicentro Newton Paiva, Faculdade de Direito Arnaldo Jansen, e do Curso de Pós-Graduação da Anamages.**

### **INTRODUÇÃO**

O cenário societário atual, tanto no Brasil, quanto no resto do mundo, tende a cada dia privilegiar mais a transparência no mercado de capitais, bem como a fidelidade das informações prestadas ao público investidor em geral. A crise gerada pelos escândalos contábeis de gigantes companhias abertas norte-americanas demonstra que, mais do que nunca, o investidor do mercado de valores mobiliários merece proteção, legal e administrativa, principalmente no que tange às informações que dispõe para avaliar a rentabilidade e a confiabilidade de determinado negócio. Nesse sentido, têm-se buscado práticas mais transparentes pelas companhias, bem como imposições legais mais rígidas, no intuito de garantir ao investidor transparência e acesso às informações sobre o mercado.<sup>1</sup>

É nesse novo contexto, ainda incrementado pela implementação do Novo Mercado pela Bovespa, pelas condutas de governança corporativa<sup>2</sup>, bem como pela reforma da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedade por Ações) pela Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, que se pretende introduzir, sob

---

<sup>1</sup> Cf. COHEN, David. O Risco Estados Unidos. *Revista Exame*.ed. 771, ano 36 – n.15, São Paulo: Abril, julho de 2002, p. 42-51. PIZARRO, Rui. Transparência, antídoto contra turbulências. *Revista Conjuntura Econômica*. N.8, v.56. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, agosto de 2002, p. 22-29.

<sup>2</sup> Cf. BOULOS, Eduardo Alfred Taleb e SZTERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. *Revista de Direito Mercantil*. n.125. São Paulo: Malheiros, jan-mar de 2002, p. 96-113.

uma análise crítica, o estudo do *insider trading* no direito societário brasileiro vigente.

Ao contrário do que se pensa, a primeira notícia legal de combate ao *insider trading* na legislação brasileira não ocorreu com a Lei 6.404/76.<sup>3</sup> O art. 3º, X, da Lei de Mercado de Capitais (Lei 4.728/65), filiada ao direito norte-americano, já dispunha que compete ao Banco Central *fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.*

Posteriormente à Lei do Mercado de Capitais, a Lei de Sociedade por Ações previu a vedação expressa à prática do *insider trading*, inclusive cominando penalidades para aquele que deveria ter divulgado a informação, ou, enquanto reservada, deveria ter guardado sigilo.

Em âmbito administrativo, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), em 08 de fevereiro de 1984, editou a Instrução n. 31/84, que introduziu no ordenamento societário brasileiro novas tendências experimentadas pelo direito norte-americano, mormente quanto à especificação de atos ou fatos relevantes das companhias, assim como a definição subjetiva de *insider*<sup>4</sup>. As tendências expostas pela CVM, já desde a década de oitenta, foram, com algumas modificações, introduzidas na legislação das sociedades anônimas no ano de 2001, atualizando o tratamento da matéria, para maior efetividade no combate ao *insider trading* no Brasil.

A reforma da Lei 6.404/76, através da Lei 10.303/01, alterou a sistemática subjetiva da proibição do *insider trading* no direito societário brasileiro, na medida em que, com a inclusão do §4º no corpo do art. 155, dispositivo que trata da

---

<sup>3</sup> CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton. *Comentários à lei de Sociedades Anônimas*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 3, p. 247.

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a Regulamentação do 'Insider Trading'. *In Revista de Direito Mercantil*. n. 55. São Paulo: Malheiros, julho-setembro de 1984, p. 170-171.

matéria, ampliou a esfera de pessoas que poderão ser enquadradas nessa conduta.

Não obstante a previsão legal desde meados do século passado, a qual foi aprimorada pela reforma em 2001, o combate ao *insider trading* ainda carece, entre nós, de aplicação prática, o que talvez ocorra por uma fraca atividade fiscalizadora dos órgãos administrativos competentes para a regulamentação do mercado de capitais. No âmbito judicial, EIZIRIK aponta como razões para a rara aplicação das sanções ao *insider trading*: a pouca vivência dos tribunais em questões relacionadas ao mercado de capitais e a falta de normas processuais adequadas a demandas coletivas.<sup>5</sup>

O que se objetiva através do presente trabalho é apresentar uma visão geral do instituto do *insider trading*, suas características, âmbito de aplicação e formas de responsabilização do *insider*, fazendo um paralelo entre as regras aplicáveis antes e depois da reforma introduzida pela Lei 10.303/01. Tomar-se-á como referência prática e teórica o desenvolvimento da matéria no direito societário norte-americano, o qual tem muito a contribuir para o alcance da efetividade das regras repressoras do *insider trading*.

Dessa forma, pretende-se contribuir para uma melhor reflexão sobre os dois pontos cruciais que envolvem o estudo do *insider trading*: a delimitação subjetiva de quem pode ser considerado *insider* e o estabelecimento dos contornos precisos da responsabilidade do infrator.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson. 'Insider Trading' e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *In Revista de Direito Mercantil*. n.50. São Paulo: Malheiros, abril-junho de 1983, p. 42.

<sup>6</sup> EIZIRIK. *Insider Trading*... p. 45.

# 1. ASPECTOS GERAIS DO *INSIDER TRADING*

## 1.1 Conceito e Fundamentos

A prática do *insider trading* consiste na utilização de informações privilegiadas e não divulgadas ao público, por pessoa que mantenha relação interna com a companhia, ou que com ela estabeleça vínculo de confiança, na negociação de valores mobiliários, aferindo para si, ou para terceiro, vantagem individual, em detrimento da própria companhia, de demais acionistas e do mercado de capitais em geral.<sup>7</sup>

Pratica o *insider trading* a pessoa que negocia valores mobiliários com base em informações relevantes e não divulgadas de uma companhia, ou as repassa para terceiros que o fazem, violando a lei e obtendo vantagens pessoais, causando prejuízos a investidores que teriam agido de forma diversa caso também tivessem ciência da informação.

O *insider trading*, para que seja considerado ato ilícito, deverá ter sido ultimado com base em informações relevantes e reservadas da companhia (*material and non-public information*), trazendo vantagens para o agente, as quais não teriam sido alcançadas na hipótese deste ter comprado ou vendido valores mobiliários, sem o conhecimento das informações privilegiadas.<sup>8</sup>

Ainda na caracterização do *insider trading*, tem-se que a operação realizada pelo *insider* com valores mobiliários de emissão da companhia deve ocorrer no

---

<sup>7</sup> Cf. *Black's Law Dictionary*. 7.ed. Editor in Chief: Garner, Bryan A., Saint Paul: West Group, 2000. p. 636: “ **insider trading**. The use of material, non-public information in trading the shares of a company by a corporate insider or other person who owes a fiduciary duty to the company.”  
GOYOS JUNIOR, Durval de. *Noronha Dicionário Jurídico: Português – Inglês*. 4. ed. São Paulo: Observador Legal, 1998. p. 160. “**insider trading**: negociação com informação privilegiada.”

<sup>8</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do Insider Trading*. CVM: 1978. in [www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ\\_600.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp). (01/09/02)

período entre o conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação.<sup>9</sup>

A repressão à prática do *insider trading* reflete tanto o objetivo de ressarcir os investidores que sofreram prejuízos com a negociação, por não terem tido conhecimento das informações privilegiadas, quanto garantir um grau de confiabilidade ao mercado de capitais, conferindo aos seus participantes igualdade de posição e simultaneidade no acesso às informações. Vale ressaltar que um dos pilares de toda a atividade das sociedades anônimas é a publicidade de seus atos.

A vedação ao *insider trading* decorre diretamente do dever de lealdade do administrador perante a companhia (*standard of loyalty*), segundo o qual, nos termos da doutrina norte-americana, os integrantes de uma sociedade anônima não podem buscar interesses pessoais que se choquem ou se sobreponham aos interesses da companhia. Desse dever de lealdade, baseado em vínculo de confiança (*fiduciary position*), emergem várias relações e obrigações jurídicas, sendo que o descumprimento de qualquer dessas obrigações, nas quais se inclui a abstenção à prática do *insider trading*, é considerado lesivo não só à companhia e a seus acionistas, mas também a todo o mercado de capitais.<sup>10</sup>

Dessa forma, é possível dizer que a *ratio* das normas que vedam a prática do *insider trading* tem cunho econômico ou ético. A razão econômica se funda na busca da eficiência dos mercados de capitais, em que se prima pelo reflexo verídico das informações publicamente disponíveis ao mercado em determinado momento na cotação dos valores mobiliários de determinada companhia. Por outro lado, o fundamento de cunho ético procura evitar o alcance de lucros em função única e exclusiva de informações privilegiadas por parte do *insider*, no sentido de garantir um grau de confiabilidade ao mercado.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> CARVALHOSA e LATORRACA. *Op. cit.* p. 264.

<sup>10</sup> *Idem.* p.248.

<sup>11</sup> EIZIRIK. *Insider Trading...*p. 43-44.

Na legislação societária brasileira atual, o contorno da responsabilidade civil pela conduta do *insider trading* está delineado nas vedações previstas nos parágrafos do art. 155 da Lei de Sociedades por Ações, bem como no dever de divulgação, previsto no § 4º, do art. 157 do mesmo diploma legal.<sup>12</sup>

Observamos de um lado, o dever do administrador, ou de quem a ele se equipara para fins de responsabilidade, de guardar sigilo quanto às informações relevantes de uma companhia, enquanto não estejam à disposição do público investidor, bem como de não negociarem valores mobiliários com fulcro em tais informações (§ § 1º, 2º e 4º do art. 155 da Lei 6.404/76). E de outro lado, verificamos o dever de informar (*disclosure*) à Bolsa de Valores e de divulgar na imprensa, os fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia, que possam influenciar na decisão dos investidores em vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima (§ 4º do art. 157 da Lei 6.404/76).

Como se vê, o dever de guardar sigilo e o de divulgar as informações relevantes de uma companhia são faces distintas da mesma moeda, sendo que a proibição à conduta do *insider trading* localiza-se, justamente, entre esses dois deveres, acarretando, como se verá, a responsabilidade perante os prejudicados (ação de ressarcimento), perante a própria companhia (responsabilidade objetiva por quebra do dever de lealdade) e responsabilidade administrativa perante a CVM, a qual deve zelar pela transparência e pelo bom funcionamento do mercado de capitais.

Assim, quando o *insider* detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá informá-las ao mercado tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, deverá abster-se de negociar ações daquela empresa, ou mesmo de recomendar a terceiros que o façam, enquanto a informação não for divulgada. Tal entendimento decorre do princípio do direito societário norte-

---

<sup>12</sup> ZAITZ, Daniela. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas e por Quotas de Responsabilidade Limitada. *Revistas dos Tribunais* n.740. São Paulo: RT, Junho de 97, p. 43.

americano *disclose or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar).<sup>13</sup>

Registre-se, por fim, que as regras pertinentes ao *insider trading* no ordenamento brasileiro restringem-se às companhias abertas. O §1º do art. 155 da Lei 6.404/76 é expresso quanto aos administradores das companhias que possuem seus valores mobiliários comercializados no mercado de capitais. Da mesma forma, o § 4º do mesmo art. 155 (introduzido pela Lei 10.303/01), o qual ampliou o âmbito subjetivo de aplicação do instituto, refere-se apenas às negociações de valores mobiliários no mercado de capitais.

## **1.2 Quem pode ser considerado *insider*?**

Antes de ser incorporado pelas legislações societárias de todo o mundo, o conceito de *insider trading*, bem como o de *insider*, foi sendo construído e desenvolvido no âmbito prático do mercado de investimentos, principalmente nos Estados Unidos, onde se verifica um combate mais severo às condutas nocivas ao bom funcionamento da atividade de negociação de valores mobiliários. Assim, o conceito de *insider*, para efeitos do instituto estudado, inicialmente, deve ser considerado em sentido amplo, sem prender-se às definições legais que, por muitas vezes, acabam por limitar a esfera de incidência das regras proibitivas dessa conduta. Nesse sentido, considera-se *insider* qualquer pessoa que, devido à posição que ocupa em relação a determinada companhia, tem acesso a informações relevantes ainda não divulgadas, capazes de influir na cotação dos valores mobiliários emitidos pela respectiva sociedade.<sup>14</sup>

Dessa forma, é considerado *insider* qualquer pessoa que ocupe posição privilegiada em determinada companhia, detendo informações relevantes antes

---

<sup>13</sup> EIZIRIK. *Insider Trading...* p. 46.

<sup>14</sup> PARENTE. *Op. cit.*

dos demais acionistas e do mercado, e valendo-se destas para negociar valores mobiliários em detrimento dos demais investidores.<sup>15</sup>

A amplitude do conceito acima exposto possibilita, sob a ótica de uma interpretação extensiva, enquadrar dentro da noção de *insider* qualquer pessoa que, por algum vínculo com a companhia, mesmo que indireto, tenha tido acesso a dados sigilosos, hábeis a direcionar transações que envolvam valores mobiliários, independente da natureza dessa ligação. Reflete-se na necessidade de estabelecimento dos limites do conceito de *insider*, a maior discussão relativa à matéria, tanto nos âmbitos doutrinário, legislativo e jurisprudencial.

Ainda sem levar em consideração as regras do direito brasileiro a respeito do *insider trading*, tem-se que o vínculo, a ser vislumbrado entre a pessoa que teve acesso às informações relevantes e a respectiva companhia, deve ser de natureza profissional<sup>16</sup>, já que devido a tal ligação emergirá o dever de lealdade e os conseqüentes deveres de confidencialidade e divulgação das informações e dados prestados no exercício de qualquer cargo ou função dentro da sociedade anônima.

Cumprindo ainda ressaltar que a figura do *insider* pode desdobrar-se em duas outras: *tipper* e *tippee*. A doutrina norte-americana, atenta às artimanhas disponibilizadas pelos integrantes das companhias que visavam a burlar os objetivos das sociedades, por cujo interesse deveriam zelar, verificou que, por muitas vezes, aquele que detinha a informação relevante, deixava, por culpa ou dolo, que referidas informações fossem conhecidas por terceiros, subordinados ou não, os quais, por sua vez, obtinham vantagens pessoais, negociando valores mobiliários com fulcro nos dados não divulgados ao mercado. Dessa forma, observamos os *tippers*, aqueles que possuem contato direto com a informação (v.

---

<sup>15</sup> CARVALHOSA e LATORRACA. *Op. cit.* p. 263.

<sup>16</sup> CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 323.



g. os administradores), e os *tippees*, terceiros que tinham acesso às informações por condutas culposas ou dolosas do *tipper*.<sup>17</sup>

### 1.2.1 O *insider* no direito brasileiro antes da reforma

Ao tratar da responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas, a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, inclui nas derivações do dever de lealdade, o dever de não se valer de informações sigilosas e reservadas da companhia para negociar valores mobiliários emitidos pela mesma, conforme §1º do art. 155 do referido diploma legal.

Um exame superficial da lei pode induzir, como afirmam alguns autores<sup>18</sup>, a uma suposta limitação do âmbito de aplicação das regras coibitivas do *insider trading*, já que o § 1º do art. 155 refere-se, tão somente, aos administradores de companhias abertas.

Entretanto, mesmo ~~ainda~~ antes da entrada em vigor da reforma na Lei das Sociedades por Ações, em 2001, dispendo-se de uma interpretação sistemática do arcabouço legal pertinente às sociedades anônimas, conclui-se que eram incluídos no conceito de *insider*, para efeitos de *insider trading*, as seguintes pessoas:

- Os próprios administradores das companhias abertas, por força do §1º do art. 155 da Lei 6.404/76;
- Os chamados *tippees*, que nos termos do §2º do art. 155 da Lei 6.404/76, são aqueles subordinados aos administradores (*tippers* – aqueles que transmitem a terceiro a informação não divulgada), ou que com estes guardam relação de confiança;

---

<sup>17</sup> CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. cit.*, p. 322.

<sup>18</sup> Cf. CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. cit.*, p. 321.

- Conselheiros e diretores da companhia, já que o art. 145 da Lei 6.404/76 determina a aplicação das regras de responsabilidade dos administradores a tais pessoas;
- Membros do Conselho Fiscal, *ex vi* do art. 165 da Lei 6.404/76, nos mesmos moldes da regra citada na hipótese anterior;
- Membros de qualquer órgão técnico e consultivo criado pelos estatutos, destinado a aconselhar os administradores, nos termos do art. 160 da Lei 6.404/76.

É discutível, porém, se ainda na vigência da Lei de Sociedades por Ações, antes da reforma de 2001, poderiam ser incluídos no rol dos *insiders* os acionista controladores, como forma de caracterização de abuso do poder de controle, e agentes do mercado de capitais. Tal discussão, por sua vez, é encerrada com a inclusão do § 4º ao art. 155 da Lei 6.404/76.

Como se vê, a própria lei estendia àqueles que ocupam posição interna relevante na companhia, o dever de guardar sigilo quanto às informações secretas capazes de alterar os ânimos dos investidores e, via de consequência, proibia a prática do *insider trading*.

### **1.2.2 O *insider* no direito brasileiro após a reforma**

No âmbito do tema estudado, a reforma na Lei de Sociedades por Ações, operada pela Lei 10.303/01, introduziu profunda alteração no campo de incidência das normas proibitivas do *insider trading*. Incluiu-se no art. 155 da Lei 6.404/76, o §4º, que diz o seguinte:

*“É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem no mercado de valores mobiliários.”* (g.n.)

Na opinião de CARVALHOSA e EIZIRIK, essa alteração foi a mais relevante das mudanças provenientes da reforma de 2001 no âmbito dos deveres dos administradores.<sup>19</sup>

Verifica-se que a inclusão do parágrafo acima transcrito estatuiu norma ampliativa do instituto do *insider trading*, considerando *insider* qualquer pessoa que tenha obtido as informações relevantes ainda não divulgadas, independentemente da posição que ocupa dentro da companhia. O dever de abstenção de negociar valores mobiliários, enquanto tais informações não sejam divulgadas oficialmente para todo o mercado, após a reforma, não diz mais respeito apenas aos administradores da companhia e àqueles que, por equiparação legal, detêm as mesmas responsabilidades.

A inclusão da referida norma legal logrou positivar tendência doutrinária, e posição já anteriormente defendida pela CVM, através da Instrução CVM n.31 de 08/02/84, atualmente revogada pela Instrução n. 358 de 03/01/02, de que toda pessoa, no exercício de sua atividade profissional, não pode valer-se de informações confidenciais de uma companhia, às quais teve acesso em decorrência de sua função, para obter vantagens pessoais.<sup>20</sup>

O art. 11 da revogada Instrução 31/84 da CVM já dizia ser proibida a *negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado*. O parágrafo único do mesmo dispositivo dispunha que *a mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado*.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> *Op. cit.* p. 321.

<sup>20</sup> CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. cit.* p. 322.

<sup>21</sup> EIZIRIK. *A Instrução CVM 31/84...* p. 171-172.

Conforme se verá, a reforma introduzida em 2001 na Lei 6.404/76 pela Lei 10.303/01, adotou a posição defendida pela CVM na mencionada Instrução 31/84, apenas com a reserva de que é necessária sempre a presença do vínculo funcional ou profissional entre a companhia e o *insider*.

Na vigência da versão atual da Lei de Sociedades por Ações, pode-se considerar *insider* para todos os efeitos legais: o controlador, que através das informações “vazadas” abusa do seu poder de controle; quaisquer acionistas, mesmo os minoritários, que nessa condição venham a obter informações privilegiadas da companhia; procuradores, funcionários, auditores, e até mesmo agentes do mercado de capitais.<sup>22</sup>

Assim, acertou o legislador reformista ao ampliar o âmbito subjetivo das vedações ao *insider trading*, já que no dinâmico mercado de capitais várias pessoas, em diferentes *status*, têm acesso às informações internas das companhias com as quais mantêm algum tipo de vínculo funcional. Parece incoerente, no regime legal anterior à reforma, por exemplo, deixar de aplicar as sanções relativas ao *insider trading* a um acionista minoritário que, ao tomar conhecimento numa assembléia geral, antes que as decisões tomadas sejam divulgadas ao mercado, de que a companhia irá participar de uma fusão, adquire grande lote de ações por baixo valor, auferindo vantagem após a operação de fusão, que elevou consideravelmente a cotação dos valores mobiliários. Os titulares das ações vendidas com baixo preço, ante a ignorância da operação, suportariam o mesmo prejuízo caso tivessem vendido suas ações ao administrador da companhia aberta, e por isso, tanto em relação ao administrador, quanto em relação ao minoritário, deverão ser ressarcidos, nos termos da redação atual do art. 155 e parágrafos da Lei 6.404/76.

A inclusão do § 4º no corpo do art. 155 da Lei 6.404/76 sanou também outra dúvida pertinente à responsabilização pela prática do *insider trading*.

---

<sup>22</sup> CARVALHOSA e EIZIRIK. *Op. cit.* p. 323.

Conforme se expôs, a conduta do *insider trading* pode ser ultimada pelo desdobramento subjetivo do *insider* em duas figuras: o *tipper* e o *tippee*. O § 2º do referido art. 155 já tratava, antes da reforma, do dever de zelo do administrador de que a vedação prevista no § 1º (aferição de vantagem pessoal através da utilização da informação não divulgada na negociação de valores mobiliários emitidos pela companhia), não ocorresse através de seus subordinados ou terceiros de sua confiança.

Certo é que, na hipótese do vazamento da informação ter-se dado por culpa ou dolo do administrador, *tipper* e *tippee* deverão ser considerados *insiders*, e responderão nos termos do §5º do art. 158 da Lei 6.404/76, o qual prevê a responsabilidade solidária ao administrador de quem concorrer para a prática de ato com violação à lei ou ao estatuto.

Ocorre que, nem sempre as informações que vazarem da atividade de diretores ou administradores terão ocorrido por falha destes, o que, na sistemática do § 4º do art. 155, não impedirá que os terceiros beneficiados com as informações sejam responsabilizados como *insiders*.<sup>23</sup>

Entretanto, parece não ser ilimitada a expressão *qualquer pessoa* constante do § 4º do art. 155 da Lei 6.404/76. Há que se estabelecer um requisito mínimo para o enquadramento como *insider*, conforme expuseram CARVALHOSA e EIZIRIK como sendo tal requisito o nexu profissional entre o beneficiário e companhia.<sup>24</sup> Indo além da opinião dos autores citados, esse limite deve estar contido no dever de lealdade contratual e de sigilo implícito nas relações negociais, tanto internas quanto externas, da atividade de determinada companhia. Ao contrário de várias decisões das cortes norte-americanas que entendem ser *insider* qualquer pessoa que guarde materialmente as informações

---

<sup>23</sup> TOLEDO, Paulo F. C. Salles. Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias. *In Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Coord. Lobo, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 444.

<sup>24</sup> *Op. cit.*, p. 323.

não divulgadas, seja a qual título tenham tomado conhecimento de tais informações<sup>25</sup>, é essencial um vínculo funcional ou profissional de onde nasça o dever legal.

No atual estágio da doutrina e da legislação societária brasileira, parece ser mais acertado o entendimento de que no caso de terceiros, que não possuem qualquer vínculo funcional ou profissional com a companhia, tomarem conhecimento das informações relevantes através de um legítimo *insider*, aqueles não deverão ser considerados *tippees*, por não guardarem nenhum dever específico perante a sociedade anônima. Entretanto, caso tais terceiros causem prejuízos a investidores que ainda não tinham acesso às informações, através da negociação de valores mobiliários, deverão ser responsabilizados os reais *insiders*, que deveriam, por força da lei, guardar sigilo sobre as informações da companhia.

Outra consequência interessante da reforma na Lei de Sociedades por Ações no âmbito do *insider trading* é o fato de que, admitindo-se como *insider* qualquer pessoa que tenha um vínculo profissional com a companhia, a própria lei instituiu a possibilidade de que *outsiders*, pessoas externas à companhia, mas que com ela mantenham algum vínculo contratual, assumam o papel de *insiders*, que, em princípio, eram apenas aqueles que estavam vinculados internamente à sociedade. Assim, serão considerados *insiders*, a título de exemplo, os advogados da companhia, os consultores e auditores fiscais e contábeis, peritos, agentes do mercado mobiliário e instituições financeiras com quem a companhia firmou contratos de *underwriting*.

O case norte-americano *Chiarella vs. United States*, citado por EIZIRIK, demonstra essa tendência positivada pela reforma, já reconhecida pelos tribunais norte-americanos desde o início da década de oitenta. Trata-se do caso de um

---

<sup>25</sup> REH, John. *Insider trading. What is? What are the penalties?* in <http://management.about.com/library/weekly/aa071102.htm>. (01/09/02).

empregado de uma gráfica especializada em imprimir documentos financeiros que, ao tomar conhecimento de uma oferta pública de aquisição de ações de uma companhia em seu trabalho, antes que a *tender offer* fosse divulgada ao mercado, adquiriu as referidas ações e após a anúncio da oferta as vendeu por valor maior, obtendo lucros em detrimento daqueles que lhe venderam as ações.<sup>26</sup> Observe-se que, nesse caso, presente está o vínculo profissional entre o *insider* e a companhia, parâmetro aqui defendido como o limite subjetivo da caracterização do *insider*, de onde erige o dever de lealdade não só com a companhia, mas com todo o mercado de capitais.

Em face da inclusão do §4º ao art. 155 da Lei das Sociedades por Ações, tem-se que o objetivo de garantir a todos os investidores do mercado de capitais igualdade efetiva de acesso às informações necessárias à avaliação dos negócios a serem fechados, bem como o objetivo de combater a especulação nociva, estão mais amparados pela lei.<sup>27</sup>

### 1.3 Informações privilegiadas

Delimitado o âmbito subjetivo de incidência das normas proibitórias do *insider trading*, cumpre analisar qual tipo de informação é considerada privilegiada, reclamando a vedação de que o *insider*, que tem o seu conhecimento pela posição que ocupa na companhia ou pelo vínculo profissional que com ela mantém, não negocie valores mobiliários de emissão da respectiva sociedade. Portanto, cabe definir a noção de *material non-public information*.<sup>28</sup>

Em termos gerais, podemos encontrar a definição de quais seriam essas informações relevantes na própria Lei 6.404/76, no parágrafo § 4º do art. 157, que estabelece:

---

<sup>26</sup> *Insider Trading*.... p. 47.

<sup>27</sup> TOLEDO. *Op. cit.* p. 444.

<sup>28</sup> REH. *Op. cit. Material information: important information about a company that affects its stock price or might influence investors decisions.*

Art. 157

*omissis*

§ 4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou 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. (g.n.)

Assim, a informação é relevante, portanto privilegiada, enquanto não for de conhecimento geral, e quando hábil a direcionar investimentos em determinada companhia, tanto em sentido positivo no caso de compra, quanto em sentido negativo, na hipótese de venda de valores mobiliários.

Essas informações refletirão, via de regra, o estado da companhia, sua saúde financeira, ou transações que está em vias de ultimar.

A lei não cuida de exemplificar quais seriam tais informações, cabendo ao intérprete, seja no âmbito judicial, administrativo, ou mercadológico, fazer a seguinte indagação: caso o investidor tivesse acesso à informação que o *insider* detinha, e com quem negociou, teria ele ultimado a transação nas mesmas condições em que foi fechada? Ou seja, a informação ainda não divulgada afetaria a cotação dos valores mobiliários negociados, para mais ou para menos?

Pode-se, então, a título de exemplo definir algumas hipóteses que poderão atuar de modo positivo em relação à cotação dos valores mobiliários da companhia, como: a realização de uma *joint venture* que colocará a companhia em nova escala no mercado; a descoberta de novos recursos ou segredos de fabricação, operações como fusão, cisão e incorporação, que conferirão maior competitividade à companhia. Outras informações, porém, acarretarão diminuição



na cotação dos valores mobiliários da companhia, como: perda ou cancelamento de contratos de substancial importância; a apuração de perdas extraordinárias em investimentos relevantes; estado de pré-insolvência com iminente concordata ou falência.

Vale ilustrar o presente estudo com o caso noticiado pela Revista Exame<sup>29</sup> da empresa norte-americana *ImClone Systems*, o qual retrata claramente a utilização de informação privilegiada, no âmbito do *insider trading*. Informa a notícia que as ações da referida companhia estavam em alta, já que tinha em mãos um remédio revolucionário contra o câncer, cuja comercialização apenas dependia da autorização do *FDA (Food and Drug Administration)*, órgão regulador dos medicamentos nos Estados Unidos. Ocorre que a referida autorização não foi concedida, e que, um dia antes do anúncio oficial, pessoas ligadas ao executivo-chefe da *ImClone* venderam as ações que tinham da companhia. Nesse contexto, aqueles que compraram as ações da companhia por preços altos, acreditando no sucesso da mesma em decorrência do medicamento ainda em teste, incorreram em grandes perdas em face do indeferimento da licença para comercializar o remédio, o que acarretou baixa vertiginosa na cotação das ações.

Atualmente, muito se tem discutido a respeito das informações contidas nos balanços anuais das companhias e as respectivas demonstrações de resultado, parâmetros seguidos pelos investidores do mercado de capitais a direcionar seus investimentos.

Com a explosão das fraudes contábeis de gigantes companhias norte-americanas (Enron, Xerox, WorldCom, Tyco), veio novamente à tona a questão da obtenção de lucros com informações privilegiadas, o *insider trading*. Investidores cientes dos vultosos prejuízos acumulados, encobertos pelas complexas demonstrações de contabilidade das companhias, venderam de forma repentina

---

<sup>29</sup> COHEN, David. O Risco Estados Unidos. *Revista Exame*.ed. 771, ano 36 – n.15, São Paulo: Abril, julho de 2002, p. 42-51.

as ações que possuíam das respectivas sociedades, as quais em pouco tempo foram alvo de escândalos contábeis, que fizeram a cotação de seus valores mobiliários despencar.<sup>30</sup>

Assim, as informações constantes dos balanços empresariais de resultado são o tipo em evidência de dados reservados que podem ser utilizados por *insiders* para a obtenção de lucros com a venda antecipada das ações de determinada companhia que, em determinado exercício, logrou resultados negativos, antes que esses fossem devidamente informados ou desmascarados para o mercado investidor.

---

<sup>30</sup> COHEN. *Op. cit.* p. 44-45.

## 2. MEIOS DE REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING*

Primeiramente, cumpre esclarecer que a prática do *insider trading* configura ato lesivo que pode alcançar quatro esferas de prejudicados: a própria companhia, os acionistas, os investidores e o mercado de capitais, enquanto instituição.

Previne-se o *insider trading* através de normas preventivas e repressivas. Dentre as primeiras se encontram as regras relativas à ampla divulgação das informações de uma companhia, bem como aquelas que impõem aos potenciais *insiders* a prestação de informações contínuas sobre as ações por eles negociadas. Já na esfera repressiva, basicamente, proíbe-se a conduta do *insider trading*, imputando ao infrator sanções administrativas, civis e penais.<sup>31</sup>

É possível afirmar, outrossim, que são quatro os âmbitos preventivos principais de combate ao *insider trading*<sup>32</sup>:

- A proibição propriamente dita do uso da informação privilegiada (§ § 1º e 4º do art. 155 da Lei 6.404/76);
- A vedação a determinadas operações de mercado, como no caso de conflito de interesses (art. 156, da Lei 6.404/76);
- A ênfase do dever de informar fatos relevantes modificadores da vida societária (§4º do art. 157 da Lei 6.404/76);
- A exigência de relatórios esclarecedores da posição acionária de pessoas que ocupam lugares estratégicos na companhia (§§ 1º e 6º do art. 157 da Lei 6.404/76).

De outra sorte, na esfera judicial-administrativa, pode-se dizer que se combate o *insider trading* com os seguintes recursos:

---

<sup>31</sup> EIZIRIK. *Insider Trading...* p. 44.

<sup>32</sup> PARENTE. *Op. cit.*

- Ação de responsabilidade civil do prejudicado com a operação perante o *insider* (§ 3º do art. 157, da Lei 6.404/76);
- Ação de responsabilidade do administrador junto à companhia por violação de dever legal (arts. 158 e 159 da Lei 6.404/76);
- Possibilidade de anulação da operação (arts. 92 e 94 do Código Civil de 1916);
- Inquérito Administrativo, a ser conduzido pela CVM (arts. 9º, V e 11, da Lei 6.385/76), com as penalidades previstas em lei.

A reforma introduzida pela Lei 10.303/01 não se limitou à esfera da Lei de Sociedades por Ações, trazendo, no âmbito da Lei 6.385/79, uma ampliação do combate repressivo ao *insider trading*, dessa vez em âmbito penal, ao adicionar ao texto legal o art. 27-D que tipifica como crime a prática do *insider trading*, cominando pena de reclusão de 01 (um) a 05 (cinco) anos e multa de até 03 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do delito.

É em âmbito administrativo, onde está inserida a competência fiscalizadora e punitiva da CVM, que se encontra uma maior discussão a respeito da ocorrência do *insider trading* em casos concretos, entretanto sem que os inquéritos administrativos<sup>33</sup> promovidos pela autarquia fossem levados ao Judiciário.

Assim, cuidar-se-á de forma detalhada apenas das ações judiciais decorrentes da prática do *insider trading*, vez que trazem consigo maior relevância no presente trabalho, tanto diante da reforma na lei em 2001, bem como da falta de unanimidade dentre os autores.

Antes do ingresso no estudo das possíveis ações judiciais cíveis para o combate ao *insider trading*, visando à reparação de prejuízos causados pela conduta vedada, cumpre citar um dos poucos, se não o único, casos relativos à matéria em estudo examinados pelos tribunais brasileiros. Trata-se do caso Servix

---

<sup>33</sup> Cf. Inquéritos Administrativos CVM 14/80, 29/82, 01/78 in [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) (25/09/02).

Engenharia S/A, levado ao Tribunal de Justiça de São Paulo em 1981, no qual um dos diretores da referida empresa, sabendo da anulação de uma concorrência de grande vulto, da qual participaria sua companhia, antes que tal fato fosse divulgado ao mercado, vendeu grande lote de suas ações, que após a comunicação da informação sofreu acentuada queda em sua cotação. A questão decidida por maioria determinou que o diretor deveria ressarcir ao autor da ação de responsabilidade o lucro obtido com a operação, mesmo sem a prova efetiva de que tinha utilizado as informações privilegiadas, o que confirmou a objetivação da responsabilidade na hipótese de prática do *insider trading*.<sup>34</sup>

### **2.1 Ações decorrentes do *insider trading*: ação de responsabilidade e ação anulatória**

Primeiramente, nos termos do § 3º do art. 155 da Lei de Sociedades por Ações, tem-se que o prejudicado na transação que envolver valores mobiliários, cuja contratação se enquadrar na prática do *insider trading*, tem direito de haver do *insider* indenização por perdas e danos.

Trata a lei de hipótese de responsabilidade objetiva fundada na violação de dispositivo legal. Assim, durante o período em que o *insider* tiver acesso às informações relevantes antes que elas sejam divulgadas ao público investidor, qualquer operação por ele transacionada pode acarretar o dever de indenizar. Isso porque, mesmo que não tenha a intenção de obter lucros ilícitos, nem a de prejudicar terceiros, o simples fato de deter a informação reservada torna ilícita a operação.<sup>35</sup> Dessa forma, caberá ao autor da ação de responsabilidade civil apenas provar o dano, e que este foi causado pela conduta do *insider*, ao utilizar a informação da companhia em proveito próprio.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Jurisprudência Comentada - 'Insider Trading' - Apelação Cível n. 12.145-1 – TJSP. In *Revista de Direito Mercantil*, n. 109. São Paulo: Malheiros, janeiro-março de 1998, p. 173-182.

<sup>35</sup> CARVALHOSA e LATORRACA. *Op. cit.* p.256.

<sup>36</sup> EIZIRK, Nelson. Responsabilidade Civil e Administrativa do Diretor da Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil*. n. 56. São Paulo: Malheiros, out-dez, 1984, p. 54.

O próprio dispositivo citado (§3º, art. 155), *in fine*, apresenta a hipótese hábil a elidir a responsabilidade do *insider*: a prova de que o contratante já tinha conhecimento da informação.

Necessária a formulação de uma crítica à reforma da Lei 6.404/76 pela Lei 10.303/01, no tocante à responsabilização pela conduta do *insider trading*. Conforme já se viu, a reforma incluiu no art. 155 da Lei 6.404/76, o § 4º que ampliou a esfera subjetiva de quem poderá ser enquadrado no conceito de *insider*.

O §3º do mesmo dispositivo coloca que o prejudicado pela infração aos § § 1º e 2º terá o direito de reclamar do administrador da companhia aberta, ou dos *tippees* quando houver vazamento de informação, a indenização pelas perdas decorrentes da negociação. Dessa forma, pela disposição das normas legais após a reforma, parece que quando a prática do *insider* enquadrar-se na hipótese do § 4º (qualquer pessoa que tenha vínculo profissional com a companhia), o prejudicado não teria o direito de buscar, via ação indenizatória, o ressarcimento dos prejuízos decorrentes da transação na ignorância da informação reservada.

Entretanto, inconcebível que o terceiro incluído no âmbito do *insider trading* não seja responsabilizado pelo ato lesivo, o que reclama a aplicação, por um descuido do legislador, da regra geral da reparação civil prevista no art. 159 do Código Civil Brasileiro de 1916 e do art. 186 do atual Código Civil de 2002.<sup>37</sup>

Ocorre que a falta de técnica do legislador, quanto à disposição do § 4º do art. 155, e a não-remissão a este dispositivo naquele que estipula a ação de responsabilidade objetiva (§3º), traz uma consequência considerável: fundando-se a reparação do prejudicado pelo *insider trading* no dever geral de reparação, previsto no art. 186 do Código Civil, observar-se-á, na hipótese do § 4º do art. 155, a responsabilidade subjetiva e não objetiva do *insider*, como ocorre em relação ao

---

<sup>37</sup> TOLEDO. *Op. cit.*, p. 444-445.

administrador e aos a ele equiparados por determinação legal, para fins de responsabilidade.

Em ambos os casos acima, ocorrendo o vazamento de informações sobre fato relevante da companhia, e que tenha decorrido de ação ou omissão do administrador ou outro *insider (tipper)*, este responderá solidariamente com o beneficiário (*tippee*), pelas perdas e danos causados ao investidor.<sup>38</sup>

Cumpram ainda registrar que a Lei n. 7.913/89 previu a competência do Ministério Público para, de ofício, ou por solicitação da CVM, propor ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, fazendo expressa menção (art. 1º, III) aos prejuízos decorrentes do uso efetivo de informações confidenciais de determinada companhia.

Não obstante ser a medida ressarcitória a opção do legislador societário para socorrer o investidor contra o *insider trading*, a ação de indenização não é a única saída disponível ao prejudicado.

CARVALHOSA e LATORRACA afirmam que a lei societária apenas previu a responsabilidade objetiva do *insider*, com a conseqüente reparação dos danos causados ao investidor, sem cogitar da anulação do negócio, diante da insegurança que tal possibilidade traria ao mercado de capitais em geral.<sup>39</sup>

Mas a falta de previsão específica na lei societária não impede que se apliquem a todos os negócios jurídicos as regras gerais previstas no Código Civil. Assim, pela aplicação dos arts. 92 e 94 do antigo Código Civil de 1916 e arts. 145 e 147 do Código Civil de 2002, que tratam do vício de dolo na consecução dos

---

<sup>38</sup> CARVALHOSA e LATORRACA. *Op. cit.* p. 267.

<sup>39</sup> *Idem.* p. 267.

atos jurídicos, é possível que o investidor prejudicado, em alternativa à reparação civil, pleiteie a anulação do negócio.<sup>40</sup>

O art. 145 do diploma civil estabelece que o dolo, quando causa do negócio, enseja a nulidade do ato.

O art. , do Código Civil Brasileiro, por sua vez, diz o seguinte: *Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.*

Possível, então, que o prejudicado com a omissão da informação relevante sobre a companhia pretenda a anulação da compra ou venda dos valores mobiliários, por aplicação das normas gerais dos vícios do consentimento, previstas no Código Civil.

CARVALHOSA e LATORRACA ainda prevêm a possibilidade de a companhia ser parte legítima em ação de responsabilidade contra o administrador, no caso da prática do *insider trading*, mesmo que a conduta não tenha causado prejuízo direto ao patrimônio social. Essa concepção contestável baseia-se em princípio da *common law* de que, mesmo não havendo nenhum prejuízo material para a companhia, há quebra do dever de lealdade. Assim, de acordo com tal posição, ocorrendo a fraude à lei, nos termos do art. 158 da Lei 6.404/76, não se deve limitar a legitimidade da companhia contra o administrador apenas aos casos de efetivos prejuízos causados ao seu patrimônio, na literalidade do art. 159 do mesmo diploma societário.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Cf. PARENTE. *Op. cit.*

<sup>41</sup> *Op. cit.* p. 258.



Não parece ser correta a posição exposta acima. A ação de responsabilidade da companhia contra o administrador, no âmbito do *insider trading*, só deverá ocorrer em caso de efetivo prejuízo ao patrimônio social.

Primeiramente, não se deve confundir o conceito de responsabilidade objetiva, com a possibilidade de haver ressarcimento sem dano. A objetivação da responsabilidade civil possibilita, ao contrário, o ressarcimento sem que a intenção culposa ou dolosa do agente seja sequer investigada.

Ademais, ao contrário do que permite o ordenamento jurídico norte-americano, que fixa indenizações como forma punitiva de determinados ilícitos civis (*punitive damages*)<sup>42</sup>, a sistemática da responsabilidade civil no ordenamento jurídico brasileiro não permite o caráter punitivo da reparação civil. Qualquer forma de ressarcimento no ordenamento jurídico brasileiro tem o condão de reparar, nos casos de danos emergentes ou lucros cessantes, ou o de compensar, nos casos de danos extrapatrimoniais, mas nunca de punir, já que em nosso sistema não se admite pena sem prévia cominação legal (art. 5º, XXXIX, da CF/88). Ainda há que se ter em mente que não cabe ao Direito Privado, através do regime da responsabilidade civil, fixar penas pecuniárias não previstas em lei, mormente pelo fato de que tais penas ficariam a cargo do arbítrio do Juiz, o que se mostra injusto e incoerente com as regras gerais e específicas da reparação civil.

---

<sup>42</sup> Cf. *Black's Law Dictionary*. 7.ed. Editor in Chief: Garner, Bryan A., Saint Paul: West Group, 2000. p. 322. “**punitive damages**. Damages awarded in addition to actual damages when the defendant acted with recklessness, malice or deceit.”  
GOYOS JUNIOR, Durval de. *Noronha Dicionário Jurídico: Português – Inglês*. 4. ed. São Paulo: Observador Legal, 1998. p. 232. “**punitive damages** – danos punitivos”.

### 3. ALGUMAS PARTICULARIDADES DO *INSIDER TRADING* NO DIREITO NORTE-AMERICANO

Estudar o *insider trading* no Direito Norte-americano possibilita uma visão mais crítica do instituto, ainda carente de aplicação prática no Direito Brasileiro. Assim, como naquele país filiado ao sistema jurídico da *common law*, a repressão às práticas nocivas ao mercado de capitais são mais severas, observamos, tanto na esfera doutrinária, quanto na jurisprudencial, um desenvolvimento mais avançado das discussões a respeito do *insider trading*. Nesse sentido, vislumbra-se que nos Estados Unidos o fundamento mais relevante para o combate ao *insider trading* é a integridade do mercado de capitais como instituição e, apenas em segundo plano, a punição dos abusos na negociação por *insiders*.<sup>43</sup>

A disciplina legal do *insider trading* no Direito Norte-americano é extremamente detalhista, sob a ótica de que essa prática é muito mais comum na atividade societária do que se pode imaginar. Tal regulação é de competência federal, e está consubstanciada na *Rule 10B-5, Securities Exchange Act of 1934*, que regula, dentre outros temas: a natureza da operação do *insider trading*, a limitação da regulação do instituto pela legislação estadual e os deveres de sigilo e de divulgação (*abstain and disclose*).<sup>44</sup>

O conceito de *insider trading* desenvolvido pela doutrina norte-americana foi incorporado pela legislação brasileira com uma única ressalva: a extrema amplitude subjetiva que a SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão análogo à CVM, e as cortes norte-americanas conferem ao instituto.

---

<sup>43</sup> SOLOMON, Lewis D. and PALMITER, Alan R. *Corporations, Examples & Explanations*. 3ª ed. New York: Aspen Law & Business, 1999, p. 376

<sup>44</sup> *Idem*. p. 375.

O direito societário norte-americano admite o chamado *temporary insider*<sup>45</sup>, ou seja, aquele que tem acesso à informação por vínculo existente com o legítimo *insider*, e não com a companhia. Recentemente, a Suprema Corte Americana decidiu que a vedação ao *insider trading* se aplica também a pessoas que não possuem qualquer vínculo com a companhia.<sup>46</sup>

No estágio atual do desenvolvimento do instituto nos Estados Unidos, o fato de ter conhecimento da informação relevante, independente de como teve o acesso, torna a pessoa um *insider*, que, via de consequência, deve abster-se da prática do *insider trading*, sob pena de ser responsabilizado perante o prejudicado.<sup>47</sup>

Fazendo uma análise comparativa, no atual contexto do ordenamento jurídico e societário brasileiro, em que as discussões sobre o *insider trading* ocupam lugar apenas na doutrina, parece ser inadequada a posição norte-americana. A configuração de quem pode ser considerado *insider* para fins de responsabilidade consubstancia o aspecto subjetivo do instituto. Assim, para a referida caracterização, deve-se perquirir qualidades pessoais da pessoa que detém a informação privilegiada, e não objetivar o conceito de *insider*, como tem feito o direito norte-americano.

Dessa forma, defende-se que o simples fato da detenção da informação privilegiada não basta à configuração do *insider*, o qual, para assim ser considerado deve possuir algum vínculo funcional ou profissional com a companhia, de onde emergirá o dever de lealdade e os consequentes deveres de sigilo e divulgação, nos temos já expostos nesse trabalho.

---

<sup>45</sup> Cf. *Black's Law Dictionary*. 7.ed. Editor in Chief: Garner, Bryan A., Saint Paul: West Group, 2000. p. 636. "temporary insider. A person or firm that receives information in the course of performing duties for a client."

<sup>46</sup> REH. *Op. cit.*

<sup>47</sup> *Idem.*

Caso o *temporary insider* venha a obter alguma vantagem ilícita com a negociação de valores mobiliários, por ter tido acesso às informações privilegiadas, para o direito brasileiro, quem será responsável perante o prejudicado será o legítimo *insider*, que deveria ter guardado sigilo quanto às informações que, devido a vínculo profissional com a companhia, teve acesso antes do público investidor.

Outra questão interessante, apontada como meio preventivo da prática do *insider trading* presente no direito norte-americano, e recepcionada pela legislação societária brasileira é a exigência constante do *Securities Exchange Act of 1934*, art. 16, “a”, de que os principais acionistas e os administradores enviem à SEC e à Bolsa, declaração do volume de valores mobiliários de emissão da companhia que possuem, bem como das alterações que as suas carteiras venham a sofrer <sup>48</sup> (regra análoga à prevista no art. 157 e §§ 1º e 6º, da Lei 6.404/76).

Ainda no sentido de demonstrar o grau de complexidade que os estudos do *insider trading* alcançaram nos Estados Unidos, está a previsão de situação conexas, denominada *outsider trading*. Ocorre quando um *insider* de determinada companhia tem acesso a informações privilegiadas que afetarão a cotação dos valores mobiliários de outra companhia, e negocia, aferindo vantagens pessoais, os papéis desta última, em relação a qual é considerado um *outsider*.<sup>49</sup>

Muito do que se discute atualmente sobre o *insider trading* no direito norte-americano advém da prática jurisprudencial, que, não raramente, tenta integrar as lacunas legais do sistema jurídico da *common law*. É nessa atividade pretoriana que a *New York Court of Appeals*, iniciou com o *leading case Diamond v. Oreamuno* (1969), a responsabilidade do *insider* perante a companhia, mesmo que esta não tenha suportado nenhuma sorte de prejuízo material. Para a corte estadual, existe uma responsabilidade perante a companhia que repousa na

---

<sup>48</sup> CARVALHOSA e LATORRACA. *Op. cit.* p. 249.

<sup>49</sup> SOLOMON and PALMITER. *Op. cit.* p. 376.

reputação da mesma e na liquidez de seu estoque de ações. Assim sob o fundamento de que o *insider* não pode se enriquecer ilicitamente às custas da companhia, também terá perante ela uma responsabilidade a ser apurada, sem que seja necessário cogitar-se de eventuais prejuízos sofridos pela sociedade.<sup>50</sup>

Viu-se, então, de forma passageira, como nos Estados Unidos as discussões e a aplicação das regras proibitivas do *insider trading* estão mais avançadas que no Brasil. Por isso, recorrer ao direito norte-americano que, de certa forma, é modelo para a legislação das Sociedades Anônimas de todo o mundo, pode ser uma útil ferramenta para conferir praticidade às regras ainda abstratas da matéria, no direito brasileiro. Entretanto, sem olvidar-se de que o mercado de capitais nos Estados Unidos é bem mais desenvolvido e complexo, pelo que qualquer implantação de preceitos da *common law* norte-americana em matéria societária deve ser precedida de uma análise crítica que identifique as particularidades de cada sistema.

---

<sup>50</sup> SOLOMON and PALMITER. *Op. cit.* p. 380.

#### 4. CONCLUSÃO

A vedação à conduta do *insider trading*, desde que corretamente aplicada, pode consubstanciar valioso instrumento para garantir a transparência e a igualdade de posições no mercado de capitais.

Muito embora, no Brasil, a referida prática já ser condenada pela lei desde a metade do século passado, observamos que o combate ao *insider trading* carece de aplicação prática, principalmente em âmbito judicial.

Sob a ótica dos escândalos contábeis das companhias abertas norte-americanas, bem como do cenário que se tenta fixar no Brasil, com a instituição do Novo Mercado, e com a valorização das práticas de governança corporativa, é hora de retomar os estudos do *insider trading*, o qual sofreu alterações significativas com a reforma na Lei de Sociedades por Ações, em 2001.

A análise do combate ao *insider trading* agora se dá em outro pano de fundo, no qual se firma a necessidade de proteger-se o investidor no mercado de capitais de práticas nocivas à transparência da atividade, bem como da prestação de informações falsas ou maquiadas. Assim, ao tentar conferir um contorno prático às regras do *insider trading* no direito brasileiro, não se deve perder de vista o desenvolvimento da matéria no direito norte-americano, obviamente, tendo em mente as diferenças de cada sistema, bem como da distância que separa a complexidade dos mercados de capitais de cada um desses países.

A reforma na Lei 6.404/76, introduzida pela Lei 10.303/01, trouxe alterações ao objeto deste trabalho, que poderão contribuir para uma aplicação mais efetiva da proibição ao *insider trading*, principalmente no que diz respeito ao âmbito subjetivo de aplicação do instituto. Com a reforma, qualquer pessoa que, em decorrência de vínculo funcional ou profissional, teve acesso a informações privilegiadas e reservadas de determinada companhia, está proibida de negociar

valores mobiliários, enquanto tais informações não forem divulgadas ao público investidor em geral.

Caberá aos órgãos fiscalizadores das atividades compreendidas no mercado de capitais identificar a ocorrência do *insider trading*, a exemplo do que tem feito a SEC (*Securities and Exchange Commission*) nos Estados Unidos. Fiscalizar e punir administrativamente, a fim de resguardar não só a integridade do mercado como instituição, mas também garantir meios eficazes de reparação àqueles que suportaram perdas por terem negociado valores mobiliários de determinada companhia em cotações diversas daquelas que teriam sido estabelecidas, caso tivessem tido acesso às informações do *insider*.

## 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Jurisprudência Comentada - 'Insider Trading' - Apelação Cível n. 12.145-1 – TJSP. *In Revista de Direito Mercantil*, n. 109. São Paulo: Malheiros, janeiro-março de 1998, p. 173-182.

*Black's Law Dictionary*. 7.ed. Editor in Chief: Garner, Bryan A., Saint Paul: West Group, 2000

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb e SZTERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. *Revista de Direito Mercantil*. n.125. São Paulo: Malheiros, jan-mar de 2002, p. 96-113.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Nilton. *Comentários à lei de Sociedades Anônimas*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 3.

COHEN, David. O Risco Estados Unidos. *Revista Exame*.ed. 771, ano 36 – n.15, São Paulo: Abril, julho de 2002, p. 42-51.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade Civil e Administrativa do Diretor da Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil*. n. 56. São Paulo: Malheiros, out-dez, 1984, p. 47-56.

\_\_\_\_\_. 'Insider Trading' e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *In Revista de Direito Mercantil*. n.83. São Paulo: Malheiros, abril-junho de 1983, p. 45-55.

\_\_\_\_\_. A Instrução CVM 31/84 e a Regulamentação do 'Insider Trading'. *In Revista de Direito Mercantil*. n. 55. São Paulo: Malheiros, julho-setembro de 1984, p. 170-175.

GOYOS JUNIOR, Durval de. *Noronha Dicionário Jurídico: Português – Inglês*. 4. ed. São Paulo: Observador Legal, 1998.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do Insider Trading*. CVM: 1978. *in* [www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ\\_600.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp). (01/09/02).

PIZARRO, Rui. Transparência, antídoto contra turbulências. *Revista Conjuntura Econômica*. N.8, v.56. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, agosto de 2002, p. 22-29.



REH, John. *Insider trading. What is? What are the penalties?* in <http://management.about.com/library/weekly/aa071102.htm>. (01/09/02).

SOLOMON, Lewis D. and PALMITER, Alan R. *Corporations, Examples & Explanations*. 3. ed. New York: Aspen Law & Business, 1999.

TOLEDO, Paulo F. C. Salles. Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias. *In Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Coord. Lobo, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 423-452.

ZAITZ, Daniela. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas e por Quotas de Responsabilidade Limitada. *Revistas dos Tribunais n.740*. São Paulo: RT, Junho de 97, p. 13-52.