

## Introdução

Em 1999, escrevi minha dissertação de mestrado que apresentei à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, intitulada “O Princípio do *Full Disclosure* no Mercado de Capitais”. O tema da dissertação encontra-se interrelacionado com o chamado *insider trading*, e por essa razão um dos seus capítulos avaliou essa prática, bem como os meios disponíveis à sua prevenção ou combate.

Dentro do capítulo, uma seção específica abordou a atuação e a evolução do entendimento da CVM em procedimentos administrativos tratando da matéria. Interessante notar que o primeiro Procedimento Administrativo aberto na história da CVM (P.A. 01/78), foi justamente o *leading case* em matéria de punição administrativa-disciplinar ao *insider trading*, conhecido como ‘Caso SERVIX’. Além deste, foram analisadas todas as decisões da CVM abordando o tema, divulgadas até 1999.

A seguir, o texto do Capítulo da referida dissertação.

*Nora Rachman*

## CAPÍTULO VI – REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING* COMO COLÁRIO DO AMPLO *DISCLOSURE*

O aspecto que se pretende desenvolver neste Capítulo VI e o combate ao uso privilegiado de informações, complemento obrigatório para a efetivação de qualquer política de divulgação de informações.

A fim de justificar tal assertiva, faz-se necessário descrever em que consiste essa prática, conhecida como *insider trading*, traçando sua natureza jurídica.

### VI.1. Natureza jurídica

Conforme LEÃES, "trata-se de um dos graves exemplos das disfunções do mecanismo societário nas companhias de mercado, decorrente da cisão entre a propriedade e o controle dos bens de produção".<sup>234</sup>

O Prof. PAOLO CARBONE, da Universidade de Turim, menciona duas definições celebres sobre essa prática: "um mal escuro que corrompe a bolsa"<sup>235</sup> e, ainda, "o aspecto desagradável e inaceitável do capitalismo (*the unpleasant and unacceptable face of capitalism*)".<sup>236</sup>

A expressão *insider trading*, em seu sentido literal, significa a negociação com valores mobiliários, feita por um *insider*, ou seja, por um sujeito "interno" ou que esta "por dentro", como veremos a seguir.

EIZIRIK caracteriza essa prática como a "utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão "por dentro" de seus negócios, para transacionar

---

<sup>234</sup> Luiz G. Leães, Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 140.

<sup>235</sup> Citação de Rossi por Paolo Carbone, Tutela Civile del mercado e insider trading. Casa Editrice Dott. Antonio Millani, 1993, p. 6.

<sup>236</sup> De autoria do primeiro ministro inglês, o conservador Edward Health, em relação ao caso LONRHO, citado por Paolo Carbone, *op. cit.*, p.6.

com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público".<sup>237</sup>

Em pioneiro estudo sobre a matéria, COMPARATO entende ser o "aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora dos títulos, em detrimento do outro contratante, que as ignora."<sup>238</sup>

CARBONE-remete à possibilidade de comparar esse fenômeno com outros, análogos, também baseados na disparidade informativa,<sup>239</sup> que são a manipulação e a especulação.<sup>240</sup>

Entretanto, tais comportamentos somente tem em comum com o *insider trading* o fato de também serem práticas que podem desestabilizar o mercado. De mais, tem por objetivo influir nas cotações dos valores mobiliários, em decorrência da atuação dos seus agentes.

Verifica-se não ser este o caso do *insider trading*, cujo agente não tem a menor intenção de influir nos preços praticados no mercado. Ao contrário, utiliza-se de informações privilegiadas antes que sejam divulgadas, por-

---

<sup>237</sup> Nelson Eizirik:, *Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 50, abril-junho/1983, p. 43. O conceito de *insiders* como sendo pessoas com acesso a informações "por força do exercício profissional" não implica necessariamente um relacionamento direto com a companhia, já que esse relacionamento pode ser indireto e também decorrer da transmissão de informações, como é o caso dos terceiros (*tippees*).

<sup>238</sup> Fabio K. Comparato, *Insider Trading - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 2, 1971, p. 46.

<sup>239</sup> Paolo Carbone, o.c, p. 24, menciona outros fenômenos apontados nessa categoria pela doutrina norte-americana, o *greenmail* (ameaça de tomada de controle para induzir recompra das ações pela própria companhia) e o *leveraged buy-out* (aquisição de uma companhia com recursos obtidos por financiamento, que será pago com a atividade futura da própria companhia).

<sup>240</sup> Aponte-se que o termo especulação não tem nenhuma conotação negativa. Pelo contrário, a especulação, nos Estados Unidos tem a importante função de dar liquidez aos mercados, seja para se proteger das volatilidades dos ativos com que opera, seja simplesmente com o fim de obter lucros.

quanto as mesmas (as informações, e não a prática do agente), quando divulgadas, é que terão papel preponderante na cotação dos títulos.<sup>241</sup>

Ademais, com relação à manipulação, a base da atuação do agente, que deseja alterar artificialmente o curso do mercado, são as informações falsas, exageradas e tendenciosas, o que não é o caso das informações privilegiadas, em que não há dúvidas quanto à sua veracidade.

No que tange à especulação, esta prática utiliza unicamente previsões e informações públicas, o que não é o caso do *insider trading* em que as informações não são públicas e o lucro eventualmente apurado decorre justamente desse fato.

Concluída a sua caracterização, procuraremos verificar as razões existentes para combater essa prática, de forma a perquirir a sua natureza jurídica.

Sabe-se que a posição privilegiada em que se encontram os acionistas controladores, administradores e pessoas a eles equiparadas acaba por lhes determinar o cumprimento de um verdadeiro "dever de lealdade" perante a companhia, que decorre evidentemente de sua posição especial, quando comparada com a posição de acionistas minoritários ou investidores do mercado em geral.

A utilização de informações, por parte dos administradores, obtidas em razão dessa posição especial, denota a quebra do referido dever de lealdade, a qual acaba sendo a principal causa do *insider trading*.

Mas quais são as razões que se colocam para combater essa prática?

---

<sup>241</sup> No mesmo sentido Fabio Comparato, para quem haveria "antes uma omissão volitiva, do que uma atuação ou pressão qualquer sobre o valor de mercado dos direitos ou papéis negociados" (*Insider Trading: Sugestões, op. cit.*, p. 46). Também Luiz G. Leães, Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 174, ao rejeitar a comparação com a manipulação de preços. Veja-se a respeito a conceituação de manipulação de preços constante da Instrução CVM n. 8, de 08/11/79: "a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda".

Além de conferir segurança e credibilidade ao mercado, que são características básicas buscadas pelos investidores, o principal objetivo a justificar o seu combate seria colocar em condições de igualdade e equilíbrio os participantes de operações no mercado, tenham eles ou não qualquer vínculo com as companhias emissoras.

Os interesses que devem ser tutelados são vários. Assim, sob uma ótica genérica, os prejudicados por essa prática seriam os participantes de operações no mercado. Contudo, fica evidente que o quadro envolve também os demais acionistas da companhia, aqueles que negociaram valores mobiliários ao mesmo tempo que o *insider* e, bem assim, os potenciais investidores.

EIZIRIK aponta, para com ater o uso privilegiado de informações, basicamente razões de ordem econômica e ética. As primeiras justificam-se em virtude do já mencionado objetivo da regulação, que busca a eficiência dos mercados por meio da ampla disponibilização das informações. As razões éticas decorrem do nível de confiabilidade de que se deseja dotar o mercado, de forma que os investidores possam ter certeza "que o sistema não está estruturado de molde a favorecer apenas aqueles que detêm as informações privilegiadas".<sup>242</sup>

CAIO TACITO aponta que "o bem jurídico protegido pela norma é o tratamento equânime do acionista, atual ou potencial, cuidando de evitar especulações ou favorecimentos dos iniciados em confronto com a massa dos que, pela ausência de adequado acesso a informações vitais ou substanciais da economia interna da empresa, são discriminados nas operações de bolsa."<sup>243</sup>

Mas não pode deixar de ser feita menção às críticas formuladas ao combate do *insider trading*. O Prof. Henry MANNE, da *George Washington University*, citado por COMPARATO, entendia que a regulamentação editada nos Estados Unidos possuía defeitos sérios, em vista do curto prazo previsto

---

<sup>242</sup> Nelson Eizirik, *Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 50, abril-junho 1983, p. 44.

<sup>243</sup> Parecer apresentado no Inquérito Administrativo CVM n. 04/1985, não publicado.

para as *short swing transactions* e, também, na possibilidade de troca de informações entre administradores de diferentes companhias.<sup>24</sup>

Na opinião de MANNE, a legislação de repressão ao *insider trading* sob o ponto de vista exclusivamente econômico tinha se revelado totalmente ineficaz e contraproducente.<sup>245</sup>

Verifica-se, entretanto, que tais críticas tratam de aspectos totalmente de fundo da regulamentação norte-americana, e não demonstram concordância com a prática ou com o incentivo à impunidade.<sup>246</sup> Pelo contrário, em resposta a tais críticas, o Prof. LOSS destacou o efeito positivo (ainda que limitado) obtido com a regulamentação,<sup>247</sup> acrescentada à evolução que a matéria adquiriu na construção jurisprudencial nos Estados Unidos, como será visto adiante.

Muito bem, atualizadas as suas características e razões para combatê-lo, conclui-se que o *insider trading* poderia ser configurado como um "fenômeno de *non-disclosure*"<sup>248</sup>, por envolver a omissão na prestação de informações

---

<sup>244</sup> Fabio K. Comparato, *Insider Trading - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, artigo publicado na *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n. 2, 1971, p. 43.

<sup>245</sup> Conforme Luiz G. LEÃES, *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 186.

<sup>246</sup> Mencionem-se, ainda, a título de registro, posições mais recentes dos Profs. Dennis W. Carlton e Daniel R. Fischel, que contraditaram o combate ao *insider trading* com base nos custos envolvidos para o seu monitoramento e apontaram a inexistência de sistemas de informação perfeitos. Esses autores, depois de levantar todos os argumentos contrários à prática, acabam concluindo que, em certas situações, o *insider trading* pode ser benéfico como forma de remuneração dos administradores, desde que tal política fosse adotada de comum acordo com os acionistas. (*The Regulation of Insider Trading*, artigo publicado na *Stanford Law Review* 35, Maio de 1993, p. 857)

<sup>247</sup> Citado por Fabio Comparato, *Insider Trading - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, artigo publicado na *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*, n. 2, 1971, p. 43.

<sup>248</sup> Expressão utilizada por Luiz G. Leães, *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 174.

ao mercado, as quais, se houvessem sido divulgadas, teriam uma influencia no comportamento dos agentes de mercado e/ou na cotação dos valores mobiliários.

Nesse mesmo sentido conclui COMPARATO, ao apontar o *insider trading* como um comportamento "tipicamente de dolo por omissão", na forma prevista no artigo 94 do Código Civil Brasileiro.<sup>249</sup>

## VI.2. Tipos de reações jurídicas ao *insider trading*

Apontados os principais aspectos quanto à periculosidade do fenômeno, cabe verificar de que forma tem se dado as reações jurídicas ao mesmo, seja por meio de normas ou por intervenções estatais.

Qualquer que seja a modalidade adotada, e importante notar que, como apontado por CARBONE, numa situação normal de mercado os melhores remédios são a transparência e a prevenção, em vez da falta de divulgação de informações ou a mera repressão.<sup>250</sup>

Por outro lado, para compreender a intervenção do Estado no mercado, também é necessário verificar os aspectos econômicos envolvidos, aspectos esses que se embasam nas mesmas premissas expostas no item IV.3. supra, por se tratar de um fenômeno decorrente de um processo de assimetria informativa.

De maneira geral, verifica-se que as tendências adotadas pelas legislações tem seguido o modelo de editar normas preventivas ou repressivas.

A prevenção dá-se por meio da estipulação de políticas de ampla divulgação de informações, seja por parte das companhias, por seus administradores e

---

<sup>249</sup> Fabio Comparato, *Insider Trading- Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 2, 1971, p. 46. O Artigo 94 do Código Civil assim dispõe: Artigo 94: Nos atos bilaterais, o silencio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade de que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela não seria celebrado o contrato.

<sup>250</sup> Paolo Carbone, *op. cit.*, vol 1, p. 30.

pessoas a eles equiparados, seja pelo efetivo acompanhamento de suas negociações pelos entes fiscalizadores, ou, ainda, por meio de ações que visem a desencorajar o uso de informações privilegiadas.

Já o aspecto repressivo é implementado por meio de normas constantes no âmbito civil, administrativo-disciplinar e penal.

No âmbito civil, sabe-se das dificuldades em identificar, provar e quantificar os danos, pois nem sempre existem presunções legais que permitam o levantamento de dados e a responsabilização das partes envolvidas.

No âmbito administrativo-disciplinar, as medidas tem sido adotadas, com uma evidente função pedagógica, porém a condução desses procedimentos denota a necessidade de um empenho bastante forte por parte das agências reguladoras/fiscalizadoras.

No âmbito penal, a tendência tem sido no sentido de reprimir o fenômeno, o que denota o repúdio que a conduta representa sob o ponto de vista legal e sociológico.

Veremos a seguir quais foram os "remédios" adotados pelas diversas legislações de forma a dificultar a ocorrência do *insider trading* e quais foram os principais interesses que se procurou tutelar (se públicos ou privados).

### VI.3..Evolução do instituto no direito comparado

No direito comparado, a regulamentação para combater esse instituto tem se dado de forma bem homogênea, e o seu alastramento tem ocorrido, em nossa opinião, como condição para a existência de mercados de capitais desenvolvidos.

#### VI.3.1. Nos Estados Unidos

A legislação norte-americana tem servido de inspiração para a maioria dos países que adotam normas de combate ao *insider trading*, inclusive o Brasil. Entretanto, diferentemente de outros países, o direito norte-americano, nessa matéria, está calcado mais como produto da interpretação judicial (fruto do

sistema do *common law*) do que propriamente de regras postas em normas ou regulamentos.<sup>251</sup>

As normas e regulamentos existentes sobre a matéria, embora tenham servido de embasamento para um combate mais eficiente do *insider trading*, muitas vezes nem atam do instituto diretamente. De se notar, ademais, que o papel ativo da SEC na fiscalização desta prática tem sido fundamental tanto para a sua prevenção quanto para a sua repressão.

Em termos de instrumentos de tutela, pode-se situar três tipos de procedimentos: administrativo-disciplinares, civis e penais. Os primeiros tem sido encampados pela SEC, que, no seu papel fiscalizador, aplica penalidades tais como a limitação no exercício das atividades de intermediários financeiros e de outros operadores do mercado.

Os procedimentos civis consistem ou em injunções (*injunctions*) ordenadas por juízes a fim de que determinadas pessoas façam ou deixem de fazer alguma coisa, ou em ações de indenização por danos, ou, ainda, ações visando a reversão de lucros a favor da companhia (chamadas de ações de *disgorgement*).

As ações podem ser propostas por iniciativa da SEC ou de investidores, neste caso, de forma individual ou por categoria, utilizando-se do mecanismo processual denominado *class actions*, de aplicação *ultra partes*, prevendo-se como sujeitos ativos praticamente todos os participantes do mercado de capitais.<sup>252</sup>

No campo penal o procedimento pode ser de iniciativa da SEC ou do Departamento de Justiça norte-americano, e normalmente é precedido de uma

---

<sup>251</sup> Não obstante o sistema do *common law*, a área de mercado de capitais é uma das poucas em que existe regulamentação.

<sup>252</sup> O acesso a particulares, entretanto, é limitado. Em 1995 foi editado o *Private Securities Litigation Reform Act*. Depois de 3 anos, verifica-se que ele acaba dando margem ao que se chama *frivolous litigation*, especialmente porque os advogados americanos trabalham com base em honorários de 30% em média, alçando à categoria de *insider trading* quaisquer práticas, ainda que legítimas, que resultem em queda do preço dos valores mobiliários os envolvidos.

análise estrita quanto à valoração das provas, podendo uma condenação resultar, para pessoas físicas, em multas de até US\$ 1 milhão e/ou detenção de até 10 anos e, para pessoas jurídicas, em multas de US\$ 2,5 milhões.<sup>253</sup>

A seguir são relacionadas as principais regras sobre o assunto, algumas das quais fazem parte das duas leis norte-americanas sobre valores mobiliários (*Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934) e outras, que foram editadas pela SEC com base em seus poderes regulamentares. Vejamos quais são elas:<sup>254</sup>

- 1) Seção 10b (do *Securities Act* de 1933): Outorga poderes à SEC para regular a matéria.'
- 2) Regra 10b-5 (editada pela SEC em 1942): Contem a regra geral de dispositivos antifraude, ao considerar ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao comprar e vender valores mobiliários, utilize algum plano, esquema ou artifício fraudulento, preste informações falsas ou incorretas ou omita um fato relevante, ou, ainda, pratique qualquer ato que represente uma fraude ou burla perante qualquer pessoa. É uma regra de conteúdo vago, pois não menciona a prática de *insider trading* explicitamente, mas tem sido a principal base para a propositura de ações judiciais tanto pela SEC quanto por particulares.
- 3) Seção 17 (do *Securities Act* de 1933): Trata-se da mesma proibição contida na Regra 10b-5, aplicável à oferta ou venda (em vez da compra ou venda) de valores mobiliários. Os Tribunais não tem aceito a sua utilização para a propositura de demandas judiciais por particulares.

---

<sup>253</sup> *International insider Dealing, op. cit.*, p. 32 a 34.

<sup>254</sup> Resumo constante de *International Insider Dealing, op. cit.*, p. 4 e ss. e Nelson Eizirik, Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro, n. 50, abril-junho/1983, p. 53.

- 4) Regra 14e-3 (editada pela SEC em 1982): diz respeito ao uso de informações privilegiadas no contexto de uma oferta pública de aquisição de controle.<sup>255</sup>
- 5) Seção 20A (do *Securities Exchange Act* de 1934, aprovada por meio do *Insider Trading and Securities Enforcement Act* de 1988): cria um direito de ação para investidores que tenham negociado ao mesmo tempo (*contemporaneously*) em que negociaram as pessoas que se utilizaram das informações privilegiadas. O ponto crucial desta regra é que ela permite a investidores privados recuperarem seus prejuízos sem a necessidade de provar que os *insiders* ou *tippees* teriam sido os causadores das perdas incorridas pelos autores. Esta regra determina um limite de valores que podem ser demandados pelos investidores, que é o valor do enriquecimento indevido ou a perda evitada.
- 6) Seção 16(a) (do *Securities Exchange Act* de 1934): determina a divulgação, pelos administradores ou titulares de mais de 10% de ações cotadas, por meio de remessa à SEC de relatórios mensais contendo sua posição acionária, bem como de eventuais alterações.<sup>256</sup>
- 7) Seção 16(b) (do *Securities Exchange Act* de 1934): determina a reversão, a favor da companhia, de lucros obtidos por administradores ou titulares de mais de 10% de ações cotadas, em operações de compra ou venda de quaisquer de seus valores mobiliários, num período de seis

---

<sup>255</sup> A principal novidade sobre esta norma, editada após o caso *Chiarella v. United States*, a seguir comentado, e que ela confere um caráter absoluto a regra do sigilo no âmbito de uma oferta pública. Assim, o *tipping* é considerado ilegal, ainda que não resulte em negociações por parte do *tippee*.

<sup>256</sup> Esta regra foi objeto de revisão pela SEC em janeiro de 1991, possibilitando-lhe, em virtude do alto inadimplemento na entrega dessas informações, intentar procedimento administrativo contra quem deixasse de apresentá-las. Determinou-se, ainda, que as companhias abertas deveriam identificar os administradores, funcionários e acionistas detentores daquele percentual acionário e que não tivessem efetuado a entrega dessas informações, sendo que esta identificação deveria constar de formulários de informações da companhia e de todos os documentos entregues a acionistas, numa espécie de "lista negra", o que poderia vir a prejudicá-los, por exemplo, num processo futuro de reeleição como administradores. A revisão ainda restringiu o conceito de *officers* aqueles membros da administração que efetivamente estejam vinculados aos setores financeiros, contábeis e de controle de gestão.

meses a contar das compras ou vendas anteriores que essas pessoas tenham realizado (*short-swing transactions*). As ações judiciais visando esse resultado podem ser propostas pela companhia ou por acionistas representando a companhia. Não ha necessidade de provar a intenção do *insider* de obter lucros indevidos ou de causar danos a terceiros. Na verdade, ha uma presunção *juris et de jure* de que houve o uso privilegiado de informações. Por seu aspecto rígido na presunção de culpa, esta regra foi apelidada de *crude rule of thumb* nas discussões do Congresso, mas também foi objeto de criticas em vista da sua limitação temporal.

A interpretação dada à matéria pela farta jurisprudência é motivo suficiente a justificar sua análise. Senão vejamos.

Com relação à Seção 16(b), a discussão sobre o conceito de lucro que deveria reverter a favor da companhia acabou concluindo por um método que maximizasse o seu valor, comparando-se o preço de aquisição mais baixo ao preço de venda mais alto (*lowest-in-highest-out*).<sup>257</sup>

Quanta à regra 10b-5, no dizer de LEÃES o "mecanismo mais amplo na repressão à utilização abusiva de informações" OU o "instrumento mais eficiente para responsabilizar os agentes desse mercado",<sup>258</sup> talvez o maior passo alcançado tenha sido a sua interpretação de forma a possibilitar o direito de ações de indenização por parte dos investidores lesados.<sup>259</sup>

---

<sup>257</sup> Caso *Smolowe v. Delendo Corp* (1943) citado por Luiz G. Leães, Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 1511152.

<sup>258</sup> Luiz G. Leães, Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 161 e p. 169.

<sup>259</sup> O *leading case* sobre o assunto foi o caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur* (1969); em que vários administradores e funcionários graduados da companhia e de empresa por esta contratada omitiram a divulgação de informações (e ate as negaram) sobre resultados positivos em pesquisas de petróleo no Canada, e, concomitantemente, adquiriram valores de sua emissão. A ação foi proposta pela SEC, mas foi com base nesta decisão que muitos investidores lesados propuseram ações indenizatórias contra a companhia e os *insiders*. Esse precedente também foi importante na definição de fato relevante, ao se entender que todos os investidores tem direito a igual acesso as informações relevantes (ver item V.2.5.2. do Capítulo V -Abrangência do *Disclosure*).

O principal entendimento dos tribunais quanto à aplicação da regra 10b-5 é no sentido de que as pessoas que estiverem em posse de informação relevante devem revelá-la antes de negociar com os valores de emissão da companhia. Se a divulgação não é possível (por exemplo, em face de seus deveres fiduciários perante a companhia) ou desejável, então tais pessoas devem abster-se de negociar ou de recomendar a terceiros que o façam (*disclose or abstain from trading*).<sup>260</sup>

Outra questão sobre a qual a jurisprudência se debruçou foi o alargamento do conceito de *insider*, ao enquadrar terceiros que tiveram acesso à informação, ainda que não estivessem vinculados funcionalmente a companhia (e, conseqüentemente, sem quaisquer deveres fiduciários perante a mesma). Esses terceiros (*tippees*) teriam recebido a "dica" (*tip*) por parte de quem teve acesso direto à informação privilegiada (*tipper*) e, com base nesta, realizaram algum lucro na negociação dos valores mobiliários.<sup>261</sup>

Ademais, outra situação enfrentada diz respeito à quebra do dever fiduciário por um *tipper*. Entendeu-se que este último, que é propriamente o *insider* com acesso à informação privilegiada, somente quebra o seu dever fiduciário se estiver recebendo algum benefício em virtude do fornecimento da informação privilegiada.<sup>262</sup>

---

<sup>260</sup> Esta obrigação consagrou o princípio do *market egalitarianism*, que condena a desigualdade informativa. A primeira menção à regra *disclose or abstain* constou do caso *Cady, Roberts & Co* (1961) em que o administrador de uma companhia listada e também sócio de uma Corretora (a *Cady, Roberts*) teria transmitido informação privilegiada (sobre a redução do pagamento de dividendos) a outro sócio da mesma corretora, que, por sua vez, determinou a execução de várias ordens de venda dos títulos em questão. E esse entendimento foi colimado com a decisão do já mencionado caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur*.

<sup>261</sup> O conceito de *tipper* e *tippee* foi delineado no já mencionado caso *Cady, Roberts & Co.* e confirmado no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, mas existem muitas nuances nessa definição, mencionadas por Louis Loss, que aponta variações decorrentes de situações, intenções, *tippees* diretos e indiretos, dicas gerais ou específicas, a situação das corretoras que recebem as ordens dos *insiders*, os analistas financeiros, etc. (*op. cit.*, p. 839 e ss). Os principais aspectos com relação aos *tippees* diz respeito à fonte da informação (se essa fonte está ou não sujeita à regra geral de *disclose or abstain*) e ao fato do *tippee* estar consciente, de que o *tipper*, ao passar a "dica" (*tip*), estaria quebrando um dever.

<sup>262</sup> No caso *Dirks v. SEC* (1983), um ex-funcionário de uma companhia revelou a um analista de investimentos (*Dirks*) a falsidade dos balanços dessa companhia, como fim

Mencione-se, ainda, a diferença entre a *inside information* - aquela que é originada e diz respeito à informação inerente à própria companhia - e a *market information*, como sendo aquela que emana de fora da companhia, sem estar diretamente relacionada com seus negócios, apesar de afeta-los, como é o caso, por exemplo, de informações ainda não difundidas, resultantes de análises financeiras, objeto de pesquisas ou conhecidas por meio de contatos políticos.

A esse respeito, entendeu-se que não poderiam ficar em pé de igualdade as informações e as oportunidades de mercado, ainda mais quando os receptores da informação não são *tippees* e nem estariam quebrando nenhuma relação de confiança. Decidiu-se sobre a *market information* que não haveria nenhum dever de informar, ou de se abster de negociar os títulos, ainda que a informação seja confidencial.<sup>263</sup>

Outro princípio desenvolvido na jurisprudência norte-americana foi a *misappropriation theory* (apropriação indevida de informação), que consiste em considerar, como pressuposto da responsabilidade, a utilização de informações com fim outro que não aquele para o qual as mesmas foram obtidas, quebrando-se assim um dever mantido com qualquer outra pessoa que não os acionistas da companhia, e visando conseguir um lucro para si ou para outrem.

---

de expor a fraude. Esse analista tratou de publicar-esta-informação-no *Wall Street Journal* e não conseguiu. Como não possuía ações da companhia, transmitiu esta informação a alguns clientes da corretora para a qual trabalhava, que venderam suas ações, evitando um prejuízo maior. Após intervenção da SEC, a fraude veio a público mas não houve condenação nem de Dirks nem dos clientes que receberam a informação privilegiada, por entender-se que não houve nenhum benefício para quem transmitiu a informação (o *tipper*) (*International Insider Dealing, op. cit., p. 17*).

<sup>263</sup> O precedente sobre esta matéria é o caso *Chiarella v United States* (1980), em que se discutiu a responsabilidade de um funcionário de uma gráfica especializada na impressão de documentos financeiros, que teve acesso a informações sobre ofertas públicas por meio de Prospectos que estavam em fase de impressão na gráfica, e adquiriu ações dessas companhias antes da divulgação das ofertas, obtendo um lucro com a sua venda. A decisão confirmou esse entendimento, inocentando o funcionário da gráfica da prática de *insider trading*. Porém, a matéria foi objeto da edição da Regra 14e-3, acima mencionada, que modificou esse entendimento.

Nesse sentido, os tribunais norte-americanos tem entendido (com suas exceções, mencionadas na próxima nota de rodapé) que ha uma violação à regra 10b-5 sempre que uma pessoa: (1) negocia com ações (2) tendo conhecimento que essa negociação esta sendo feita com base em informação privilegiada de que tenha se apropriado indevidamente (*misappropriation*), (3) mediante a quebra uma relação fiduciária ou de confiança, (4) mesmo que a fonte da informação não seja o comprador, o vendedor ou o emissor das ações.

Assim, o que importa e a violação de deveres fiduciários genéricos, que vinculam a parte com a fonte da informação, com a consequente ampliação do espectro de sujeitos no trafego irregular de dados.<sup>264</sup>

### VI.3.2. Nos demais países

#### VI.3.2.1. Na França

Na França, o *insider trading* tem uma regulamentação dualista, pois é considerado, por um lado, um delito criminal e, por outro, uma falta administrativa, em vista da infração à regulamentação da *COB – Commission des*

---

<sup>264</sup> Os tribunais federais norte-americanos subdividem-se em 14 distintas jurisdições (*circuits*) e o entendimento desta teoria nos mesmos não tem sido unânime. A *misappropriation theory* não foi aceita em decisão do 4<sup>th</sup> circuit no caso *United States v. Bryan* (1995), em que um funcionário de uma loteria estatal (*ranking state lottery*) tinha comprado títulos de empresas que receberiam contratos lucrativos com o governo relativos a essa loteria, ao entender que não teria havido fraude com relação as contrapartes das negociações com títulos, pois, perante estes, não teria havido quebra de nenhum dever de lealdade ou confiança. (*International Insider Dealing, op. cit.*, p. 11 e ss.) Também a teoria não foi aceita pelo 8<sup>th</sup> circuit, no caso *United States v. O'Hagan* (1996), em que um sócio de um escritório de advocacia (O'Hagan) contratado por uma empresa (Grand Metropolitan PLC) visando à aquisição de outra (Pillsbury), comprou opções sobre ações dessa empresa, antes dessa intenção ser tomada publica, tendo obtido um lucro de cerca de US\$ 4 milhões. Esse entendimento do 8<sup>th</sup> circuit, contrario à *misappropriation theory*, foi modificado em 1997 por decisão da Suprema Corte, que entendeu que O'Hagan teria usado a informação indevidamente obtida, cabendo-lhe portanto o dever de revelar a negociação com opções/ações ao seu escritório de advocacia ou à empresa que o contratou (Grand Met). A Suprema Corte adotou a *misappropriation theory* parcialmente, ao assumir que O'Hagan teria dever de informar com relação à fonte da informação (*Securities Exchange Act of 1934, Harvard Law Review*, vol. 111, *issue* I, Novembro 1997, p. 410-421).

*Operations de Bourse*. Não ha nesse pais nenhuma previsão para a responsabilidade civil do *insider* (denominado de *initié*) pelos prejuízos causados.

O comportamento dos *initiés* passou a ser disciplinado por meio da Ordenação n. 67-833 de 1967, que acrescentou uma disposição à Lei das companhias, obrigando os administradores e funcionários graduados, bem como as pessoas a eles próximas, a converterem suas ações em nominativas, e também determinou a exigência de envio de relatórios periódicos à COB por tais pessoas.

Constatou-se que essas medidas não seriam eficazes para combater a prática do *insider trading*, face à inexistência de sanções. A partir de 23/12/70, pela Lei 70-1208, o *insider* passou a ser considerado crime.

Varias outras alterações foram feitas na legislação, seja no sentido de estender-se um numero maior de pessoas à categoria de *insider*, seja para ampliar-se a definição de informação privilegiada, os mercados nos quais a legislação e aplicável, ou, ainda, tendo por fim o aumento das penalidades e a introdução da responsabilidade penal das pessoas jurídicas.

As pessoas sujeitas à responsabilização são:

- os membros dos órgãos da administração das companhias emissoras, considerados como "*insiders* primários". Note-se que nesta categoria não estão incluídos os acionistas controladores ou com participações relevantes na companhia; e
- as pessoas que, tem acesso a informações privilegiadas em razão do exercício de suas funções ou atividades profissionais, considerados como "*insiders* secundários", sendo que a jurisprudência tem dado uma interpretação bem ampla a esta categoria, incluindo-se desde empregados da companhia com acesso as informações privilegiadas ate pessoas com relações com a companhia, tenham ou não tais relações base profissional.<sup>265</sup>

---

<sup>265</sup> Claude Ducouloux-Favard e Nicolas Rontchevsky citam alguns exemplos, demonstrando a interpretação ampla que a jurisprudência vem dando quanto ao vinculo profissional existente entre a informação e o agente. Um caso citado é o de um jornalista financeiro que teve conhecimento de informação privilegiada numa entrevista dada por um administrador. Mas na mesma situação já foram enquadrados assessores técnicos em geral, consultores na estruturação de uma oferta de venda de ações, o diretor de um banco,

- Quanto à responsabilização penal das pessoas jurídicas, há necessidade que os delitos tenham sido cometidos ou por seus órgãos ou por seus representantes, mas, especialmente, que tenham sido cometidos por sua conta e em seu benefício exclusivo.

A definição de informação privilegiada e também bastante ampla, incluídas informações sobre a companhia emissora e todos e quaisquer títulos ou instrumentos financeiros negociados nos mercados regulados e também nos mercados de balcão. Quanto à sua caracterização, entende-se que há necessidade que tal informação seja confidencial, precisa e que possa influenciar de forma determinante as cotações.

As penalidades são bastante rígidas, sendo:

- para as pessoas físicas, pena de até dois anos de prisão e multa, a qual pode atingir até 10 milhões de francos, ou então, em havendo lucro, até 10 vezes o valor do lucro obtido;
- para as pessoas físicas, multas de até 5 vezes o valor aplicável as pessoas físicas e outras penas específicas, como dissolução, suspensão do exercício de atividades, fiscalização judicial, fechamento de estabelecimentos, proibição de fazer novas ofertas públicas, exclusão dos mercados públicos, proibição de emitir cheques, confisco e difusão da penalidade pela mídia.

Na disciplina administrativo-disciplinar, a matéria é tratada por meio do Regulamento do COB n. 90-08, sobre o uso de informações privilegiadas. Nessa norma, o conceito de pessoas sujeitas a punição é mais amplo ainda, ao considerar-se, também, quaisquer terceiros que tenham conhecimento consciente sobre a informação privilegiada, ainda que a mesma não lhe tenha sido comunicada diretamente por um insider<sup>266</sup>.

---

um *head hunter*, o chefe de gabinete de um ministro, um arquiteto que aguardava na sala de espera de seu diretor e presencia a saída de um diretor de outra companhia, deduzindo a preparação de um acordo entre as companhias. (*Infractions boursières: de/its boursiers, manquements administratifs*, 1997, p. 33 e 34).

<sup>266</sup> Claude Ducouloux-Favard e Nicolas Rontchevsky citam, a respeito, o exemplo de uma pessoa que ouve uma conversa numa mesa vizinha num restaurante (*op. cit.*, p. 105).

As sanções administrativas previstas constam do artigo 9-2 da *Ordonnance* de 1967, quais sejam, multa, no valor de até 10 milhões de francos, ou, se tiver havido lucros com a operação, até 10 vezes o seu valor, e, ainda, a exigência de publicação da decisão da COB nos jornais que esta designar.

Dado o fato de a penalidade de multa ser a de maior frequência – tanto nos procedimentos administrativos quanto nos judiciais – a legislação prevê a possibilidade de imputação do valor; imposto em quaisquer desses procedimentos.

#### VI.3.2.2. Na Inglaterra

Na Inglaterra, o *Companies Act* de 1980 considera criminosa a conduta de pessoas que, ao negociar com valores mobiliários, estejam na posse de informações não divulgadas, capazes de influenciar as cotações (*unpublished price sensitive information*).

Como na França, também não existe previsão de responsabilidade civil por essa prática. O conceito de *insider* envolve os diretores e empregados da empresa, os indivíduos com relações profissionais ou comerciais, os *tippees* e as pessoas envolvidas num processo de aquisição de controle por oferta pública (*takeover*), os funcionários públicos e seus *tippees*.

Diferentemente dos demais sistemas, a lei inglesa permite a utilização desse tipo de informação para qualquer outra finalidade que não seja a de realizar lucros ou evitar prejuízos. Desta forma, protege-se o indivíduo que, por necessidades financeiras urgentes, seja forçado a vender suas ações num momento em que coincidentemente esteja na posse de informações privilegiadas. Assim, não haverá punição, se o *insider* conseguir demonstrar que ele teria negociado com as ações mesmo em caso de ausência de informação privilegiada.

#### VI.3.2.3. Na Itália

A legislação sobre *insider trading* na Itália consiste no Decreto Legislativo n. 58, de 24 de fevereiro de 1998, que recentemente modificou toda a legislação em matéria de intermediação financeira.<sup>267</sup>

Em disposição específica, o uso de informações privilegiadas é reprimido sob o aspecto penal, determinando-se a aplicação de penalidades de até dois anos de prisão e uma multa entre 20 milhões e 600 milhões de liras.

Não há sanções administrativas específicas, mas a *CONSOB- Commissione nazionale per le società e la borsa* tem poderes de fiscalização dessa prática, e transmite os seus resultados ao ministério público.

Também não há nenhuma previsão específica quanto à responsabilidade civil, porém a doutrina tem entendido que é possível obter o ressarcimento de danos, em virtude de prejuízos auferidos, tanto públicos quanto privados.<sup>268</sup>

#### VI.3.2.4. Na Alemanha

Na Alemanha, a legislação compreende as seguintes normas:

- o *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG), editado em 1994, dentro de um conjunto de medidas que reformaram o mercado financeiro, norma esta que introduziu o teor da Diretiva da União Europeia (Diretiva 89/592) na legislação alemã;
- "Linhas Mestras para o *Insider*", conjunto de regras patrocinado pelas bolsas de valores alemãs e principais instituições financeiras, participantes do mercado, que tratava da matéria antes da edição do WpHG, e de aplicação voluntária.

O WpHG criminalizou a conduta de *insider trading* e determinou que o policiamento das condutas de *insider* ficasse a cargo de um novo órgão, a

---

<sup>267</sup> A íntegra do Decreto Legislativo encontra-se publicada na *Rivista delle società*, Milano: dott. A. Giuffrè editore, fascículo 2-3, março-junho/1998, p. 418 e ss..

<sup>268</sup> Carlo Amatucci e Astolfo di Amato assim concluem, em monografia sobre o assunto, *Insider Trading*, Milano: dott. A. Giuffrè Ed, 1993, p. 133 e ss. Vide também, nesse sentido, Giuseppe Carriero, *"Insider Trading e interessi meritevoli di tutela"* in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. L'insider trading*, Milano: A Giuffrè Editore SPA, 1992, p. 253 e ss.

Autoridade Federal para a Supervisão de Negócios com Valores (BAWe), que, ademais, fiscaliza o regime complementar de divulgação de informações pelas companhias listadas nas bolsas alemãs.

## VI.4. No Brasil

### VI.4.1. Normas aplicáveis

Antes da Lei de mercado de capitais, não havia em nosso direito nenhuma previsão legal contra tal prática. A primeira menção para um eventual questionamento sobre o uso de informações privilegiadas encontrava-se no artigo 3º, X da Lei de mercado de capitais, que, na competência do Banco Central, incluía a de "fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso."

Essa única disposição foi objeto de críticas por COMPARATO, que, ao considerá-la insuficiente para um eficaz combate ao *insider trading* apontava a necessidade de "normas particulares de disciplina da matéria" que seriam objeto de fiscalização pelo Banco Central, as quais inexistiam. Ademais, faltaria "um sistema adequado de sanções para essas manifestações", pois a própria Lei de mercado de capitais, quando tratava de penalidades, remetia à aplicação daquelas estipuladas na Lei 4595/64, Capítulo V, as quais, sem dúvida, eram inadequadas para combater a prática do *insider trading*.<sup>269</sup>

Seja ou não pelas razões apontadas, o dispositivo resultou totalmente inócuo, pois jamais teve alguma aplicação prática. Não se conhece nenhum caso de uso de informações privilegiadas que tenha sido objeto de fiscalização pelo Banco Central, o que não significa que não tenham ocorrido.

Assim, temos delimitados os marcos fundamentais na legislação brasileira sobre a matéria:

---

<sup>269</sup> Fabio K. Comparato, *Insider Trading - Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 2, 1971, p. 46.

O Princípio do *Full Disclosure* no Mercado de Capitais - Nora Rachman - dissertação de mestrado  
apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - 1999

1  
3  
4

---

- um, com a edição das Lei da CVM e da Lei das sociedades por ações, em dezembro de 1976, e
- outro, com a edição da Instrução CVM 31, em 08 de fevereiro de 1984.

A Lei das sociedades por ações estabeleceu a vedação expressa dessa prática dentro de dispositivos que tratam dos deveres dos administradores (artigo 155, Paragrafo 1º e artigo 157, *caput e* Parágrafos 1 e 4)<sup>6</sup> .<sup>270</sup>

O artigo 155 Paragrafo 1º dessa Lei" praticamente transcreve o *standard of loyalty* do direito norte-americana, que consiste em obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro Lugar, de seus interesses pessoais.

Esse dispositivo especificamente determina a obrigação de manter em sigilo a informação relevante ainda não divulgada e a vedação de obter vantagem com a mesma, mediante a compra ou venda de valores mobiliários.

Por sua vez, o artigo 157, *caput* e seu paragrafo 1º, traz normas preventivas de *insider trading*, ao determinar que o administrador informe a participação por ele detida em valores mobiliários de emissão da companhia. Já o paragrafo 4º desse mesmo artigo impõe o dever de divulgar ao mercado qualquer ato ou fato relevante da companhia.

De imediato observa-se que o conceito de *insider trading* constante da--legislação brasileira foi calcado naquele desenvolvido no direito norte-americana, qual seja, o dever de informar a situação dos administradores da companhia (constante da Section 16a do Securities Act) e o dever de divulgar ou, em caso de manter-se sigilo, a vedação de negociar com os valores de emissão da companhia (a já mencionada regra geral de *disclose or abstain from trading*).

---

<sup>270</sup> Justamente por abranger apenas os administradores, esta legislação foi objeto de críticas, "pelo seu caráter singularmente restrito, no tocante à definição da pessoa ligada" (Fábio K. Comparato, A regra do sigilo nas ofertas publicas de aquisição de ações, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Económico Financeiro, n. 49, janeiro-março/1983, p. 62).

A Lei da CVM outorgou plena competência aquela autarquia para fiscalizar o cumprimento destas regras (artigo 8, III e V e artigo 9º, V), à diferença da competência genérica anteriormente outorgada ao Banco Central, que carente de matéria substantiva, como bem apontado pelo Prof. COMPARATO.

A principal crítica que esses dispositivos sofreram esta relacionada com o seu estrito âmbito de aplicação, pois somente poderiam ser considerados como *insiders* os administradores e pessoas a eles vinculados, estas últimas por força do Parágrafo 2º do artigo 155 da Lei da CVM, o que, de qualquer forma, tomava obrigatório provar o vínculo de cumplicidade, nos termos do artigo 1518, parágrafo Único do Código Civil<sup>271</sup>.

A primeira extensão a esse conceito foi efetuada por meio da Instrução CVM n. 8, de 08/10/79, e teve por fim atingir os acionistas de companhias abertas (independentemente do percentual detido), os intermediários e os demais participantes do mercado, que, além dos administradores, também ficaram sujeitos à vedação de "prática não equitativa", definida, pela mesma Instrução, como "aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação".

Não ha duvida que a prática de *insider trading* pode ser perfeitamente enquadrada nesse amplo conceito de "prática não equitativa", especialmente em vista de sua caracterização de "desigualdade" e "desequilíbrio". Mas mesmo essa extensão foi objeto de críticas<sup>72</sup> que renunciaram a edição da Instrução CVM 31, de 08/02/1984.

---

<sup>271</sup> Fabio K. Comparato, A regra do sigilo nas ofertas publicas de aquisição de ações, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 49, janeiro-março/1983, p. 62/63.

<sup>272</sup> Nelson Eizirik entendia que a eficácia desta norma era duvidosa, dada a dificuldade de reparação de danos na esfera judicial: "São os *insiders* que efetivamente estão *dentro* da empresa.... Os intermediários financeiros e demais participantes do mercado *não estão obrigados a revelar publicamente as informações confidenciais da companhia*, as quais tiveram acesso. Conforme foi observado, e a não divulgação de informações que pode causar prejuízos, não a simples negociação com ações da mesma. Dai ser remota a possibilidade de reparação de danos, os quais, se a informação não for jamais trazida a publico, não alterando portanto a cotação das ações, simplesmente não terão existido."

A principal novidade da Instrução CVM 31/84, além de ampliar o entendimento dado à noção de fato relevante, foi a extensão, aos acionistas controladores, das disposições sobre os deveres de informação e da vedação de uso de informações privilegiadas, nos exatos termos daqueles previstos nos dispositivos acima mencionados da lei societária.

A referida Instrução CVM proibiu, ainda, como prática não equitativa, o uso de informações privilegiadas por terceiros. Com essa norma, passou-se a considerar como terceiros aqueles que tenham acessado as informações diretamente, em virtude de cargo, função ou posição na companhia, ou mesmo indiretamente. Se, por um lado, deixou de ter importância a fonte da informação, por outro lado, o terceiro, para ser-lhe imputada a vedação de uso de informação, deve saber que se trata de informação privilegiada. Assim, a sua conscientização e um aspecto que deveria estar comprovado.

Não obstante tal responsabilização, sabe-se que a qualificação dos terceiros dentro da vedação de práticas não equitativas não os obriga ao dever de informar, no mesmo patamar daquela obrigação imputada aos administradores e controladores.

Vale dizer, os intermediadores, agentes de mercado e investidores ficam sujeitos à fiscalização da CVM sempre que negociarem tendo conhecimento de informação privilegiada, mas não possuem nenhuma obrigação legal de divulgar. E estando desobrigados da revelação, parece evidente concluir que, com sua atuação, podem ocasionar prejuízos a todo o sistema de informações do mercado.<sup>273</sup>

---

(Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta, *in* Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 50, abril-junho/1983, p. 52).

<sup>273</sup> Fabio K. Comparato criticou o dispositivo quanto aos terceiros, da seguinte forma: "a distribuição seletiva de informações, pelas companhias abertas, acarreta a distorção dos mecanismos de funcionamento do mercado de capitais, aumentando desproporcionalmente o risco de investimento, ou desinvestimento, em valores mobiliários para alguns investidores, em relação a outros. Falseia-se, por essa maneira, o livre jogo da oferta e da demanda; o valor de mercado dos títulos deixa a corresponder a uma apreciação objetiva dos elementos patrimoniais das companhias emissoras e de suas perspectivas de rentabilidade." (A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 49, janeiro-março/1983, p. 62/63)

Contudo, de uma forma geral, parece que a tendência que se tem verificado no direito comparado, de ampliar o conceito de *insider trading*, também esta refletida no direito brasileiro. Esse entendimento é visível ao abranger-se como *insider* tanto quem tem acesso direto à informação privilegiada como quem a recebe, e, ainda, ao inserir-se, dentro da competência de fiscalização da CVM todos os agentes do mercado, inclusive os investidores.<sup>274</sup>

Em termos objetivos, as informações que ficam sujeitas as normas repressivas do *insider trading*, seriam os atos ou fatos relevantes, assim considerados todos aqueles que possam ter influencia ponderável na cotação dos valores mobiliários e na tomada de decisão por parte dos investidores.<sup>275</sup>

Mas nem sempre essas informações são originadas na própria companhia. As diferenças entre *inside information* e *market information*<sup>276</sup> acabam por lhes outorgar tratamento diferenciado, uma vez que todo o sistema de revelação de informações e vedação à negociação reporta-se ao conceito legal de relevância de "deliberações, atos ou fatos ocorridos nos negócios da companhia", ou seja, das *inside information*.

Dessa forma, nem os administradores, nem os intermediários, nem qualquer participante do mercado tem obrigação de revelar informações cuja fonte tenha sido outra que não a companhia (*market information*), obtidas, por

---

<sup>274</sup> Conforme recente alteração do artigo 9, inciso V da Lei n. 6385, de 1976.

<sup>275</sup> Sobre o conceito de fato relevante, vide artigo 1º da Instrução CVM n. 31/84 e item V.2.5. do Capítulo V - Abrangência do *Disclosure*.

<sup>276</sup> Vide explicação no item V.3.1. deste Capítulo. Conforme Paolo Carbone, "As informações que incidem sobre a estrutura do mercado podem ser relativas tanto à sociedade (*corporate information*) (ex.: informações sobre títulos e sobre o estado econômico produtivo dos emissores, estratégias no mercado do emissor) quanto ao andamento dos negócios (ex.: preço e quantidades negociadas) e as características das negociações (ex.: volume, dimensão e frequência das negociações) (*market information*). Somente as informações relativas à sociedade e que podem vir a constituir *inside information*. As demais (*market information*) quando não tenham ainda sido difundidas pelos sistemas informativos correntes e eficientes, são objeto de pesquisa ou resultam de análises financeiras, e seu conhecimento por parte de quem investe em pesquisa, constitui o ponto de obtenção do equilíbrio do mercado mais eficiente." (*op. cit.*, vol. 1, p. 74 a 80).

exemplo, por meio de pesquisas, projeções de mercado realizadas por instituições especializadas, ou ainda, se disserem respeito a medidas que podem ser adotadas pelo governo e que possam afetar a companhia. E tampouco existe qualquer obrigação legal para que tais pessoas estejam impedidas de negociar com base nessas informações.

Do ponto de vista preventivo, a Instrução CVM 31/84 impõe deveres de informar aos administradores e acionistas controladores sobre negociações com valores mobiliários, o que deve ocorrer em bases mensais (art. 14).

Sob a ótica repressiva, são impostas sanções à prática dessa conduta pela legislação. No âmbito administrativo disciplinar, a CVM, em razão de procedimentos instaurados<sup>277</sup> pode impor penalidades a todos os agentes do mercado. Essas penalidades podem variar desde advertência, multa, suspensão e inabilitação para o exercício de cargos de administração até proibição temporária para operar no mercado.

Na esfera penal, não há nenhum dispositivo que trate dessa conduta de forma específica.<sup>278</sup>

Não obstante o princípio de que não há crime sem norma que o qualifique, há quem sustente que o *insider trading* poderia ser tipificado como crime de estelionato previsto no artigo 171 do Código Penal.<sup>279</sup>

No campo da responsabilidade civil, a iniciativa da ação de indenização compete a quem se sente prejudicado, e toma por base todas as normas legais acima mencionadas, especialmente o artigo 159 do Código Civil, podendo

---

<sup>277</sup> No item VL4.2. deste Capítulo, encontra-se um resumo dos procedimentos instaurados e julgados pela CVM sobre a matéria até março de 1999.

<sup>278</sup> Em dezembro de 1988, o Poder Executivo apresentou Anteprojeto de Lei tipificando o *insider trading* como crime contra o mercado de valores mobiliários, prevendo pena de detenção de 6 meses a 2 anos e multa. Após receber pareceres favoráveis Comissão de Constituição e Justiça e da Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, em 11 de março de 1997, foi aprovada a Mensagem 221/1996 do Poder Executivo, solicitando a retirada do Projeto, encerrando-se, assim, a sua tramitação.

<sup>279</sup> Norma Jonssen Parente, Aspectos Jurídicos do "Insider Trading", Legisbanco Informativo CVM, vol. IV, ano III, 1980.

atingir administradores, controladores, empregados e pessoas equiparadas.

A questão que apresenta maior interesse diz respeito à natureza dessa responsabilidade. Na doutrina, tem-se entendido que ha presunção de culpa dos administradores e dos controladores quanto à prática ilegal, o que se da justamente em função da sua posição privilegiada dentro da companhia.

Esta presunção *juris tantum* admite prova em contrário, e seria aplicável tanto na esfera civil quanto na esfera administrativa.<sup>280</sup>

Conforme LEÃES, a presunção de culpa justifica-se quanto aos administradores, com base no disposto no artigo 158, II, da própria Lei das sociedades por ações, já que, quando o administrador proceder "com violação da lei ou do estatuto" a sua responsabilização independe de prova. Outro dispositivo que justificaria essa presunção, de acordo com esse autor, e o artigo 155, Paragrafo 2º da mesma Lei, que estabelece o dever de zelo do administrador, cabendo-lhe responsabilização por culpa *in vigilando*.<sup>281</sup>

Assim, conclui-se que o objetivo do legislador, ao delimitar a responsabilidade de administradores, controladores e terceiros sempre foi o de proteger o interesse social da empresa e dos investidores como um todo, em detrimento do interesse individual daqueles agentes, na preservação de seus patrimônios.

A seguir serão analisadas algumas decisões proferidas pela CVM em procedimentos administrativos tratando da matéria<sup>282</sup>.

#### VI.4.2. Atuação da CVM

---

<sup>280</sup> Nelson Eizirik, Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n. 50, abril-junho/1983, p. 53.

<sup>281</sup> Luiz G. Leães, Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 177/178.

<sup>282</sup> A referência ao numero dos processos administrativos será feita seguida da abreviatura PA.

Em sua atividade fiscalizatória, a CVM instaurou, até dezembro de 1998, 29 inquéritos administrativos em matéria de *insider trading*, visando a apurar a ocorrência de irregularidades e aplicar penalidades, tendo arquivado 10 deles e julgado 19 – vide quadro abaixo:

**Quadro VI.1. inquéritos Administrativos CVM – *Insider Trading***

<b>Ano/Número De Inquéritos</b>	<b>Instaurados</b>	<b>Arquivados</b>	<b>Julgados</b>
1978	1	0	0
1979	2	0	3
1980	1	0	0
1981	2	0	1
1982	2	2	1
1983	4	0	0
1984	0	0	1
1985	2	0	4
1986	2	1	0
1987	2	2	1
1988	2	0	2
1989	1	0	1
1990	0	0	0
1991	2	0	0
1992	2	2	0
1993	2	1	1
1994	0	1	1
1995	0	0	1
1996	2	0	1
1997	0	1	0
1998	0	0	1
1999	0	0	0
<b>Totais</b>	<b>29</b>	<b>10</b>	<b>19</b>

Fonte: CVM

Além da responsabilização por uso de informações privilegiadas, de maneira geral, os inquéritos instaurados tratam de outras irregularidades, tais como a

violação do dever de informar fato relevante, do dever de manter sigilo e de zelar por sua manutenção, práticas não equitativas, operações fraudulentas ou manipulações de preços.

O quadro a seguir apresenta o desfecho dos inquéritos acima mencionados, de acordo com informações fornecidas pela CVM, separadamente, ou seja, quanto a demais irregularidades objeto dos inquéritos e, de forma específica, quanto a prática de *insider trading*:

Quadro VI.2. Aplicação de penalidades em inquéritos sobre *Insider Trading*

Penalidades aplicadas	Para as demais irregularidades	Apenas para a prática de <i>insider trading</i>
Multa	14	11
Advertência	12	9
Inabilitação	3	3
Absolvição	26	19

Fonte: CVM

Dentre as penalidades aplicadas, nota-se que a de natureza pecuniária tem maior incidência, o que não é prerrogativa deste tipo de irregularidade.<sup>283</sup>

Quanto as absolvições, além das hipóteses em que se considerou que a infração não ficou caracterizada, em caso específico foram aceitos argumentos mais ligados a época do cometimento das irregularidades, no início de vigência da lei societária, em que inexistia regulamentação quanto a divulgação de projeções pelas companhias, e não era ainda obrigatória a mudança do regime contábil de caixa para o de competência (PA 03/79)

<sup>283</sup> Em estatística da CVM apresentada por Nelson Eizirik, Reforma das S.A. e do Mercado de capitais, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, 2a. edição, p. 246 e 248, que relaciona processos administrativos julgados pela CVM até 31/08/1996, verifica-se que este tipo de penalidade é a mais comumente aplicada, tendo sido multados 684 indiciados num total de 1.187 penalidades aplicadas por aquela autarquia.

Quanto a atenuantes, estas foram aceitas para a aplicação da penalidade de advertência, sem no entanto ter ficado descaracterizada a infração, quais sejam:

- o desfazimento de operações (PA 02/85);
- o fato de as negociações com ações terem sido realizadas de forma privada e, ainda, em vista da companhia estar com o capital fechado havia três anos"(PA 31/93).

O *leading case* em matéria de punição 'administrativo-disciplinar ao *insider trading* foi o chamado caso SERVIX, que, não obstante ter sido anulado em sede administrativa em face de recurso interposto ao Conselho Monetário Nacional, foi objeto de posterior discussão judicial, a qual tomou por base os dados levantados por meio do inquérito da CVM.<sup>284</sup>

Os demais inquéritos trouxeram a evolução no entendimento da CVM sobre alguns pontos, que são a seguir destacados:

- 1) Um deles refere-se à desnecessidade de ficar caracterizado o dolo do *insider*, bastando a existência da negociação sem que a outra parte tenha conhecimento da informação privilegiada (P.A. 01/78, PA 28/88).
- 2) Outro aspecto que foi tratado diz respeito à noção de fato relevante, sobre a qual entendeu-se que o mesmo pode também fazer parte dos dados constantes dos demonstrativos financeiros, ou seja, das chamadas informações ordinárias (P.A. 02/79).
- 3) Ainda quanto à caracterização da informação relevante, decidiu-se que a mesma pode ser perfeitamente avaliada em função do valor envolvido se imputar prejuízo considerável, como, por exemplo, a metade do lucro obtido no exercício anterior (PA 04/86).
- 4) O conceito de vantagem auferida foi objeto de distintas interpretações. Em princípio, entendeu-se que nessa conceituação estaria incluída não apenas a vantagem real mas também a vantagem potencial (PA 02/79). No mesmo sentido, o conceito de vantagem "não abrange só o lucro ob-

---

<sup>284</sup> Vide comentários ao tratamento jurisprudencial, item VI.4.3. abaixo.

tido, mas também o prejuízo evitado, não havendo como se negar que não se obtém vantagem quando se reduzem custos" (PA 04/85). E, ainda, considerou-se que a expressão obtenção de vantagem "é suficientemente genérica e a vantagem pode ser realmente evitar ou diminuir o prejuízo" (PA 07/91).

- 5) Quanto ao valor da vantagem como critério para a imposição de penalidades, entendeu-se ser irrelevante que o ganho tenha sido inexpressivo (PA 29/82). Porém, em outro caso, de forma distinta, decidiu-se que o pequeno montante de ações negociadas, além de outros fatores, permitia concluir sobre a inexistência de *insider trading* (PA 24/83).
- 6) O conceito de vantagem como parâmetro para a aplicação de penalidades foi matéria recorrente. Numa hipótese, considerou-se que a destinação dada aos recursos obtidos com a negociação não teria nenhuma importância (PA 03/79). Em sentido oposto, decidiu-se absolver o controlador da companhia em função do repasse dos recursos obtidos com a venda de ações em favor da companhia, o que teria evitado a sua falência. Nesse caso, entendeu-se que o dever do acionista de preservar a companhia (dever social perante a comunidade) sobrepuja-se à prática de *insider trading* (onde o acionista buscaria preservar o seu patrimônio individual) (PA 07/91).
- 7) Com relação à presunção de conhecimento de informação por administrador? no PA 02/85 não houve consenso quanto à aplicação de penalidades a Diretor Financeiro, que supostamente teria conhecimento da proposta de pagamento de dividendos antes da deliberação do Conselho, e que negociou com ações antes dessa decisão.
- 8) Quanto à eventual descaracterização da infração em virtude de ausência de prejuízo, entendeu-se, em mais de uma oportunidade, que a declaração do investidor, contraparte da negociação do *insider*, de não se sentir prejudicado, representaria apenas uma renúncia do mesmo à possibilidade de buscar perdas e danos, e não significaria que o prejuízo não se tenha materializado no mercado (PA 29/82 e PA 31/93).
- 9) O argumento de manutenção do sigilo foi aceito para casos de tratativas ou intenções de negócios, cuja divulgação poderia ocasionar desordens e tumultos no mercado. Mas a divulgação seria obrigatória se houvesse va-

zamento ou rumores. De qualquer forma, entendeu-se que o dever genérico de informar deve suplantar o dever de sigilo (PA 05/83).

- 10) Da mesma forma, sempre que houver informações contraditórias ou rumores, a vedação para que os administradores negociem com ações e recomendável, "por evidentes razões éticas" (PA 22/83).
- 11) Em outra situação, entendeu-se que o sigilo de informação poderia ser mantido, desde que observados os requisitos da lei (se colocar em risco interesse legítimo e desde que haja informação à CVM), não podendo a informação ser utilizada em proveito próprio (PA 04/86).
- 12) No que se refere à hipótese de informação à CVM quanto à manutenção de sigilo, esta não elide a vedação dos administradores, controladores e até mesmo da própria companhia (em caso de aquisição das próprias ações) negociarem com valores mobiliários, enquanto a informação não for tomada pública (PA 09/92).
- 13) Com relação à participação de terceiros (*tippees*) na prática de *insider*, ha necessidade de prova efetiva do acesso à informação ou de obtenção de vantagem por esse terceiro (PA 14/88). Após a vigência da Instrução CVM 31/84, tornou-se necessária a prova de que esse terceiro tenha tido participação consciente na prática do ilícito (PA 04/85).
- 14) Entretanto, admitiu-se a aplicação de penalidades a terceiros que não eram nem controladores nem administradores, ao considerar-se prática não equitativa um caso de aquisição de ações de acionista, pois os adquirentes tinham conhecimento de informação sobre o fechamento de capital da companhia, que levaria a uma valorização das ações por ocasião da oferta pública obrigatória (PA 31/993).
- 15) A questão da diferenciação entre informações de mercado (*market information*) e informações sobre negócios da companhia (*inside information*) também foi objeto de apreciação. Tendo em vista que o sistema legal somente exige a prestação de informações a respeito dessas últimas, entendeu-se que as informações sobre prejuízos sofridos pela companhia no mercado de *commodities* eram inequivocamente informações sobre seus negócios, e, se relevantes, deveriam ser objeto de divulgação (PA 04/86).

- 16) Como elementos caracterizadores do *insider trading* foram considerados os seguintes: conhecimento de informação pelos administradores, ausência de divulgação dessa informação e a realização de negócios nesse período pelos administradores (PA 04/86).
- 17) Quanto à matéria de prova, admitiu-se a aplicação de prova indireta em caso em que era fundamental o exame da intenção dos interessados, já que a prova direta seria inviável, pois necessariamente exigiria confissão (PA 31/93).

#### VI.4.3. Jurisprudência e análise crítica

Existem registros de apenas dois precedentes que foram levados à apreciação pelos tribunais brasileiros em matéria de *insider trading*, daí a dificuldade em se afirmar que exista posição firmada pela jurisprudência. Trata-se de ações de indenização propostas por investidores contra o acionista controlador e principal administrador da SERVIX ENGENHARIA, que havia sido condenado no inquérito administrativo da CVM acima referido, e absolvido em grau de recurso pelo Conselho Monetário Nacional.

Numa dessas ações, o pedido de ressarcimento foi considerado improcedente na primeira instância e reformado em grau de apelação, tendo os julgadores considerado que as provas constantes dos autos eram suficientes para caracterizar o uso de informação privilegiada. Assim, tomou-se por base a negociação feita pelo administrador para caracterizar a prática do *insider*.

Nesta decisão, não houve julgamento quanto à necessidade de culpa do agente para caracterização do ilícito, que por si geraria o dever de indenizar. Cabe mencionar que, dispensada a verificação da culpa do agente, restou afastada a hipótese de sua responsabilidade subjetiva, com um voto vencido, que entendia inexistir presunção relativa de culpa, e, logo, considerava admissível a prova em contrário. Esse voto vencido ensejou a interposição de

embargos infringentes, que também foram julgados por maioria, no mesmo sentido.<sup>285</sup>

Na outra ação proposta a respeito do mesmo caso SERVIX, o pedido de indenização foi julgado improcedente, curiosamente também em vista de matéria de prova. Desta sorte, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo entendeu que o uso efetivo das informações pelo mesmo acionista controlador / administrador não havia sido totalmente provado. Entendeu a referida corte que o artigo 155, Parágrafo 1º da Lei das sociedades por ações equivaleria, no plano civil, ao artigo 159 do Código Civil, razão pela qual, por inexistir prova de que o réu teria agido deslealmente, não estaria comprovado o prejuízo.<sup>286</sup>

Usando argumentos totalmente opostos sobre o mesmo tema (caracterização da prova), verificamos que as diferentes Câmaras do mesmo Tribunal assumiram posturas distintas sobre o caso SERVIX, o que demonstra não apenas a falta de coerência na interpretação de um mesmo dispositivo legal, mas, acima de tudo, a ausência de um comportamento que possa ser tido como uniforme, ainda que, em ambas as hipóteses, tenham tido o mesmo embasamento.

Por outro lado, o número baixo de precedentes judiciais sobre a prática de *insider trading* pode levar a crer que estes casos não se tem verificado com frequência, ou então que, por dizer respeito mais a interesses individuais, teriam sido resolvidos por meio de acordos.

Outras razões podem ser buscadas para explicar o acesso pouco frequente ao Judiciário. Uma delas seria de ordem cultural, conforme apontado por PAULO Sá, para quem "acionistas brasileiros não estão habituados a ingressar em juízo para lutar por responsabilidade civil nos casos de falta de revelação de informações pelos diretores, e irão procurar lucros em algum outro lugar com ou sem maior revelação dos negócios da empresa. Além do

---

<sup>285</sup> Decisão publicada em Nelson Eizirik e Aurélio Wander Bastos, Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV, 1987, vol. 2, p. 725.

<sup>286</sup> Decisão publicada em Nelson Eizirik e Aurélio Wander Bastos, Mercado de Capitais e S.A. - Jurisprudência, CNBV, 1987, vol. 2, p. 729, e, ainda, na Revista dos Tribunais vol. 560, p. 98.

mais, a ideia de responsabilidade civil por insuficiência de informação e praticamente desconhecida no país e as cortes não estão familiarizadas com esta espécie de problema, não estão preparadas para aceitar este novo papel de artigo já "congelado" ou "cristalizado" pela doutrina e pela jurisprudência. Naturalmente, se esta ideia mais simples não foi ainda aceita e disseminada não podemos nem falar de responsabilidade civil por improbidade ou liberalidade excessiva ou por uso de informação interna em função do cargo. Claras e efetivas regras acerca da responsabilidade civil de diretores – nos casos de informações insuficientes ou tendenciosas deveriam ser criadas a fim de garantir os direitos dos investidores."<sup>287</sup>

Note-se que tais observações foram formuladas pelo Prof. Sá antes da edição da Lei das sociedades por ações, que justamente trouxe toda a regulamentação a respeito da responsabilidade dos administradores, mas de qualquer forma parecem bastante atuais depois de decorridos mais de 20 anos da sua vigência.

Os acordos privados realizados com os investidores prejudicados já foram mencionados como causa dessa ausência de manifestação jurisprudencial. De fato, sabe-se que, por vezes, as ações judiciais chegam a ser propostas, outras vezes bastam denúncias formuladas na imprensa ou perante as autoridades fiscalizadoras para ocasionar ofertas que são usualmente apresentadas pelos controladores ou *insiders* e que acabam encontrando aceitação pelos interessados.

Como exemplo dessa situação, MENDONÇA NETTO e EIZIRIK mencionam o Caso Kibon, que envolvia "poucas operações e fortes indícios de uso privilegiado de informações em oferta pública". Por envolver perdas também de pequeno montante, o acordo privado foi "uma consequência natural, porém de marcante efeito incentivador para o exercício do *insider trading*: os eventuais privilegiados foram "esquecidos" e conseqüentemente premiados com lucro e anonimato."<sup>288</sup>

---

<sup>287</sup> Paulo Fernandes de Sá, *Intervenção do Estado no Domínio Econômico*, Editora Rio, agosto de 1973, p. 23 e 24.

<sup>288</sup> Horacio Mendonça Netto e Nelson Laks Eizirik, *O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobras.*, R. Bras. Merc. Cap., v. 4, n. 10, pp.7-19, jan-abr. 1978.

Na verdade, parece que uma eficaz atuação da CVM no seu papel fiscalizador poderia evitar esse tipo de situação. Contudo, não se pode deixar de levar em conta os problemas que essa autarquia encontra na sua estruturação operacional (verificado, por exemplo, no Longo decurso de tempo decorrido entre os fatos e o seu julgamento), o que acaba "incentivando" a busca de outras soluções pelos próprios investidores.

Ainda com relação à baixa procura para as soluções judiciais, EIZIRIK aponta a dificuldade verificada na adequação dos objetivos da lei e sua aplicação, pelo Poder Judiciário, "por dois motivos: 1. pela pouca vivência em questões mais ligadas ao mercado de capitais; 2. pela inadequação das nor-

mas de direito substantivo referentes ao combate ao *insider trading* e à proteção aos investidores as normas do direito processual, que não absorve demandas de grupos, mas apenas individuais."<sup>289</sup>

Uma sugestão para a efetiva utilização dos meios judiciais, visando o combate e responsabilização pela prática do *insider trading*, seria a busca de soluções mais coletivas.

De fato, sabe-se que a tradição do acesso ao Judiciário como forma de defesa de interesses individuais, também vem sendo objeto de alteração, tendendo-se a busca da defesa de interesses coletivos ou difusos, por meio da atuação não apenas do Ministério Público, mas também de entidades representativas de direitos de minoritários, investidores e agentes de mercados.

Os mecanismos de ações coletivas, a exemplo das class actions no direito norte-americano tem por finalidade reduzir os custos judiciais, além de proporcionar economia processual e ampliação da tutela jurisdicional, na medida que as decisões são aplicáveis mesmo aqueles que sofreram o dano mas não se encorajam em litigar individualmente.

A Lei 7347, de 24/07/1985 disciplinou a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio ambiente, aos consumidores, ao patrimo-

---

<sup>289</sup> Nelson Eizirik, *Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*, artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro, n.50,p.42,abril junho/1983.

nio cultural e foi importante instrumento de tutela dos interesses supra-ndividuais, porem, não inseriu em seu texto a proteção dos interesses específicos dos investidores de mercado.

Foi somente com a edição da Lei n. 7913/89 que se instituiu uma nova ação civil publica, também de competência do Ministério Publico, para "evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado", sem prejuízo da ação que os investidores lesados possam ajuizar, título individual.

Na descrição das hipóteses geradoras de prejuízos, consta de forma expressa a prática de insider trading, assim descrita: "compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas" (artigo 1o, II).

A atuação do Ministério Publico pode se dar ex officio, por requerimento de interessado ou por solicitação da CVM.

Apesar desse importante instrumento jurídico, não se tem conhecimento de ações civis publicas que tenham sido propostas pelo Ministério Publico na função oriunda da Lei 7913/89 com relação a matéria de insider trading.

Outra forma que vem encontrando espaço nas discussões judiciais, mas também de desenvolvimento recente na nossa cultura, e a organização de minoritários, por meio de associações. A sua atuação em discussões judiciais tem se dado de forma mais expressiva na defesa de interesses minoritários em situações de alienação de controle acionário.

De qualquer forma, tanto a edição da Lei 7913/89, quanto a organização dos minoritários em associações são iniciativas que devem ser festejadas como oportunidades objetivas visando a criar uma cultura de ampliar e legitimar o acesso ao Judiciário.