

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico
e financeiro

109

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano XXXVI (Nova Série)
janeiro-março/1998

 **MALHEIROS
EDITORES**

Jurisprudência Comentada

“INSIDER TRADING”*

Comentário de RICARDO DE CARVALHO APRIGLIANO
ao acórdão do Tribunal de Justiça de São Paulo
na Apelação Cível n. 12.145-1

Acordão

Vistos, relatados e discutidos estes autos de Apelação cível n. 12.145-1, da Comarca de São Paulo, em que são apelantes Félix Urquiza Fresnadillo e outro, sendo apelado Sérgio Schimidt Neves.

Acordam, em Primeira Câmara Civil do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, por maioria de votos, dar provimento à apelação:

Trata-se de ação indenizatória dos prejuízos causados pelo Réu, com a prática do *insider trading*. Como Diretor do Conselho de Administração da Servix Engenharia S/A, sociedade de capital aberto, teve conhecimento da anulação de concorrência para obras da Hidroelétrica de Itaparica. Nessas obras, a Servix tinha grande interesse, seja pelo vulto do empreendimento ou pela continuidade operacional, no mesmo setor e na mesma região. Sem divulgar aquela notícia, que refletiria na cotação, apressou-se em vender suas ações, ou parte delas. Assim, tendo acesso a informações relevantes relacionadas aos negócios e à situação da companhia, delas deslealmente se utilizou.

* Trabalho apresentado no curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 1997, na disciplina “Administração das Sociedades Mercantis em Direito Comercial Comparado II” (DCO 842), ministrada pelo Prof. Mauro Rodrigues Penteado.

A Lei das Sociedades Anônimas acolheu regra de proteção ao investidor, procurando, como já se disse, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem. Veda a nova lei a utilização pelo *insider* de informação capaz de influir na cotação dos valores mobiliários, para obter vantagem mediante compra ou venda de ações. O descumprimento da proibição acarreta a responsabilidade do infrator, que indenizará o investidor prejudicado.

A participação da Servix Engenharia S/A na referida concorrência tinha, como noticiam os autos, grande possibilidade de êxito. Essa concorrência, todavia, foi anulada pela direção da CHESF em 28 de março de 1978 e essa informação foi transmitida, na mesma data, a Olympio Campos (fls. 319), da parte da Servix, informação que, na mesma oportunidade, fora dada a todas as concorrentes (fls. 468 e 1.192). Destarte, a informação oficiosa antecedeu a comunicação oficial, datada de 4 de abril de 1978. O conhecimento da anulação da concorrência, na mesma data em que fora assim decidido, é confirmado pelas providências da Servix relativas a essa concorrência (fls. 499/450), buscando modificar a decisão (fls. 442). No entanto, somente em 3 de abril, um dia antes da comunicação oficial da anulação da concorrência, o fato é levado ao conhecimento do Conselho de Administração da Bovespa (fls. 325). Induvi-

dosamente restou esclarecido o conhecimento da informação relevante; caso contrário, não teriam sido esboçadas as tentativas — todas antecedendo a comunicação à bolsa — de alterar a decisão anulatória. Antes dessa comunicação, houve a venda de lotes de ações, por parte do réu e de outros acionistas, todos cientes do fato relevante capaz de influir na sua cotação, o que realmente ocorreu. Nem se argumente não tenha o demandado vendido a totalidade de suas ações, pois não constitui requisito da prática desleal. Por igual, em nada reflete na identificação do *insider trading*, em especial para arredá-lo, não ter sido a operação realizada por interposta pessoa. Aqui e agora, não há lugar para considerações em torno das especulações no mercado imobiliário e dos escândalos amejadas vezes noticiados.

Lembrou-se, com destacada referência ao depoimento de fls. 1.180, constituir aquela anulação probabilidade conhecida no mercado de ações há mais de um ano; essa testemunha, como diretor de uma corretora, declara ter aconselhado, com essa anterioridade, a venda de ações da Servix; contudo, está incluído no rol dos especuladores, vendendo as ações de sua propriedade após a anulação, mas obviamente antes da comunicação.

Há, pois, uma série de indícios veementes, perspicuos, formando um conjunto probatório convincente da prática do *insider trading*. Incide, destarte, a regra do artigo 155, e seus parágrafos, da Lei n. 6.404/76.

Impõem-se, nessa conformidade, o provimento do recurso, com a condenação do réu ao pagamento da quantia de Cr\$ 294.700,00, juros de mora a partir da citação, correção monetária, na forma pleiteada, custas e honorários advocatícios de 20% sobre o valor da condenação.

Participou do julgamento, com voto vencido, o Sr. Desembargador Valentim Silva.

São Paulo, 27 de outubro de 1981.

Galvão Coelho, Presidente, com voto vencedor, conforme declaração em separado.

Declaração de voto vencedor

Dou provimento ao recurso para julgar a ação procedente, na forma do pedido.

Após atenta leitura dos autos, não restou em meu espírito a menor dúvida sobre a má-fé com que agiu o apelado, infringindo de maneira clara e insofismável o disposto no art. 155, § 3º, da Lei das Sociedades Anônimas.

Apesar do processo ter se espraído por cinco alentados volumes, a questão pode ser resumida em poucas linhas. O réu, ora apelado, era Diretor-Presidente do Conselho de Administração da Servix Engenharia S/A.

Essa empresa havia construído grandes obras de engenharia em Sobradinho, no nordeste, ao que parece no Estado da Bahia, embora algumas vezes se fale como sendo no Estado de Pernambuco. Em seguida foi aberta a concorrência para construção de outra grande obra, uma usina hidrelétrica na Ilha de Itaparica. A Servix era a concorrente favorita, supondo-se nos meios ligados ao mercado de capitais que seria a vencedora, exatamente pelo fato de haver construído a obra anterior, vizinha ou pelo menos muito próxima da que se iria iniciar. Era natural que se previsse que sua proposta fosse a mais vantajosa pelo fato de já ter maquinaria e pessoal na região.

Foi exatamente por essa razão que as pessoas que investem no mercado de capitais supuseram que seria um bom negócio comprar ações da Servix, as quais subiriam de cotação.

Mas acontece que, por motivos que fogem à necessidade de análise neste processo, a concorrência foi anulada. Está claro que as ações da Servix, cujo principal sustentáculo era exatamente a possibilidade de vencer a concorrência e de vir a cons-

truir a hidrelétrica, sofreriam grande impacto negativo.

Os autores adquiriram 500.000 e 342.000 ações da Servix, no pregão da Bolsa, no dia 29 de março de 1978. Mas acontece que exatamente no dia anterior, por intermédio de seus representantes ou de pessoas credenciadas que atuavam junto à Cia. Hidroelétrica do São Francisco, o apelado e os demais Diretores da Servix e pessoas intimamente ligadas a eles, tiveram a informação de que a concorrência tinha sido anulada (vide documento de fls. 319).

Às fls. 312/324 dos autos há um ofício dando conta que nesse dia 29, Gilberto Reis, gerente financeiro da Servix, vendeu dois milhões e vinte mil ações, Hailton Carlos Bittencourt, procurador da Servix, vendeu 200.000 ações, Francisco Scalini, membro do Conselho fiscal, vendeu 1.146.000 ações por intermédio de uma corretora e quatro milhões e seiscentas mil por intermédio de outra, além de outras pessoas.

O comunicado oficial da anulação da concorrência só foi enviado à bolsa no dia 3 (fls. 325), quando as pessoas realmente bem informadas já tinham se desfeito de suas ações, as quais, como é evidente, tiveram uma queda brusca e vertiginosa.

Essas vendas, todas feitas no mesmo dia, teriam sido por simples coincidência? A resposta afirmativa repugna à mais ingênua e desavisada das criaturas.

Está claro que em casos como o de que se trata a prova há de ser indiciária. É evidente que os participantes da trama agem com o máximo de cautela, procurando deixar o mínimo possível de vestígios.

A Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal, que por força da lei funcionou no caso em papel equivalente ao do Ministério Público, dando parecer absolutamente neutro pois que, como bem salientado, não tinha o menor interesse no desfecho da causa, concluiu com base em meticolosa sindicância, que não havia a menor dúvida sobre ter o apelado praticado a ma-

nobra conhecida como *insider trading*. É verdade que o ora apelado, em uma ação que tramitou perante uma Vara de Justiça Federal do Rio de Janeiro, conseguiu anular a decisão administrativa proferida no inquérito (fls. 1.227). Não consta que esse feito tenha sido julgado em segunda instância. Mas de qualquer forma, a sólida argumentação constante desse processo, baseada em fatos positivos, de maneira alguma ficou abalada. Observe-se também que há outra ação idêntica à presente na qual é réu o ora apelado, foi julgada procedente (certidão de fls. 1.195/1.198).

É interessante notar que a sentença recorrida admite que os diretores da Servix receberam a notícia da anulação no referido dia 28 (fls. 1.224). Essa conclusão decorreu dos depoimentos de Elias Chama e Roberto Ary (fls. 1.177 e 1.178). Mas o MM. Juiz aceitou a explicação de que seria apenas um boato, dos muitos que circulavam. Esse raciocínio merece viva repulsa. Quem transmitiu a notícia foi Olympio Campos, que era exatamente a pessoa que representava a Servix perante a Cia. Hidroelétrica do São Francisco, o qual evidentemente não iria propalar boatos mas dar informes precisos.

E está claro que, à vista de simples boatos, não iriam o apelado e os demais Diretores da Servix desfazer-se de milhares de ações. A esse respeito, há um documento muito significativo, que está a fls. 319 dos autos. Trata-se de carta confidencial subscrita por Arnaldo Rodrigues Barbalho, Presidente da Cia. Hidroelétrica do São Francisco, confirmando que no dia 28 de março a notícia da anulação da concorrência havia sido transmitida a Olympio Campos, representante da Servix. Diante disso, como cogitar-se de simples boato?

Com muita habilidade e com muito brilho, o nobre patrono do apelado quer atribuir o prejuízo sofrido pelos apelantes a um mero golpe de azar, a que estão sujeitos os investidores de Bolsa. Assim, tratar-se-ia somente de uma especulação malsucedida.

O argumento, embora lançado com inteligência, não resiste a uma análise séria. Responde-o com nítida vantagem a própria Comissão de Valores Mobiliários que diz com muita propriedade: “Uma coisa, em suma, é o risco do negócio, corrido em bases idênticas por vendedor e comprador. Outra, que claramente penetra na área do ato ilícito, é o uso do silêncio, por parte do vendedor como forma de induzir a erro o comprador, ou vice-versa” (fls. 197).

O apelado evidentemente, usou de silêncio. A anulação da concorrência só foi comunicada à Bolsa depois que ele e seus companheiros haviam vendido suas ações.

A meu ver a ação é de manifesta procedência. O digno magistrado não julgou com felicidade, pelo que dou provimento ao apelo. Galvão Coelho.

Declaração de voto vencido

Cuidam os autos, como assinala o relatório de fls. 1.304 v., de demanda de indenização promovida por adquirentes de ações de sociedade aberta, por terem sido vítimas da deslealdade do réu, com a prática do *insider trading*, ocultando fato que determinaria a baixa das ações.

A norma positiva invocada para fundamentar o pedido é nova, mas o princípio que agasalha é multissecular.

Na verdade, afirma-se que o réu agiu de má-fé, silenciando o respeito de informação relevante obtida como Presidente de determinada sociedade anônima de capital aberto e que influiria decisivamente na cotação de suas ações na Bolsa de Valores. Estaria obrigado a indenizar o dano daí decorrente, nos termos preceituados no art. 155, § 3º, da Lei n. 6.404/76.

Em apertada síntese, o caso *sub judice* é o seguinte: Servix Engenharia S/A disputava, em concorrência pública, o contrato para a construção da Hidroelétrica de Itaparica, em Pernambuco, sob a administração da Companhia Hidroelétrica do São Francisco. As diligências do processo se-

letivo se arrastavam há algum tempo, veiculando-se, a seu respeito, notícias e prognósticos contraditórios, desde aqueles favoráveis à posição da Servix, que apresentava proposta do mais baixo custo, até outros que previam a anulação licitatória. Não há dúvida, porém, que se tratava de fato aleatório.

Acontece que a diretoria da CHESF, em reunião realizada às 11:00 horas do dia 28 de março de 1978, anulou a questionada concorrência. Essa informação segundo consta da inicial, foi transmitida pela secretária da Diretoria daquela identidade, ao jornalista Olympio Campos, por telefone, por volta das 17 horas, que, como informante da Servix, teria transmitido a notícia a essa empresa. No dia seguinte, o réu, que era o Presidente da Servix, vendeu aos autores 842.000 ações ao portador, ao preço unitário de Cr\$ 0,98, vindo a cotação média dos títulos a cair para Cr\$ 0,63 por força da divulgação da notícia da anulação da concorrência referente à construção que era disputada pela Servix.

Estaria o réu, quando determinou a venda das ações, de posse de informação obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação daquele valor imobiliário?

Ora, a comunicação oficial do que decidira a diretoria da CHESF foi feito verbalmente a 31 de março e, depois, por escrito, a 6 de abril.

Consta, porém, que extra-oficialmente, a notícia foi transmitida ao jornalista Olympio Campos, pelo telefone, por volta das 17 horas, do dia 28 de março.

Acontece, porém, que esse jornalista não foi ouvido a fim de elucidar os pormenores de sua intervenção no caso, mas forneceu ao advogado do réu o escrito de fls. 1.040/1.042 e aí se limita a confirmar tão-só a existência de boato a respeito da anulação da concorrência.

E de qualquer modo, não há prova alguma de que a questionada informação tenha sido transmitida ao réu. A venda das

ações, no dia seguinte, constituiria, quando muito, indício que tivera conhecimento do fato, mas indício remoto e insuficiente para fundamentar um juízo de certeza sobre aspecto fundamental do dissídio. A quantidade de ações alienadas era pequena em face do vulto dos interesses do vendedor na sociedade a que se referem os títulos.

Invoca-se como demonstração de que a Servix teve conhecimento da anulação no próprio dia em que ocorreu o fato a circunstância de solicitar, por telex, audiência com o Ministro Shigeaki Ueki, para tratar do assunto.

Ora, não há dúvida alguma de que os referidos telex foram transmitidos às 11:48 e 12:37 horas do dia 28 de março, muito antes mesmo da alegada divulgação da notícia pelo jornalista Olympio Campos. Não tinha havido, assim, transmissão de notícia alguma, mesmo porque, àquela altura, tudo indica que inexistia a deliberação anulatória tomada em reunião que se iniciou às 11:00 horas.

A má-fé não se presume. Há de ser provada. Tal prova não existe nos autos. Além disso, não se demonstrou ter sido a venda das ações fato isolado ou extraordinário. Trata-se de fato comum na vida das sociedades, de capital aberto.

Por esses motivos, com a devida vênia da douta maioria, meu voto negou provimento ao apelo para confirmar a sentença. Valentim Silva.

Comentário

Ricardo de Carvalho Aprigliano

1. Introdução

O acórdão analisado refere-se ao caso mais conhecido de prática do *insider trading* no direito brasileiro, e um dos poucos levados ao Poder Judiciário. Não se tem notícia de muitos julgamentos que tenham apreciado essa questão, não podendo se falar em uma posição firmada da jurisprudência brasileira a respeito do tema.

Como os próprios relatórios do acórdão e dos votos vencedores e vencidos indicam, trata-se de ação de indenização proposta por investidores do mercado mobiliário contra o Diretor Presidente da Servix Engenharia S/A, visando a reparação dos prejuízos decorrentes da utilização, por este, de informações relevantes e que não eram do conhecimento dos Autores à época da compra das ações.

O provimento do apelo, com a consequente procedência da ação, teve por base a interpretação de que as provas existentes nos autos eram suficientes para caracterizar o uso de informações privilegiadas por parte de administrador da companhia aberta.

Essa seria, em linhas gerais, a definição do *insider trading*, ou seja, “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 com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público”.¹

Instituto criado e melhor desenvolvido nos Estados Unidos, encontra-se regulado na legislação brasileira no artigo 155 e seus parágrafos da Lei n. 6.404/76 e na Instrução Normativa CVM n. 31/84. Como nos demais ordenamentos jurídicos, também no brasileiro a prática do *insider trading* é vedada, e por motivos óbvios, pois a permissão do uso de informações privilegiadas por alguns implicaria em quebrar o princípio básico de um mercado especulador e dinâmico por natureza, qual seja, a do conhecimento igual das informações por todos, integrantes ou não das companhias que têm ações negociadas em bolsa.

A credibilidade e segurança necessárias ao bom desenvolvimento do mercado mobiliário ficariam seriamente prejudicadas se tal prática fosse permitida, colocando

1. Nelson Eizirik, “*Insider trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta”, in *RDM* 50/42, p. 43.

do certos investidores em situação de superioridade em relação aos demais.²

O acórdão analisado bem considerou a prova dos autos, admitindo a prova indiciária e acolhendo a alegação de prática do *insider trading*, independente da efetiva comprovação de utilização da informação privilegiada. Assim, afastou a tese da defesa de que a anulação da concorrência seria mero boato, e que o mesmo não teria influído na decisão do Diretor Presidente e de outros membros dos órgãos de administração (Conselho Fiscal, Diretoria e Conselho de Administração) de vender suas ações.

Na fundamentação do acórdão dos Embargos Infringentes há o seguinte trecho, que bem explica o enfoque dado ao caso pelos julgados sob exame: "A coincidência, no tempo, entre a deliberação anulatória e a alienação dos títulos, não pode ser atribuída ao acaso, mesmo porque os boatos continuaram a ser os mesmos, pois não se provou que tivesse ocorrido algum outro de maior expressão, que a explicasse".

II — Responsabilidade do "insider trading"

Em esse aspecto, da prova, revela-se de especial interesse, pois diz respeito à responsabilidade do administrador pela prática do *insider trading*. O Tribunal de Justiça entendeu, por maioria, que as negociações de ações após a ciência do administrador sobre informações relevantes ainda não divulgadas caracterizou a prática do *insider*, mesmo sem ter ficado totalmente

2. O Professor Comparato, escrevendo sobre o assunto em 1971, considerava "indispensável uma regulamentação específica do assunto. Mas ela deve ser editada sem a ambição de reprimir *in totum* a prática condenável, o que a experiência estrangeira tem revelado ser impossível. Bastaria, no entanto, afastar do nosso mercado de capitais as principais manifestações do fenômeno para obter desde logo uma sensível melhoria em seus padrões de moralidade, em benefício do investidor inexperiente ou incauto". in *RDM* 02/41.

provada a efetiva utilização de tais informações para proveito próprio.

Assim, afastou-se o julgamento da análise normal da presença ou não de culpa do agente para caracterização do ilícito, ensejador do dever de indenizar. Com efeito, fosse adotada a sistemática normal, necessário seria a prova do efetivo conhecimento e utilização das informações consideradas capazes de alterar a situação das ações no mercado mobiliário. Isso porque a verificação da culpa ou do dolo são requisitos essenciais para a apuração da responsabilidade subjetiva.

Dessa forma, podemos afirmar com segurança que a figura do *insider trading* prescinde da verificação da culpa, afastada, portanto, a responsabilidade subjetiva.

O festejado Professor Nelson Eizirik enquadra a responsabilidade do administrador em meio às responsabilidades objetiva e subjetiva, aplicando ao *insider* a presunção relativa de culpa, admitindo, portanto, prova da não utilização das informações privilegiadas. E isso porque as relações entre as partes no mercado mobiliário assumem características próprias, afinal, "tratando-se de operação realizada no mercado, que se caracteriza por ser absolutamente impessoal, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu ao *insider*. Exigir tal relação direta seria condenar o combate ao *insider trading* ao absoluto insucesso, uma vez que, dadas as características do mercado de capitais, muitas vezes é impossível "ligar" as partes contratantes. Não interessa, assim, saber de quem o *insider* comprou ou vendeu. O nexo de causalidade deve ser inferido mediante a prova de que as informações omitidas eram relevantes ou privilegiadas".³

Assim, pela natureza peculiar do mercado de capitais, os institutos tradicionais devem ser adaptados, amoldando-se à realidade própria daquele mercado. Correta, portanto, a interpretação dada à matéria pro-

3. Eizirik, ob. cit., p. 53.

batória pelo acórdão, já que a exigência de comprovação da culpa ou do dolo seriam particularmente difíceis, pondo a perder toda a construção legislativa brasileira, além de contrariar a orientação mundial sobre o tema.

Cumprido, porém, ressaltar que os votos vencidos aplicaram à espécie a responsabilidade subjetiva do administrador, tanto que julgaram improcedente a ação indenizatória por não ter restado provada a transmissão e a utilização da informação privilegiada ao réu.

III — Operações vedadas

Outras questões, além da responsabilidade do administrador, mereceram ligeira abordagem, dada a sua importância no contexto da prática do *insider trading*. A primeira delas diz respeito aos atos ou fatos que devem ser considerados relevantes, para efeitos de caracterização de seu uso abusivo.

Como antes mencionado, a Lei 6.404/76 trata do assunto em seu artigo 155, § 1º, considerando como relevante a informação capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários. Por sua vez, o artigo 157, § 4º, impõe ao administrador o dever de comunicar à Bolsa de Valores deliberações internas ou fatos relevantes que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

São, portanto, definições dotadas de certa generalidade, que dão margem às dúvidas e possíveis impugnações, tanto no âmbito administrativo como no âmbito judicial. Ocorre que as normas sobre o *insider trading*, a par de seu caráter punitivo, possuem também um caráter repressivo, próprio das normas disciplinares, e que não é favorecido por preceitos genéricos. Ao contrário, quanto maior a lacuna da norma disciplinar, menor será o temor em infringi-la, na medida em que será possível posteriormente impugnar e questionar a sua aplica-

ção a cada caso, diminuindo, assim, ou mesmo eliminando, a sua importância do ponto de vista preventivo.

A experiência estrangeira, notadamente a norte-americana, revela-se particularmente útil quanto à extensão das práticas que poderiam ser consideradas como *insider trading*. Inicialmente, cumpre esclarecer que os conceitos de venda e compra eram muito amplos, abrangendo o maior número de operações. "Pois a seção 3 da 1934 Act. dedicada a definições legais, conceitua a compra (*purchase*) e o ato de comprar (*buy*) como todo ato negocial que implique em transferência de domínio da coisa ou qualquer outra forma de transmissão (*include any contract to buy, purchase or otherwise acquire*), e a venda (*sale*) e o ato de vender (*sell*), como todo ato que implique em disposição ou qualquer outra forma de alienação (*include any contract to sell or otherwise dispose of*)".⁴

Assim, e como nos informa o Professor Leães, em seu pioneiro trabalho sobre o tema, diversos julgados americanos procuraram estender o espectro das operações consideradas para a configuração do *insider trading*, tais como a permuta de ações, dação em pagamento, conversão de ações ordinárias em preferenciais ou vice-versa, bem como a conversão de debêntures em ações.

Por sua vez, a legislação brasileira, seguindo o modelo internacional, procurou também alargar o conceito de operação passível de enquadramento na figura proibida do *insider trading*. Entretanto, e até pela natureza do nosso sistema jurídico, referida ampliação ocorreu por texto legal, qual seja, a Instrução Normativa n. 31/84 da Comissão de Valores Mobiliários.

De fato, já em seu artigo 1º, a citada Instrução CVM n. 31/84 estabelece quais os fatos tidos por relevantes em 15 incisos, além de melhor especificar o conceito de

4. Leães, L. G. Paes de Barros, *Mercado de Capitais & "Insider Trading"*, 1978, p. 164.

informação que possa influir de modo ponderável no mercado, trazido nos artigos 155, § 1º e 157, § 4º da Lei 6.404/76, dividindo-o, naquela Instrução, em três itens diferentes.

Ressalte-se, ainda, que tais incisos e detalhamentos não são taxativos, especialmente em função da redação da letra p) do parágrafo único: “qualquer outro ato ou fato relevante de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro, que possa produzir qualquer dos efeitos previstos no artigo 1º”.

Assim, a generalidade e o largo espectro das operações encontram-se presentes na legislação brasileira, em decorrência da regulamentação feita pela CVM, dentro de suas atribuições legislativas previstas no inciso I do artigo 8º da Lei n. 6.385/76.

IV — Extensão subjetiva do “insider trading”

Outro aspecto relevante e não abordado pelo acórdão analisado diz respeito à extensão subjetiva da figura do *insider trading*, bem como as diferentes posições das partes em relação às obrigações com o mercado.

Afinal, quem pode ser considerado *insider trading*? A pergunta justifica-se na medida em que a Lei n. 6.404/76, em seu artigo 155, atribui ao administrador da companhia aberta o dever de guardar sigilo sobre informações relevantes ou comunicá-la imediatamente à Bolsa de Valores, não podendo, em qualquer caso, utilizar-se das mesmas para proveito próprio.

Nesse raciocínio, somente o administrador seria responsável, argumento esse que revela-se no mínimo improdutivo. Com efeito, a utilização de informações privilegiadas para proveito próprio, antes do conhecimento do mercado em geral é vedada a toda e qualquer pessoa, independente da posição profissional e da forma de obtenção da informação.

Isso decorre, mais uma vez, das disposições da Instrução CVM 31/84, que

regulou de forma pormenorizada as regras contidas na lei das sociedades por ações. Isso porque nessa lei havia somente a proibição de que o administrador da companhia aberta utilizasse tais informações, além da obrigação dele, administrador, zelar para que terceiros não tivessem acesso ou utilizassem as mesmas.

Era, portanto, caso típico de responsabilidade indireta, por ato de terceiros (os “subordinados ou terceiros de sua confiança”), na medida em que eram os administradores que se responsabilizavam, a teor do § 2º do mencionado artigo 155. Segundo o Professor Leães, “ao criar para o administrador o dever de zelar para que a utilização dessas informações não venha a ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança, a lei firma outra presunção *juris tantum* de culpa própria, para justificar a responsabilidade do administrador pelo fato de outrem...”⁵

E como não havia, até então, proibição expressa de utilização dessas informações privilegiadas por tais terceiros, a única forma possível de proibir e coibir a prática se dava através da aplicação da Instrução CVM 8/79, classificando tais atos no conceito genérico de “prática não equitativa”.⁶ A nova regulamentação também faz referência a essa figura, da prática não equitativa, no artigo 11.

A partir de 1984, entretanto, a proibição da prática do *insider trading* estendeu-se expressamente aos acionistas, terceiros que hajam obtido as informações em razão do exercício profissional e demais pessoas, que hajam obtido as informações por qualquer razão, mesmo sem relação profissional com a fonte das informações.

Portanto, todas as pessoas, independente da posição que ocupam em relação à

5. Idem, ob. cit., p. 188.

6. O Professor Eizirik nos chama atenção para esse dispositivo, apesar de entender que a reparação de danos na esfera judicial parece remota por ser a “prática não equitativa” um conceito próprio da CVM, útil para as sanções administrativas.

companhia, podendo inclusive ser terceiros completamente estranhos à mesma, estão proibidas de usar informações sigilosas ou ainda não divulgadas. E como antes afirmado, a extensão subjetiva dos praticantes do *insider* encontra amparo também nos ordenamentos estrangeiros, como por exemplo o direito francês, de onde se tem notícia de uma condenação pela prática do *insider trading* a um arquiteto, que, tendo ouvido determinadas informações na sala de estar de uma companhia, enquanto aguardava por uma reunião, delas fez uso e obteve vantagens ilícitas, sendo posteriormente condenado a indenizar os investidores prejudicados.

Também é assim nos Estados Unidos e na Inglaterra, que possuem preceitos genéricos, do tipo “a toda pessoa é vedado...”,⁷ desvinculando as relações havidas entre o *insider* e a companhia. E todos esses ordenamentos, inclusive o Brasil, preocupam-se em unir, para os efeitos da prática do *insider trading*, os cônjuges e filhos dependentes dos administradores e demais pessoas que possam ter acesso às informações, como no artigo 15 da Instrução CVM 31/84.

V — Deveres dos administradores, acionistas e terceiros

Ocorre, todavia, que tais pessoas, não obstante estarem proibidas de se valerem das informações privilegiadas, possuem diferentes deveres em relação à comunicação ou não dessas informações.

Com efeito, somente o administrador e o acionista estão obrigados, por lei, a guardar sigilo sobre atos ou fatos, até sua divulgação ao mercado. Por sua vez, o dever de comunicar atos ou fatos relevantes à Bolsa de Valores é atribuído somente ao administrador, nem mesmo ao acionista.

Assim, em termos sistemáticos, temos que ao administrador cabe: guardar sigilo

sobre informações ainda não divulgadas, não utilizá-las para proveito próprio e zelar para terceiros não o façam, além de comunicar imediatamente ao mercado ato ou fato relevante sobre os negócios da companhia.

O acionista deve somente guardar sigilo das informações ainda não divulgadas e não as utilizar para fins próprios, enquanto que terceiros, subordinados ou não, ligados ou não à empresa por elos profissionais, devem somente abster-se de usar as informações em próprio proveito.

Assim, a lei não faz uma total equiparação dos deveres entre todos, imputando ao administrador um número maior de atribuições, por motivos óbvios. De todo modo, vedando a prática efetivamente lesiva, que é a prática do *insider trading*, procura a lei eliminar todos os possíveis efeitos nocivos da transmissão de informações indevidas, pois ainda que elas “vazem”, o fato é que não poderão ser utilizadas.

Há somente um problema na sistemática adotada pela Instrução 31/84. Não tendo os terceiros, vinculados ou não à companhia por questões profissionais, a obrigação de guardar sigilo, poderão transmitir as informações sigilosas a terceiros, estranhos à sociedade, sem que isso implique em qualquer infração.

Nessa hipótese, caso o terceiro resolva usar as informações e negociar ações da companhia antes da divulgação da mesma, estará ele incorrendo na hipótese do parágrafo único do artigo 11. Como, todavia, condiciona a proibição do *insider* a terceiros, “sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada no mercado”, a lei na realidade remete à CVM o ônus de provar que esse terceiro era efetivamente conhecedor daquela circunstância, o que, segundo o entendimento do Professor Eizirik, é um pouco complicado na prática.

Nas demais hipóteses, não cabe à CVM provar a ciência do investidor sobre o caráter sigiloso da informação, presumindo-

7. Como nos informa o Professor Leães, ob. cit., pp. 155-156.

do-se a sua utilização abusiva, exatamente como no caso do acórdão sob exame.

VI — A repressão ao “insider trading”

Por fim, quanto às sanções, vale mencionar que também irão variar conforme a posição de cada um em relação à utilização das informações não divulgadas. Assim, estando todos, administradores, acionistas, terceiros ligados ou não por questões profissionais à companhia, proibidos de utilizar informações privilegiadas, a eles se aplica a disposição do artigo 20 da Instrução CVM 31/84.

Com efeito, o citado dispositivo remete o infrator diretamente às sanções previstas na Lei 6.385/76, de natureza grave, previstas nos incisos III a VIII do § 3º do artigo 11, que vão desde a suspensão do cargo de administrador até a suspensão, pelo prazo máximo de 20 anos, do exercício profissional de determinadas atividades ou operações.

São, portanto, infrações tidas como graves, ensejadoras de punições severas, exatamente em virtude do intuito preventivo das normas, e não meramente punitivo. Ressalte-se, porém, que tais sanções situam-se ainda no âmbito administrativo, de competência da CVM.

Do ponto de vista das sanções judiciais, cabe à parte prejudicada ajuizar ação de indenização, amparado pelas regras gerais da responsabilidade por ato ilícito, à falta de norma específica. Contudo, tais ações de responsabilidade possuem a diferença antes apontada, no tocante à presunção de culpa do administrador, do acionista e de subordinados e terceiros ligados profissionalmente à companhia, aproximando-as da responsabilidade objetiva atribuída a essas pessoas.

Pela redação do parágrafo único do artigo 11 da Instrução CVM 31/84, ao terceiro que haja obtido a informação sigilosa por uma “dica” qualquer, aplica-se a responsabilidade subjetiva, cabendo à CVM provar que o mesmo era conhecedor do fato de que a informação era privilegiada.

Ressalte-se que no Brasil as sanções limitam-se aos campos disciplinar administrativo e civil, enquanto a maioria dos demais países possuem também sanções penais ao *insider trading*. Assim, tanto o direito inglês como o direito francês estabelecem a pena de prisão e de multa, além da indenização aos prejudicados.

Ainda quanto à responsabilidade do *insider trading*, necessário frisar que o entendimento jurisprudencial brasileiro oscila, como se depreende do próprio acórdão examinado. De fato, além do julgamento da Apelação ter sido por maioria, ensejando a interposição de Embargos Infringentes, também julgados por maioria, há ainda outro julgado, relativo ao mesmo caso Servix S/A, onde foi dado provimento ao recurso para julgar improcedente a ação de indenização em que foram partes Rômulo Mariano Carneiro da Cunha e Sérgio Schmidt Neves, sob o fundamento de que a efetiva utilização das informações não ficou totalmente provada.

De fato, nesse julgamento, o Tribunal entendeu que “o artigo 155, § 1º da Lei 6.404/76 equivale, no plano civil, ao art. 159 do CC. Por essa razão, não existindo prova de que o réu agiu deslealmente, nem estando comprovado o alegado prejuízo, julga-se improcedente a ação de indenização movida por acionistas”.

Referida ementa encontra-se na RT 560/98, e dá a medida do entendimento dos Tribunais brasileiros, em contraposição à corrente doutrinária e ao entendimento estrangeiro sobre a responsabilidade dos *insiders*.