



Aspectos Jurídicos do "insider trading"

NORMA JONSSSEN PARENTE

ADVOGADA

Superintendência Jurídica

Junho de 1978

COMENTÁRIOS INICIAIS

O presente trabalho pretende ser a análise, a mais ampla que foi possível efetuar no momento, dos aspectos jurídicos que envolvem a figura do "insider trading".

Não se pretendeu de modo algum abordar as conotações mercadológicas, políticas, etc., que emanam de tal figura.

Embora se trate de um estudo de caráter jurídico, procurou-se torná-lo acessível a todos aqueles que, leigos neste campo, não estão afeitos ao trato da matéria jurídica.

Pessoalmente a par de todo o conteúdo e conclusões do presente trabalho, entendemos que será excessivamente árdua a tarefa da CVM em viabilizar detectações de operações de "insiders", haja vista a capacidade que os participantes do mercado têm, e desenvolverão, de, quando de seu interesse, evadir-se da real caracterização das operações que realizam.

Por outro lado, na razão direta da criação pela CVM de novas medidas coibitivas da prática de "insider trading", principalmente via setor tributário, ver-se-á ocorrer, ao menos durante algum tempo, o êxodo de determinados investidores do mercado de valores mobiliários.

De qualquer modo, não creio que tais fatos devam sequer desestimular a adoção de todas as medidas possíveis na prevenção (caráter educativo) e repressão (caráter punitivo) das operações de "insiders".



I. Introdução

I.1 "insider"

I.2 Informações Relevantes

I.3 Divulgação de Informações Relevantes

I.4 Outras Legislações

I.5 Procedimentos adotados na repressão ao "insider trading"

II. "Insider Trading"

II.1 Introdução

II.2.1 Qualificação do "Insider Trading" na Lei nº 6.404/76

II.2.2 Conseqüências do "Insider Trading" na Lei nº 6.404/76

II.3.1 Qualificação do "Insider Trading" na Lei nº 6.385/76

II.3.2 Conseqüências do "Insider Trading" na Lei nº 6.385/76

II.4.1 Qualificação do "Insider Trading" no Código Civil

II.4.2 Conseqüências do "Insider Trading" no Código Civil

II.4.3 Das Provas em Relação ao "Insider Trading"

II.5.1 Qualificação do "Insider Trading" no Código Penal

II.5.2 Conseqüências do "Insider Trading" no Código Penal

III. Da Influência da Jurisdição Administrativa na Jurisdição Penal

IV. O "Insider Trading" em Outras Legislações

V. Conclusões Finais



I. INTRODUÇÃO

I.1 "insider"

Em termos puramente doutrinários, ignorando-se portanto a legislação vigente em cada país, *"insider"*, em relação a determinada companhia, é toda a pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a *"informações relevantes"* relativas aos negócios e situação da companhia

Informações relevantes, doutrinariamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores.

O Direito Brasileiro, por ora, ainda não definiu expressamente o que seja *"insider"*.

No entanto, a Lei nº 6.404/76, nos arts. 155 e 157, combinados com 145, 160 e 165, ao tratar dos deveres de lealdade e de prestar informações, por parte dos administradores e pessoas a eles equiparados, implicitamente emitiu o conceito de *"insider"*. Da mesma forma procedeu a Lei nº 6.385/76, quando estabeleceu que a CVM expedirá normas, aplicáveis à companhia aberta, sobre informações que devem ser prestadas por administradores e acionistas controladores.

Com efeito, do texto de tais dispositivos legais pode-se concluir, sem qualquer dúvida, que o legislador brasileiro admitiu como *"insider"*, nos termos da definição doutrinária de início enunciada, as seguintes pessoas que, em razão de sua posição, têm acesso a informações capazes de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia:

- a. administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76);
- b. membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76);
- c. membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6404/76);
- d. subordinados das pessoas acima referidas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76);
- e. terceiros de confiança dessas pessoas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76) e
- f. acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76).

I.2 "Informações Relevantes"

Relativamente ao conceito, adotado pelo Direito Brasileiro, do que sejam *"informações relevantes"*, acolheu ele idêntico conceito ao doutrinário, indicado no início deste trabalho (item I.1), ou seja: *"informações relevantes são aquelas referentes a fatos, ocorridos nos negócios da companhia, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão"* (art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 155, § 1º).



I.3 Divulgação de "informações relevantes"

Relativamente a divulgação de "*informações relevantes*", adotou a Lei nº 6.404/76 o critério de obrigar os administradores e as pessoas a ele equiparadas a divulgá-las prontamente – art. 157, § 4º (salvo expressa autorização em contrário da CVM – art. 157, § 5º).

Assim, o administrador (e pessoas a ele equiparadas: art. 145 – diretores e conselheiros; art. 160 – membros de quaisquer órgãos com funções técnicas) são obrigados a revelar, além de qualquer deliberação de Assembléia Geral ou dos órgãos de administração da companhia, qualquer "*fato relevante, ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão*".

Já a Lei nº 6.385/76, demonstrando igual preocupação com o processo de divulgação da informação relevante, enunciou, em seu art. 22, inciso VI, competir à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a "*divulgação de fatos relevantes, ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia*". Lembre-se ainda que à CVM cabe, nos termos do art. 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, "*fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados*".

I.4 Outras Legislações

No tocante à figura do "*insider*", e aos princípios de divulgação de informações relevantes, as legislações se comportam de modos diversos.

A legislação canadense, por exemplo, optou pela forma de enumerar expressamente as pessoas que considera "*insiders*". Já na legislação francesa, os "*insiders*" são enumerados em dispositivo cujo fim precípua não é o de definir o "*insider*", mas sim o de estabelecer obrigações para as pessoas que têm "*status*" de "*insider*". Da mesma forma, nos EUA, não há expressamente uma definição legal do "*insider*", mas o art. 16 do "*Securities Exchange Act*" igualmente, estabelece, para as pessoas que indica (as quais têm a condição de "*insiders*"), obrigações especiais que por sua natureza se destinam a estes.

Já no que se refere a informações sobre fatos relevantes, também a legislação canadense, em ato administrativo, enumerou aqueles que devem ser prontamente revelados, bem como aqueles que devem, ser preliminarmente discutidos com a Comissão, antes de serem revelados.

Tanto na França como nos EUA, desconhecemos definição legal do que seja fato relevante. Nos EUA porém, a jurisprudência, no caso "*Texas Gulf Sulphur Co.*", definiu "*fatos relevantes*" como aqueles que podem afetar o desejo dos investidores de comprar, vender ou reter valores mobiliários de emissão da companhia.



I.5 Procedimentos adotados na repressão ao "Insider Trading"

Quatro pontos principais têm sido, cumulativa ou isoladamente, enfocados com o intuito de combater o uso da informação privilegiada: a proibição propriamente dita do uso da informação privilegiada, a ênfase do dever de informar fatos relevantes modificadores da vida societária, a vedação à prática de determinadas operações de mercado, bem como a feitura de relatórios esclarecedores da posição acionária de pessoas com possibilidades de conhecimento dos negócios internos da companhia.

Com a proibição ao uso da informação privilegiada visa-se proteger os investidores, que ignoram as condições internas da companhia, contra os possíveis abusos daqueles que as conheçam. O que caracteriza o uso da informação privilegiada é o aproveitamento de informações reservadas, sobre a sociedade emissora de valores mobiliários, em detrimento de outra pessoa, que com eles negocia ignorando aquelas informações. Tal prática representa iniquidade, por parte de qualquer pessoa que se utilize de informações sigilosas, ou reservadas, para negociar títulos emitidos pela companhia com outras pessoas que as desconheçam. O objetivo desta proibição é evitar que pessoas, direta ou indiretamente relacionadas com a empresa, possam auferir ganhos patrimoniais extraordinários, através da prevalência do conhecimento de atos ou fatos importantes, e reservados, sobre mutações essenciais na vida da companhia. Essas pessoas estariam intervindo no mercado em condições de superioridade em relação ao público em geral, sem acesso a tais informações.

O combate ao uso de informações privilegiadas pressupõe a existência de medidas que determinem uma ampla e completa divulgação das informações referentes a atos e fatos relevantes ocorridos no âmbito da companhia. Essas informações devem ser tornadas acessíveis a todos ao mesmo tempo, de forma a estimular a existência de um mercado justo, no que se refere ao acesso equânime às informações.

Razões de ordem ética embasam o dever de informar. Decorre este da necessidade de se impedir que alguém, prevalecendo-se da posição que ocupa, obtenha vantagens patrimoniais indevidas, em detrimento de pessoas que ignoram certas informações. Trata-se de um dever jurídico, atribuído aos administradores de companhia aberta, que encontra correspondência direta no direito subjetivo que têm os investidores de se inteirarem, não só dos atos e decisões provenientes da administração da companhia, como de todos os fatos relevantes que possam ocorrer em seus negócios.

Assim, o dever de informar configura-se como parte complementar e indispensável na repressão ao uso da informação privilegiada.

A vedação à prática de determinadas operações de mercado tem sido usada como medida auxiliar no combate ao uso da informação privilegiada. O fundamento para a adoção de tais proibições reside no fato de que as pessoas que administram a companhia, ou que com ela matêm íntimo relacionamento, podem ter uma visão global e prospectiva do seu desempenho, e, com base nesse conhecimento, operar no mercado com valores mobiliários de sua emissão, com uma superioridade não compartilhada pelos investidores do mercado em geral. Vedações de operar à vista dentro de prazos pré-estabelecidos têm também sido utilizadas como mecanismos repressivos no combate ao uso da informação privilegiada.

A obrigatoriedade da apresentação periódica de relatórios, desvendadores da posição acionária das pessoas diretamente ligadas à companhia, tem sido igualmente utilizada como medida preventiva no combate ao uso da informação privilegiada, pelo poder inibitório que possui. Trata-se de disposição relacionada ao dever de informar, e que visa proporcionar aos investidores o conhecimento da quantidade e qualidade dos valores mobiliários pertencentes àqueles que dirigem a companhia da qual participam, bem como das negociações por eles efetuadas com aqueles valores.



II. "insider trading"

II.1 Introdução

"Insider Trading" é qualquer operação realizada por um "insider" com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio, pessoal.

Convém que se esclareça, desde logo, que não constitui ilícito, em princípio, uma operação assim realizada pelo "insider". Somente se a operação se revestir de determinadas características é que se constituirá ela um ilícito.

Quanto a esta caracterização, bem como aos critérios de penalização de seus participantes, as legislações dos Países adotam os mais diversos princípios.

Em nosso País, o "insider trading", como ilícito, está nitidamente caracterizado na legislação, especialmente no art. 155 da Lei nº 6.404/76. Além disto, porém, tendo em vista que o "insider trading" é ato ilícito, outros dispositivos genéricos de nossa legislação, que ora protegem o mercado de ações, visando proteção patrimonial dos indivíduos e segurança social, são hábeis para enquadrar, e consequentemente penalizar, o "insider trading".

Analisaremos a seguir a qualificação e conseqüências da figura do "insider trading" perante a Lei nº 6.404/76, a Lei nº 6.385/76, o Código Civil e o Código Penal.

II.2.1 Qualificação do "insider trading" na Lei nº 6.404/76.

Nos termos da Lei nº 6.404/76, art. 155, o "insider" constituirá um ilícito se o "insider" (vide conceito no item I.1 acima), negociando valores mobiliários de emissão da companhia, para si ou para outrem, tiver-se valido de "informação relevante" (vide conceito no item I.2 acima) no momento ainda não revelada ao público.

II.2.2 Conseqüências do "insider trading" na Lei nº 6.404/76.

Os §§ 1º e 2º do art. 155 da mencionada Lei impõem dois deveres e enunciam uma proibição para os administradores das companhias abertas e aqueles que se lhes equiparam:

- a. o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento de mercado, capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários;
- b. a proibição de valer-se dessas informações para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários, e
- c. o dever de zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança:



- guardem sigilo daquelas informações;
- não se valham dessas informações para obterem vantagem, para si ou para outrem, mediante compra ou venda de valores mobiliários.

A infração desses três itens, segundo o § 3º do mesmo art. 155, acarreta para o prejudicado o direito de haver indenização por perdas e danos dos infratores (administradores, conselheiros e diretores, membros de órgãos estatutários com funções técnicas e consultivas e conselheiros fiscais).

Este dispositivo é bastante amplo e responsabiliza sobremaneira as pessoas acima indicadas. Eis que estas respondem por atos seus, de seus subordinados, e de terceiros de sua confiança, e, no caso específico de "insider trading", por atos dessas pessoas e de outras a quem estas tenham transmitido essas informações. Isto resulta em abranger praticamente qualquer pessoa. Esta última categoria de pessoas o legislador as abrange, ao usar a expressão "*para si ou para outrem*".

Note-se que os dispositivos em exame pretenderam, a todo modo, garantir ao investidor a certeza de que, se prejudicado com a prática do "*insider trading*", teria a correspondente indenização em perdas e danos e, ainda, impor ao administrador o encargo de, a duras penas, impedir que isso ocorra.

Acreditamos, mais, que as mencionadas disposições tiveram o intuito de evitar que o investidor prejudicado ficasse à procura de quem responsabilizar pelo ato ilícito. Elas transferiram implicitamente este encargo para o administrador que, em etapa posterior, por sua vez, poderá reclamar o que pagou a quem efetivamente praticou o "*insider trading*". (Nos termos do art. 1524 do Código Civil, "*o que ressarcir o dano causado por outrem, se este não for descendente seu, pode reaver daquele, por quem pagou, o que houver pago*").

Como vemos, o art. 155 da Lei nº 6.404/76 revela o interesse de restaurar o equilíbrio econômico-jurídico alterado pelo dano, havendo uma nítida presunção legal no sentido de imputar ao administrador a responsabilidade civil pelo prejuízo.

Além do que, parece-nos que o legislador, cômico da dificuldade que seria a prestação da obrigação "*In natura*", e visando assegurar estabilidade no mercado, previu, para a hipótese, a reparação do dano mediante o pagamento de indenização. Na realidade, o legislador, por razões lógicas e práticas, entre determinar a anulação da operação e a reparação do dano, mediante o pagamento de indenização, optou por esta última medida.

Concluindo, nos termos da Lei nº 6.404/76, o prejudicado num caso de "*insider trading*" tem o direito de haver, dos administradores das companhias e pessoas a eles equiparadas, indenização por perdas e danos.

Por último, resta abordar os aspectos relativos à comprovação do "*insider trading*", os quais, no entanto, examinaremos no item II.4.3.

II.3.1 Qualificação do "*insider trading*" na Lei nº 6.385/76

A Lei nº 6.385/76, embora não qualifique expressamente o "*insider trading*", atribui à CVM, e ao CMN, a competência para, a qualquer tempo, ampliar o conceito de "*insider trading*" enunciado pela Lei nº 6.404/76. Isto porque a mesma Lei cometeu àqueles órgãos a atribuição de "assegurar a observância de práticas equitativas no mercado de valores mobiliários" (art. 4º, inciso VII).



Ora, entendemos que os casos de "*insider trading*" representam inegavelmente práticas não equitativas no mercado, tendo em vista que o uso da informação relevante não divulgada, em conexão com a compra e venda de ações, gera um desequilíbrio de posições prejudicial a um dos participantes da operação, aos terceiros investidores, e à eficiência e credibilidade do mercado.

Assim a CVM, a seu critério, e com base no disposto no art. 18, inciso II, alíneas "a" e "b", da Lei nº 6.385/76, poderá, ao definir métodos e práticas que devem ser observados no mercado, bem como operações fraudulentas, vir a ampliar o conceito de "*insider trading*".

II.3.2 Conseqüências do "*insider trading*" na Lei nº 6.385/76

Nos termos da Lei nº 6.385/76, art. 9º, inciso V, compete à CVM apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de:

- a. administradores;
- b. acionistas de companhias abertas;
- c. intermediários, e
- d. participantes do mercado.

"*Atos ilegais*", para este efeito, são aqueles contrários à Lei nº 6.404/76 e à própria Lei nº 6.385/76.

"*Práticas não equitativas*" são aquelas nas quais não é reconhecido e respeitado por igual o direito de cada uma das partes.

Apurada, por inquérito, a realização de atos ilegais ou práticas não equitativas, por parte das pessoas acima mencionadas, pode a CVM puni-las nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Das punições ali previstas, porém, por ora, somente não seria aplicável a penalidade prevista para infração "*grave*", eis que é necessário antes definir-se o que seja infração grave. Assim, constatada a realização de um ato ilegal ou de uma prática não equitativa, a CVM somente poderia aplicar as penalidades de advertência e/ou multa.

Qualquer dos enfoques servirá de fundamento para que a CVM possa punir. Considerado o "*insider trading*" como "*ato ilegal*", no entanto, a CVM somente poderá punir os administradores e as pessoas a ele equiparadas (art. 160 da Lei 6.404/76), pois a ilegalidade do ato decorreria de violação do art. 155 da Lei nº 6.404/76, dispositivo este que considera como infrator somente os administradores. Regulada a matéria, seria, então, lícito punir qualquer das pessoas mencionadas no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/76.

Quanto à admissão de provas no curso do inquérito e processo administrativo instaurado pela CVM, esclarece-se que serão aceitas todas as provas admitidas em direito (art. 12 da Res. 454/77 – BACEN). Mais adiante, ao comentarmos as conseqüências do "*insider trading*" perante o Código Civil, faremos uma exposição sobre Provas, exposição esta aplicável ao inquérito e processo administrativo da CVM.

Finalmente, esclarecemos que o mencionado inciso VI, do art. 9º da Lei nº 6.385/76, estabelece que as penalidades aplicadas por infração ao inciso V do referido artigo não excluem a responsabilidade civil e penal.



Assim, o prejudicado num "*insider trading*" poderá pleitear a reparação do dano, com fundamento no art. 155 da Lei nº 6.404/76, ou com fundamento no art. 159 do Código Civil. Na primeira hipótese proporá ação contra o administrador, e na segunda contra quem lhe causou o prejuízo. Esta última será examinada mais adiante.

Quanto à responsabilidade penal, concluído o inquérito e constatado que há ocorrência de crime de ação pública, a CVM oficiará ao Ministério Público, para proposição da ação penal contra aqueles que no inquérito administrativo foram julgados culpados.

II.4.1 Qualificação do "*insider trading*" no Código Civil

Em nosso Código Civil, a despeito de não constar uma expressa definição de "*insider trading*", dois dispositivos contemplam a mecânica subjacente à figura do "*insider trading*".

Com efeito, os arts. 92, combinado com o art. 94, e 159, ao protegerem direitos subjetivos e patrimoniais, indiscutivelmente são aplicáveis a casos de "*insider trading*".

"Art. 92 – Os atos jurídicos são anuláveis por dolo, quando este for sua causa.

Art. 94 – Nos atos bilaterais, o silêncio 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.

Art. 159 – Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito, ou causar prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar dano."

Entendemos aplicável o art. 94 acima transcrito, porque:

- a. o ato de comprar e vender ações é um ato jurídico;
- b. o "*insider*" intencionalmente silencia a respeito de fato relevante da empresa;
- c. a parte prejudicada ignora este fato relevante;
- d. há omissão dolosa quando "*insider trading*" intencionalmente omite o fato, e
- e. a parte prejudicada não teria celebrado o contrato, se soubesse dos fatos relevantes que a outra parte dolosamente omitiu.

Quanto à aplicação da norma do art. 159, entendemos que, de igual modo, o artigo poderá servir de fundamento para a parte prejudicada pleitear indenização, porque no "*insider trading*":

- a. existe um fato lesivo voluntário doloso, imputável ao agente por omissão;
- b. existe a ocorrência de um dano, de caráter patrimonial, e
- c. há relação de causalidade entre o dano e o comportamento do agente.

II.4.2 Conseqüências do "*insider trading*" no Código Civil

Tendo em vista os dispositivos do Código Civil acima transcritos e comentados, resulta claro o direito que terá o prejudicado, numa operação de "*insider trading*", de:



- a. ou propor a anulação da operação (arts. 92 e 94), ou
- b. pleitear indenização por perdas e danos (art. 159).

Nesse sentido temos a opinião de Pontes de Miranda, em "Tratado de Direito Privado", vol. IV: "*O dolo, que faz inválido o ato jurídico, também dá ensejo à incidência da regra jurídica do art.159*". E mais adiante, o mesmo autor, ao tratar de pretensões concorrentes, ensina: "*O dolo pode suscitar a anulabilidade do ato jurídico, como ato ilícito. Ali, dolo invalidamente; aqui, dolo ato ilícito absoluto ... Os sistemas jurídicos não fazem qualquer dessas pretensões exclusivas das outras*".

De qualquer modo, quando o investidor optar por propor uma ação com fundamento num ou noutro artigo, 92 c/c 94 ou 159, deverá ele propô-la, obviamente, contra quem deu causa ao dano, o que na prática muitas vezes será difícil.

Por conseguinte, acreditamos que, na maior parte das vezes, o investidor escolherá propor a ação com fundamento no art. 155 da Lei nº 6.404/76,

não se utilizando da opção a ele concedida pela lei civil. Isto é, proporá ele a ação de perdas e danos contra o administrador e/ou aqueles a ele equiparados, art. 155 da Lei nº 6.404/76, ao invés de propor a anulação da operação, art. 92 e 94 do Código Civil, ação esta que teria que ser intentada somente contra a parte que o prejudicou na operação.

Por outro lado, parece-nos que a aplicação do art. 92, combinado com o art. 94, desvirtuaria o sentido da regra consagrada no art. 155 da Lei nº 6.404/76 que, segundo expusemos, preferiu resolver a questão em termos de perdas e danos, evitando quebra da estabilidade do mercado de valores mobiliários.

II.4.3 Das provas em relação ao "insider trading"

Tudo o que até aqui foi exposto não surtiria qualquer efeito prático se não se pudesse legalmente provar a ocorrência do "insider trading". As características deste nos levam a crer que, em matéria de comprovar sua ocorrência, as presunções desempenharão relevante papel. É nesse momento, como adverte Moacyr Amaral Santos, em "*Prova Judiciária no Cível e no Comercial*", que se manifesta a importância das presunções, quando se trata de provar estados de espírito e intenções nem sempre claras e não raramente suspeitas, ocultas nos negócios jurídicos.

No "insider trading", onde se verifica uma omissão dolosa, o convencimento do juiz, na maior parte das vezes, será feito com base em indícios, que terão como consequência presunções, ou talvez até mesmo através de normas da experiência comum, subministradas pela observação do que ordinariamente acontece (prova baseada na experiência – denominada prova "*prima facie*").

Três dispositivos do Código de Processo Civil nos autorizam este entendimento. O primeiro, art. 131, estabelece que o juiz apreciará livremente a prova, atendendo aos fatos e circunstâncias constantes dos autos, ainda que não alegados pelas partes. O segundo, art. 332, admite como hábeis para provar a verdade dos fatos todos os meios legais, bem como os moralmente legítimos. E o terceiro, art. 335, dispõe que, em falta de normas jurídicas particulares, o juiz aplicará as regras da experiência comum subministradas pela observação do que ordinariamente acontece.

O novo Código, ao contrário do antigo, não dispôs expressamente que os atos de má fé poderão ser provados por presunção. A exclusão desse dispositivo, a nosso ver, ocorreu porque, em verdade, presunção não é prova no sentido estrito, e sim uma conclusão do juiz que, pelos dispositivos citados, é plenamente autorizada. Pontes de Miranda assim define presunção: "*É a experiência dele, do juiz,*



derivada do que sabe sobre as coisas, das suas relações e coexistência, ou da localização que as estabelece". Em razão disso, é irrelevante o fato do novo Código de Processo Civil não se ter referido à presunção como prova de atos dolosos.

Tem sido objeto de preocupação de diversos autores a distinção entre indícios e presunções. Uns acreditam expressões sinônimas. Outros entendem que a primeira é usada em Direito Penal e a segunda no Direito Civil.

Da leitura de diversas opiniões citadas por Moacyr Amaral Santos, na obra mencionada, parece-nos acertado concluir que indícios são fatos certos. Isoladamente despidos de valor, mas analisados em conjunto com outros fatos, conduzem a conclusões.

Já a presunção parte de um indício, um fato certo, sendo o juízo formado por um ou vários indícios, em relação a um fato certo. Em resumo, presunções são conseqüências deduzidas de um fato conhecido (indício) para chegar a um fato desconhecido.

Por outro lado, a doutrina é concorde em que as presunções devem ter as seguintes características: graves (relativa ao convencimento que as

presunções infundem), precisas (que não se prestam a dúvidas ou a contradições lógicas) e concordes (quando, tendo origem comum ou diferente, tendem, por seu conjunto e acordo, a estabelecer o fato que se quer provar). Em relação à concordância, vale dizer que, havendo mais de uma presunção, visto que não é o número, mas a qualidade e o peso das presunções que criam a convicção, podendo o juiz, baseado numa só presunção, concluir pelo fato que se pretende provar.

Pelo exposto, o juiz, quando formar seu convencimento baseado em presunções, deve atentar para que sejam graves, precisas e concordantes.

A falta de indícios, ou mesmo a dificuldade em estabelecer o nexo causal entre o dano e a culpa do agente, por sua vez, não impede que se faça justiça. A lei expressamente autorizou o juiz a decidir com base na experiência (circunstâncias evidentes e em geral facilmente perceptíveis).

Não cremos, porém, que seja necessário o uso de presunção fundada na experiência, em casos de "*insider trading*", visto que nesta hipótese há sempre indícios. Estes seriam, por exemplo, a constatação de compras e vendas de ações de determinada empresa efetuados imediatamente antes da revelação de um fato relevante da sociedade, por pessoas a ela vinculadas, ou vinculadas a estas. Deste indício, que é um fato certo, o juiz concluirá, por presunção, que houve um ato ilícito.

Por isso é que acreditamos que o juízo formado a respeito do "*insider trading*" será, na maior parte das vezes, extraído de presunções, já que a presunção é a prova característica dos atos dolosos, fraudulentos, simulados e de má-fé em geral.

II.5.1 Qualificação do "*insider trading*" no Código Penal

Das legislações consultadas, apenas a francesa considerou crime o "*insider trading*". É importante verificar até que ponto o "*insider trading*" é imoral e anti-social para justificar sua tipificação criminal.

É difícil distinguir onde termina o ilícito civil e onde começa o ilícito penal.

Para que se caracterize o ilícito penal, é necessário que exista o dolo, a má intenção, a consciência que possui o agente de que, com seu ato criminoso, está-se locupletando ilicitamente do patrimônio da



vítima, despojando-a de seus haveres, empobrecendo-a (José Antonio Pereira Ribeiro, em "*Fraude e Estelionato*").

O "*insider trading*" não é objeto específico de nenhum crime capitulado no Código Penal, e sequer na Lei nº 1.521, de 26.12.51 (crimes contra a economia popular).

Em relação a crimes envolvendo negócios com ações, temos, no art. 174, do Código Penal, o induzimento à especulação e, no art. 177, § 1º, inciso II e VIII, a manipulação fraudulenta, praticada por diretores, gerentes, fiscais ou liquidantes de companhias. Na lei que dispõe sobre crimes contra a economia popular, nº 1.521/51, no seu art. 2º, inciso IX, é capitulada como crime a tentativa ou a obtenção de ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas, mediante especulação, não havendo referência especial à especulação com ações e, no inciso VI e VII do art. 3º, verifica-se, igualmente definido como crime, o ato de provocar altas e baixas de preços de valores por meio de notícias falsas (falsidade das cotações – manipulações), ou o ato de dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos para o fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas.

Do exposto, verifica-se que foram tipificados os crimes referentes à especulação e manipulação.

Em relação a "*insider trading*", nele não existe nem manipulação, nem especulação. De qualquer forma porém, no "*insider trading*" ocorre uma perda no patrimônio daquele que desconhecia a informação relevante. Há portanto, uma lesão de caráter patrimonial, cujo restabelecimento é matéria de direito civil, mas que, comprovado o dolo e a má-fé entrará no campo de direito penal.

Mas, como tipificar o crime, tendo presente o princípio de que não há crime sem lei que antes o defina?

A despeito da quase total ausência de análise da tipificação penal do "*insider trading*", um só caminho, a nosso ver, se oferece para tentar-se tal: sua qualificação como crime de estelionato, que é um crime que abrange enorme gama de situações.

Como estelionato, seria objeto de consideração o art. 171 do Código Penal, que dispõe ser crime o "*ato de obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento*".

Bento de Faria, citado por José Antonio Pereira Ribeiro em "*Fraude e Estelionato*", ao comentar o citado dispositivo, entende que o delito se configura pela ocorrência dos seguintes requisitos:

- a. que haja a obtenção ilegítima de uma vantagem, seja ou não econômica, visto como o objeto do delito é o conjunto de bens jurídicos suscetíveis de serem compreendidos no conceito genérico de propriedade;
- b. que tal ocorra mediante o uso de qualquer artifício ou ardil, com a possibilidade de induzir o sujeito passivo a erro ou engano;
- c.
- d. que a prestação feita por esse ao sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano;
- e. que a manobra fraudulenta tenha influência sobre a determinação da vítima; e
- f. que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo.



Do exposto, verifica-se que no "*insider trading*" existem todos esses requisitos.

A dúvida que persiste é se há estelionato por omissão dolosa. Francisco Campos, na "*Exposição de Motivos do Código Penal*", expede a seguinte consideração: "*com a fórmula do projeto, já não haverá dúvida que o próprio silêncio, quando malicioso ou intencional, acerca do preexistente erro da vítima, constitui meio fraudulento característico do estelionato*"...

No entanto, ao que consta, parece que, na jurisprudência, há somente um caso que se poderia denominar estelionato por omissão dolosa.

Acreditamos, porém, em vista das considerações constantes da Exposição de Motivos do Código, que a intenção do legislador foi enquadrar também estelionatos cometidos por "*omissão dolosa*".

De qualquer modo, vale lembrar que, não obstante acreditarmos na possibilidade de se propor ação criminal com fundamento no art. 171 do Código Penal, deverá ser examinada a conveniência de se enquadrar penalmente o "*insider trading*", e, optando-se por ela, é oportuno, a fim de evitar interpretações duvidosas, que se promova a inclusão no novο Código Penal, de dispositivo nesse sentido.

II.5.2 Conseqüência do "*insider trading*" nos termos do Código Penal

Tendo em vista, portanto, entendermos possível o enquadramento da operação de "*insider trading*" na figura penal de estelionato, e constituindo tal figura um crime passível de ação pública, deverá a CVM, sempre que constatada a ocorrência de operações deste tipo, oficiar ao Ministério Público para a propositura da ação penal, nos termos do art. 12 da Lei nº 6.385/76.

O Código Penal pune o estelionatário com pena de reclusão de um a cinco anos, e multa de Cr\$ 1.000,00 a Cr\$ 20.000,00. Em se tratando de criminosos primários, a pena de reclusão é substituída por detenção, podendo ser diminuída de um a dois terços, ou aplicada somente a multa.

III. Da influência da jurisdição administrativa na jurisdição civil e penal.

Muito se tem discutido sobre a influência recíproca das jurisdições civil, penal e administrativa.

No que tange à jurisdição administrativa, inquérito e processo administrativo CVM, por exemplo, que nos interessa mais de perto, esta jurisdição, embora de categoria diversa das civil e penal, tem plena liberdade em relação àquelas.

A instância administrativa pode aceitar fatos e circunstâncias apurados em outra jurisdição, mas dar-lhes a sua própria interpretação. É-lhe vedado, no entanto, declarar existente fatos negados em outras jurisdições, ou penalizar quem foi declarado estranho ao fato. Nada impede no entanto que, na esfera de sua competência, decida no âmbito restrito de suas atribuições. Suas decisões não são definitivas, pelo art. 153, § 4º, da Constituição Federal, o que quer dizer que, embora finais e irrecorríveis na área administrativa, são possíveis de contestação na esfera judicial.



IV. O "insider trading" em outras legislações

Em outros países, a matéria é objeto também de dispositivos especiais. Na França e no Canadá, o "insider trading" é considerado ilegal. Mas ambas as leis são imperfeitas, à medida que, na França, o dispositivo não abrange acionista controlador e "tippees" – aqueles que recebem informações confidenciais dos "insiders", e, no Canadá, "tippees" e funcionários menos graduados.

Nos Estados Unidos, ao contrário, a regra 10 b 5, adotada no Release nº 343230 de 21.05.42, considerou ilegal o ato de qualquer pessoa que direta ou indiretamente omitir ou fizer declarações falsas ou incorretas sobre um fato relevante, em conexão com a compra ou venda de alguma ação.

Em vista disso, consideramos a previsão americana, que considerou ilegal o ato de qualquer pessoa, mais eficiente que as demais, já que abrange qualquer um que, na posse de informações privilegiadas, transacione com ações.

É válido ainda lembrar que, no direito americano, é considerado também violação à lei a operação de compra e venda de ações, feita pelo "insider", imediatamente após a divulgação da informação. No caso da Texas Gulf Sulphur Co., ficou dito que o "insider" deve aguardar que a notícia seja veiculada efetivamente através do meio de comunicação de maior penetração, ou seja, o teletipo (broad tape) do Dow Jones.

Finalmente, vale ressaltar que a França foi o primeiro país a considerar crime o "insider trading".

V. Conclusões finais

1. A ocorrência de "insider trading" acarretará o seguinte:

A. Inquérito Administrativo (CVM)

A CVM, por ora, vez que não há regulamentação específica, só poderá instaurar inquérito administrativo contra os administradores (diretores e membros do conselho de administração), membros de órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou consultivas e membros do conselho fiscal. Constatada a infração, a CVM aplicará aos infratores as seguintes penalidades:

- a. advertência;
- b. multa;
- c. suspensão do exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores;
- d. inabilitação para exercício dos cargos referidos na alínea anterior;
- e. suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76, e
- f. cassação da autorização ou registro indicados na alínea anterior.

Observação: No momento, só são aplicáveis as duas primeiras penalidades, (advertência e multa), já que as demais só o são em caso de infrações "graves", assim definidas pela CVM, que ainda não o fez e em casos de reincidência.



B. Ação civil

O prejudicado poderá propor:

- a. ação civil contra administradores – conselheiros e diretores, membros de órgãos consultivos e técnicos criados pelo estatuto e conselheiros fiscais, para haver indenização por perdas e danos, em conformidade com o art. 155 da Lei nº 6.404/76;
- b. ação civil, para haver perdas e danos, contra quem lhe causou o prejuízo, na forma do art. 159 do Código Civil ou
- c. ação civil para anular a operação, contra quem omitiu dolosamente informações relevantes, no momento da realização da operação (arts. 92 e 94 do Código Civil).

C. Ação Criminal

A CVM, após concluído o inquérito e constatado ter havido crime de ação pública, no caso estelionato, deverá oficiar ao Ministério Público para a propositada da ação penal.

1. Prova do "insider trading"

Os indícios são elementos da maior relevância para a constatação do "*insider trading*", sendo através deles que se presumirá a ocorrência da operação. Deve ser reforçado o aspecto de que, somente com base em indícios que conduzem a presunções, a CVM e os juizes poderão concluir ter havido "*insider trading*", e conseqüentemente julgar e legitimamente penalizar os infratores.

2. Efeitos das decisões da CVM

As decisões da CVM não são definitivas, sendo passíveis de apreciação pelo Poder Judiciário.

Rio, junho de 1978.

Norma Jonssen Parente

ADVOGADA

NJP/cg