

L. G. PAES DE BARROS LEÃES

*Direito econômico*

MERCADO DE CAPITAIS  
&  
"INSIDER TRADING"

EDITORA   
REVISTA DOS TRIBUNAIS  
SÃO PAULO — 1982

*ties Act* já ofereciam, então, ampla proteção contra omissões ou declarações dolosas, feitas com relação às operações de mercado, mas se aplicavam apenas aos compradores. A seção 15(c) do diploma de 1934, por sua vez, fulminava práticas fraudulentas, visando à proteção tanto de vendedores quanto de compradores, mas somente quando relacionadas com corretores e negociantes de valores. Por outro lado, havia a seção 9 do mesmo diploma, que, visando à proteção de compradores e vendedores, repudiava as manipulações de preço, mas era um dispositivo limitado aos títulos cotados. Assim sendo, antes da Regra 10b-5, a bem dizer não havia nenhum dispositivo, de natureza genérica, visando à proteção do investidor que, em virtude de manobras fraudulentas, fosse induzido a vender títulos, nem sempre nas melhores condições<sup>48</sup>.

Foi, assim, com essa preocupação de propiciar proteção tanto aos compradores quanto aos vendedores de valores, que a regra 10b-5 foi editada. Editada, porém, essa regra durante muitos anos não foi utilizada em toda a sua extensão, não sendo sequer lembrada na repressão ao *insider trading*. As suas virtua-

793, 922 (1967): It was one day in the year 1942, I believe, I was sitting in my office in the SEC building in Philadelphia, and I received a call from Jim Treanor who was then the Director of the Trading and Exchange Division. He said, "I have just been on the telephone with Paul Rowen" who was then the SEC Regional Administrator in Boston, "and he has told me about the President for some company in Boston who is going around buying up the stock of his company from his own shareholders at \$4.00 a share, and he has been telling then that the company is doing very badly, whereas in fact the earnings are going to be quadrupled and will be \$2.00 a share for this coming year. Is there anything we can do about it?" So he came upstairs and I called in my secretary and I looked at Section 10(b) and I looked at Section 17, and I put them together and the only discussion we had there was where "in connection with the purchase or sale" should be, and we decided it should be at the end. We called the Commission and we got on the calendar, and I don't remember whether we got there that morning or after lunch. We passed a piece of paper around to all the commissioners. All the commissioners read the rule and they tossed it on the table, indicating approval. Nobody said anything except Sumner Pike who said, "Well, he said, we are against fraud, aren't we?" That is how it happened. Louis Loss is absolutely right that I never thought that twenty-odd years later it would be the biggest thing that had ever happened".

48. Trata-se da velha querela entre tipicidade e atipicidade dos atos ilícitos para efeito da responsabilidade civil, no direito anglo-saxão.

lidades nesse campo só seriam afloradas no citado caso *Cady-Roberts*, em 1961, que usamos para ilustrar a aplicação extensiva da seção 16(b), e exploradas, com todo rigor, no caso *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Company*, em 1968. Trata-se este de um *leading case* que, pela sua importância, merece ser descrito pormenorizadamente, pois dele saíram as bases da Regra 10b-5, que alguém já caracterizou como *the most potent and the most versatile instrument in the armamentarium of federal securities regulation*<sup>49</sup>.

2. No fim da tarde de 19.4.1965, a SEC distribuiu na justiça federal uma ação contra a Texas Gulf Sulphur Co. e mais 13 pessoas, entre diretores, altos empregados e demais funcionários da firma. A petição sustentava que, durante o período que ia de 12.11.1963 a 16.4.1964, haviam sido efetuadas compras de ações ordinárias da companhia, com violação da Regra 10b-5.

Os fatos que teriam determinado essas aquisições fraudulentas seriam os seguintes. Desde 1957, a Texas Gulf vinha fazendo pesquisas no leste do Canadá, no chamado *Canadian Shield*. Em 1959, foram feitos exaustivos levantamentos geofotogramétricos, tendo sido localizado, entre outros, um ponto propício perto de Timmins, na região de Ontário. O grupo encarregado desses serviços era chefiado por Mollison, um engenheiro de minas e vice-presidente da empresa, e formado, dentre outros, por Holyk, geólogo-chefe da empresa, Clayton, geofísico, e Darke, geólogo, todos réus do feito. Em outubro de 1963, Clayton dirigiu uma viagem de estudos ao ponto referido, que confirmou a necessidade e a utilidade de desenvolver uma pesquisa no local. Entre 8 e 12 de novembro, foram desenvolvidas as pesquisas iniciais, perfurando-se o solo até uma profundidade de 220 m, no ponto designado K-55-1, revelando, de pronto, a descoberta de um rico depósito de cobre, zinco e prata. As provas, conquanto iniciais, eram tão promissoras, que o presidente da Texas Gulf imediatamente deu instruções para que o grupo mantivesse os resultados em segredo, e não revelasse nada aos diretores, altos empregados ou funcionários da empresa. Enviadas as amostras para análise de laboratório, em

49. Para discussões maiores a respeito da regra, v. *Alan Bromberg, Securities Law — Fraud — SEC Rule 10b-5*, New York, 1978, em 3 vols.

Utah, os resultados foram tão notáveis, que Clayton, um experiente geofísico, segundo testemunhas arroladas no processo, dissera, na ocasião, que não tinha notícia de reservas tão ricas. Tanto é assim que, originalmente, avaliado o veio em 25 milhões de toneladas, a estimativa foi logo revista, para mais do dobro dessa cifra, isto é, 55 milhões de toneladas. Terminado o *test hole*, o equipamento de perfuração foi transportado para um novo lugar, longe do local, procedendo-se ao plantio de árvores em volta da escavação e afixado no ponto um registro de teste negativo, a fim de ocultar a descoberta e permitir que a companhia passasse a adquirir as glebas de terras circunvizinhas.

Durante o período que vai de 12.11.1963, quando o ponto K-55-1 foi abandonado, a 31.3.1964, época em que foram reassumidos os trabalhos de escavação, um grande número de ações foi adquirido, pelas pessoas acima mencionadas, envolvidas na descoberta, e por pessoas a ela vinculadas, motivadas por vazamento de informações. Assim, em novembro de 1963, Fogarty, vice-presidente executivo da companhia, comprou 1.700 ações da Texas Gulf; Clayton 200; Mollison, comprou 100; e a Sra. Holyk comprou 50. Em dezembro de 1963 até janeiro de 1964, Mollison, Fogarty, Murray, Holik e esposa continuaram a adquirir ações da companhia<sup>50</sup>. Em fins

50. Esta foi a cronologia das aquisições:

Purchase		Shares		Calls	
Date	Purchaser	Number	Price	Number	Price
Hole K-55-1 Completed November 12, 1963					

Nov. 12	Fogarty	300	17%-18		
15	Clayton	200	17%		
15	Fogarty	700	17%-17%		
15	Mollison	100	17%		
19	Fogarty	500	18%		
26	Fogarty	200	17%		
29	Holyk (Mrs.)	50	18		

Chemical Assays of Drill Core of K-55-1 Received December 9-13, 1963

Dec. 10	Holyk (Mrs.)	100	20%		
12	Holyk (or wife)				
13	Mollison	100	21%	200	21
30	Fogarty	200	22		
31	Fogarty	100	23%		

de dezembro, Darke transmitiu informações (*tips*) a uma amiga e à sua mãe, designadas como *tippers* no processo, que, por suas vezes, passaram a notícia a amigos, ou *sub-tippers*. Entre dezembro de 1963 a fins de março de 1964, os *tippers* e *sub-tippers* compraram 2.100 ações, e 1.500 *calls* (opções de compra por preço prefixado). Darke também comprou, no mesmo período, 300 ações e 3.000 *calls*. No dia 27.12.1964, a companhia deu

Purchase		Shares		Calls	
Date	Purchaser	Number	Price	Number	Price
1964					
Jan. 6	Holyk (or wife)			100	23%
8	Murray			400	23%
24	Holyk (or wife)			200	22%-22%
Feb. 10	Fogarty	300	22%-22%		
20	Darke	300	24%		
24	Clayton	400	23%		
24	Holyk (or wife)			200	24%
26	Holyk (or wife)			200	23%
26	Huntington	50	23%		
27	Darke (Moran as nominee)			1000	22%-22%
Mar. 2	Holyk (Mrs.)	200	22%		
3	Clayton	100	22%		
16	Huntington			100	22%
16	Holyk (or wife)			300	23%
17	Holyk (Mrs.)	100	23%		
23	Darke			1000	24%
26	Clayton	200	25		
Land Acquisition Completed March 27, 1964					
Mar. 30	Darke			1000	25%
30	Holyk (Mrs.)	100	25%		
Core Drilling of Kidd Segment Resumed March 31, 1964					
April 1	Clayton	60	26%		
1	Fogarty	400	26%		
2	Clayton	100	26%		
6	Fogarty	400	28%-28%		
8	Mollison (Mrs.)	100	28%		
First Press Release Issued April 12, 1964					
April 15	Clayton	200	29%		
16	Crawford (and wife)	600	30%-30%		
Second Press Release Issued 10:00-10:10 or 10:15 A.M., April 16, 1964					
1963					
April 16	(app. 10:20 A.M.)				
	Coates (for family trusts)	2000	31	-31%	

por finda a compra de terras e no dia 31 de dezembro reiniciou e perfuração<sup>51</sup>.

Clayton, Fogarty e Mollison continuaram a adquirir ações até 8.4.1964. Nos dias 9 e 10 de abril, jornais canadenses noticiaram a descoberta. Em 11 de abril, as notícias foram veiculadas na imprensa americana. O *New York Herald Tribune* publicou larga reportagem sobre a descoberta. Em vista disso, no dia seguinte, 12, a direção da Texas Gulf divulgou uma *press release*, afirmando que as notícias eram exageradas e que as perfurações até então efetuadas não autorizavam conclusões definitivas. As ações cotadas em 18 dólares em novembro de 1963, e que atingiram 30 dólares em abril de 1964, abriu, no dia seguinte, uma segunda-feira, em 32 para baixar até 28, na quarta-feira<sup>52</sup>. Nesse dia, 16 de abril, a diretoria da companhia

51. Esta foi a cronologia das aquisições pelos *tippers*:

Purchaser		Shares		Calls	
Date	Purchaser	Number	Price	Number	Price
<i>Chemicals Assays of K-55-1 Received Dec. 9-13, 1963</i>					
1963					
Dec. 30	Caskey (Darke)			300	22%
1964					
Jan. 16	Westreich (Darke)	2000	21%-21%		
Feb. 17	Atkinson (Darke)	50	23%	200	23%
	Westreich (Darke)	50	23%	1000	23%-23%
	24 Miller (Darke)			200	23%
	25 Miller (Darke)			300	23%-23%
Mar. 3	E. W. Darke (Darke)			500	22%-22%
	17 E. W. Darke (Darke)			200	23%
<i>Land Acquisition Completed March 27, 1964</i>					
1964					
Mar. 30	Atkinson (Darke)			400	25%-25%
	Caskey (Darke)	100	25%		
	E. W. Darke (Darke)			1000	25%-25%
	Miller (Darke)			200	25%
	Westreich (Darke)	500	25%		
30-31	Klotz (Darke)			2000	25%-26%

52. Esse *press release* assim começava: "New York, April 12 — The following statement was made today by Dr. Charles F. Fogarty, executive vice president of Texas Gulf Sulphur company, in regard to the company's drilling operations near Timmins, Ontario, Canada. Dr. Fogarty

fez nova declaração à imprensa, na qual afirmava que realmente havia sido feito uma descoberta de grande valia, e que a diferença entre os sucessivos comunicados deveria ser atribuída a dados obtidos nesse intervalo. Nessa mesma quarta-feira, Clayton e Crawford, secretário da companhia, e esposa, ainda compraram ações da Texas Gulf. Na quinta-feira, as ações recomeçaram a subir, a ponto de, àquela tarde, fecharem a 36 dólares. Alcançaram 68 no final do mês de maio e chegariam a 100 dólares no final de 1966, quando o minério já estava sendo extraído comercialmente.

Cumpram ainda dizer que, logo após a segunda comunicação à imprensa feita pela diretoria da Texas Gulf, em 16.4.1964, e um pouco antes das 10:55 h, quando as notícias apareceram no Dow Jones, 8.000 ações foram compradas pelo Morgan Guaranty Trust Company. A compra se dera em virtude de uma chamada telefônica feita por Thomas S. Lamont, um diretor tanto da Texas Gulf quanto do Morgan Guaranty, chamando a atenção para as notícias na tela. Segundo esse administrador, quando telefonara ao banco — *watch the tape!* — a notícia já era do conhecimento do público, pois a entrevista já fora dada. Tanto foi assim que, já às 10:29 h a sociedade corretora Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. tinha transmitido, pelo teletipo, a notícia às suas 140 agências no país. De resto, nessa mesma manhã, lá pelas 9:00 h, várias sociedades corretoras de valores de Nova Iorque haviam recebido exemplares do jornal canadense *The Northern Miner*, que anunciava a descoberta, confirmada pelo Ministério de Minas de Ontário. Três dias depois, em 19 de abril, a SEC entrou em juízo com a ação.

3. Na inicial, a SEC postulava medidas judiciais a fim de que: a) fosse determinado aos administradores e funcionários da Texas Gulf que se oferecessem para restituir as ações (*to make rescission offers*), por eles adquiridas entre 12.11.1963 e 17.4.1964; b) fossem os referidos administradores e funcionários condenados a ressarcir (*make restitution*) àqueles que tivessem vendido ações aos *tippers*, que as compraram por vazamento de informações a eles imputável; e c) fosse decla-

said: ... "The reports exaggerate the scale of operations and mention plans and statistics of size and grade of are that are without factual basis..."

rada a anulação (*cancellation*) das ações negociadas pelos acusados no período referido. A Comissão também estudou a possibilidade de pedir fosse determinada a indenização de todos aqueles que haviam vendido suas ações no período entre as duas divulgações à imprensa, fiados na informação falsa veiculada pela *press release* de 12 de abril, mas não o fez, por haver concluído que era um pedido que extravasava os limites de um procedimento de *injunction*, como era o caso. Mais tarde, centenas de ações indenizatórias foram propostas contra a Texas Gulf e os *insiders* pelas pessoas lesadas, que haviam vendido as suas ações no período<sup>53</sup>.

4. O juiz de primeira instância — *Judge Dudley Bonsal*, da justiça federal de Nova Iorque — produziu, em 19.8.1966, uma sentença de 81 páginas, julgando pela improcedência da ação com relação aos administradores e funcionários da empresa que haviam adquirido ações antes do dia 9.4.1964, data em que, pelas provas trazidas aos autos, se confirmaram as expectativas quanto à magnitude da reserva mineral. Até então, a seu juízo havia apenas expectativas, que não se consubstanciavam ainda em informação sólida (*material information*), de divulgação obrigatória ao público. Concluiu, também, que não havia provas suficientes da falsidade do primeiro comunicado à imprensa, exonerando destarte a Texas Gulf de qualquer responsabilidade. Condenou, porém, David M. Crawford, secretário da companhia, e Richard H. Clayton, engenheiro da empresa, pelas ações adquiridas após 9 de abril, por violação da Regra 10b-5.

5. A segunda instância, no entanto, reformou inteiramente a sentença, exceto quanto às condenações de Clayton e Crawford, que confirmou. Acolhendo assim todos os pedidos do autor, a Corte de Apelação considerou que, da perfuração inicial, em novembro de 1963, já resultara *material information*, e que, em conseqüência, todos os *insiders* que tinham comprado ações ou transmitido informes aos *tippers*, deveriam ser condenados, por terem violado a lei. Também condenou a companhia, por achar que a sua primeira declaração à imprensa havia sido falsa. Prolatado em 13.8.1968, o acórdão só foi divul-

53. Para uma discussão a respeito da multiplicidade de pedidos na presente ação, v. *Kennedy & Wander, Texas Gulf Sulphur, A Most Unusual Case*, 20 *Bus. Law.* 1075 (1965).

gado às 6:30 h da tarde, para evitar reação da bolsa<sup>54</sup>. Pelas suas peculiaridades, a decisão, uma vez divulgada, agitou o mundo dos negócios, pois constituía um marco fundamental no desenvolvimento da sanção civil no específico campo do mercado de valores. Com efeito, promovendo uma reformulação de uma série de conceitos jurídicos relativos à fraude, já sedimentados no *common law*, a fim de torná-los eficazes na área dessa legislação extraordinária, o acórdão em apreço tornou a Regra 10b-5 como instrumento o mais eficiente para responsabilizar os agentes desse mercado.

6. Trata-se, como vimos, de uma ação civil de *injunction*, proposta pela SEC, com vistas à obtenção de ordens judiciais, determinando a prática de certos atos, a fim de restaurar a integridade de direitos subjetivos, violados pelo comportamento antijurídico dos *insiders*. Pois, como vimos no capítulo anterior, o direito anglo-americano propicia duas ordens de remédios processuais, na instância civil, para prevenir ou reparar os delitos civis. Na área do *common law*, uma vez consumado o dano, cabe a ação indenizatória; na área da *equity*, cabe o *injunction*, tanto para prevenir como para reparar o delito cometido. Diga-se, ainda, que, na espécie, estamos perante o delito civil denominado de *misrepresentation* omissiva ou *non-disclosure*, para o qual o direito anglo-americano prevê, na área do direito comum, uma ação específica para ressarcimento dos danos, denominada de *action of deceit*, sem falar dos *injunction reliefs* oferecidos pelo direito-equidade. No caso, a SEC propôs uma ação de *injunction*, postulando a concessão de ordens judiciais, determinadoras de "restituições" (*restitutional reliefs*), que muito as aproximam do ressarcimento dos danos, objetivado através de ações de responsabilidade delitual, cuja propositura só pode ser feita pela pessoa lesada. Seriam de se aplicar a esse *affirmative injunction* todos os elementos informadores da ação de *deceit*?<sup>55</sup>

Para a propositura de ação indenizatória de *deceit*, são exigidos, como já vimos, os seguintes pressupostos: uma decla-

54. É a informação dada pelo *Wall Street Journal*, de 14.8.1968, p. 3, coluna 1, e o *New York Times*, do mesmo dia, p. 59 coluna 1.

55. Veja *Texas Gulf Sulphur Amended Answer (Lamont Answer)*, § 9.º, onde o poder de a Comissão obter *affirmative relief*, assim com a restituição, foi questionada. Os Profs. Cary e Loss são favoráveis a

ração enganosa (*misrepresentation*) sobre fato considerado relevante (*material fact*) à conduta do lesado; o conhecimento de que o expediente é falso por parte do autor do dolo e a sua intenção de levar a vítima ao engano (*scienter*); grau de razoável credibilidade no processo enganatório por parte da vítima (*reliance*) e dano efetivo (*damage*). Ora, a decisão em exame, depois de destacar a diferença entre uma *restitutional injunction* e uma ação de *deceit*, sustenta que, além da ocorrência do dano e do nexo causal entre a lesão sofrida e o comportamento do agente, a Regra 10b-5 não exige, nem para um, nem para outro, remédio judicial, senão a comprovação do artifício, da declaração inexata ou da omissão de informações. Independe, assim, do elemento *scienter*, ou seja, a consciência, senão mesmo intenção deliberada de causar prejuízo, e do elemento *reliance*, ou seja, uma credibilidade justificável por parte da vítima no processo ilusório forjado para o ilaquear. Ademais, a sentença em tela deu um desenvolvimento maior ao conceito de *material fact*, no contexto da legislação de mercado.

7. Na ação de *deceit*, é preciso demonstrar que a vítima tinha justificável confiança (*reliance*) no que a outra disse ou deixou de dizer, falsamente. Ora, esse conceito perde a sua razão de ser, quando aplicado aos negócios realizados em bolsa ou no mercado de balcão. Nesse caso, o investidor confia nas condições da empresa, refletidas nas suas publicações, e nas condições de mercado, refletidas nas cotações oficiais, cuja credibilidade não é preciso ser demonstrada.

Na ação de *deceit*, é preciso também demonstrar, se não a intenção (*animus injuriandi*), ao menos a consciência (*scientia nocendi*) de que a declaração é falsa ou necessária, e que dessa falsidade comissiva ou omissiva derivará o dano. Na ação baseada na Regra 10b-5, não é necessário esse elemento (*scienter*), pois, na sua redação ampla, abrange tanto o ilícito intencional, quanto o ilícito cometido por negligência, imperícia ou imprudência. Nesse sentido, lembra a sentença comentada que as seções 11 e 12(2) da *Securities Act*, de 1933, que fulminam as

esse *restitutionary approach* por parte da SEC. Veja Cary, *Book Review*, 75 *Harv. L. Rev.* 856, 861 (1962) e Loss, *Securities Regulation*, 2d ed., Boston, 1961, 3.º vol., pp. 1.828-29. V. também um comentário de responsabilidade da redação, "Ancillary Relief in SEC injunction Suits for Violation of Rule 10b-5", 79 *Harv. L. Rev.* 656 (1966).

transações, eivadas de fraude, prevêm expressamente a escusativa de desconhecimento da falsidade ou da omissão (*lack of knowledge of the untruth or omission*), o que não ocorre na Regra 10b-5<sup>56</sup>.

8. A sentença também definiu o que entendia por *material information* para os efeitos da Regra 10b-5: é aquela informação que é levada em conta por um investidor médio para a compra, venda ou manutenção de ações, ou que provoca impacto sobre o mercado. Pois como adverte o Juiz Leahy no caso *Speed v. Transamerica Corp.*, *verbis*: "O dever de informação deriva da necessidade de impedir que o *corporate insider* se utilize de sua posição para fruir de vantagens sobre os acionistas desinformados. É uma tentativa de prover os investidores de um certo grau de igualdade (*some degree of equalization of bargaining position*), a fim de que possam fazer um juízo informado sobre tais transações"<sup>57</sup>.

Mas quais são essas informações de divulgações obrigatórias por parte dos *insiders*? São as informações reputadas necessárias para que esse "grau de igualdade de posição" frente ao mercado se formalize. É claro que essa igualdade é relativa, visto que o acionista nunca poderá igualar-se aos *insiders* no tocante ao conhecimento da empresa emissora: *the outside stockholder can never match the knowledge of an insider who necessarily knows more about the company and is in a better position to evaluate its prospects*. O que se requer, porém, é revelação de informações reputadas necessárias (*materials information*) a um investidor médio, que o habilite a realizar investimentos criteriosos.

Ora, essa responsabilidade dos *insiders* por infração aos deveres de lealdade e de informação se inscreve num contexto maior, que é o da responsabilidade de todo aquele que se encontra em relação de confiança com outro (*fiduciary relationship*),

56. Cf. William Prosser, *Handbook of The Law of Torts*, 4.ª ed., St. Paul, 1971, cap. 18, Misrepresentation. Ver o interessante artigo de Louis Haimoff a respeito do caso *Ernst v. Hochfelder* (— U. S. — 47, L. Ed. 2d. 668 (1976), em que examina a discussão a respeito da negligência como base da responsabilidade com base na Regra 10b-5 e o conceito de *deceit* tal como desenvolvido por Holmes no seu *Common Law* quase um século antes (Holmes Looks at Hochfelder and 10b-5, 32 *Bus. Law.* 147-175 (1976). Ver a resposta de Louis Loss, A Pothole on the Holes-Hochfelder Highway, 32 *Bus. Law.* 1837-1840 (1977).

57. 99 F. Supp. 808, 829 (D. Del. 1951).

em que prevalece a presunção relativa de culpa. Até prova em contrário, é considerado eivado de fraude o negócio que propicia vantagem a pessoa situada em vínculo de confiança com outra, por descumprimento dos seus deveres de lealdade e informação, somente convalidando o ato, e se exonerando o agente da responsabilidade, se provar empregado toda a diligência para precaver-se contra as vantagens indevidas, que naturalmente a sua posição de *insider* possibilita, sendo irrelevante que tenha ou não adotado intenciosamente a conduta antijurídica<sup>58</sup>.

A partir desse acórdão, com as facilidades introduzidas na configuração do delito de *misrepresentation* comissivo ou omissivo por *insiders*, multiplicaram-se na justiça federal norte-americana os feitos de iniciativa de particulares, o que, aliás, vem recebendo o estímulo da SEC. Pois como nota Mundheim, "a SEC é uma agência relativamente pequena. Visto que são muitas as atividades e pessoas afetadas pelas leis federais de títulos, não é racional esperarmos que possa policiar, adequadamente, o cumprimento dessas leis. Assim, a aplicação das regras antifraude por parte do setor privado (e de outros preceitos relativos às leis de títulos) tem sido considerada como um complemento necessário à situação da Comissão".

4

## O "INSIDER TRADING" NO DIREITO BRASILEIRO

SUMÁRIO: 1. O *insider trading* na Lei 4.728, de 1965 — 2. O *insider trading* nos atos do Banco Central — 3. O *insider trading* na Lei 6.404, de 1976 — 4. O dispositivo repressivo — 5. A responsabilidade e os deveres dos administradores — 6. A presunção de culpa dos administradores — 7. A presunção *juris tantum* de culpa dos administradores, *tippers* e controladores, por prática de *insider trading*.

1. O princípio do *disclosure* não se esgota apenas com a prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas

58. V. *Parker v. Baltimore Paint & Chemical Corp.*, 244 F. Supp. 267 (D. Colo. 1965); *O'Neill v. Maytag*, 339 F. 2d 764 (2d Circ. 1964); *Keers & Co. v. American Steel & Pump Corp.*, 234 F. Supp. 201 (S. D. N. Y. 1964).

sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, *ao mesmo tempo*, acesso às *novas* informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao *insider trading* é, destarte, corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores. Ora, adotado o princípio em tela pela legislação de mercado brasileiro, natural que se excogitasse da proibição do *insider trading*, o que foi feito inicialmente de maneira meramente programática. Assim, nos termos da Lei 4.728, de 14.7.1965, art. 3.º, X, incumbe ao Banco Central *fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exercem, a elas tenham acesso*. A lei, no entanto, não fornece os parâmetros ou as condições para o exercício dessa fiscalização de polícia, dificuldade essa a que se soma a definição de contornos pouco precisos do fato delituoso, sem detalhar sequer quais os atos que podem configurar o privilegiamento de informações. Ademais, de nada adianta incriminar e sancionar condutas genéricas, com sanções de polícia diversas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosas, conforme a remissão feita pelo art. 4.º, § 6.º, da Lei 4.728 ao capítulo V da Lei 4.595, de 31.12.1964.

2. Nem sequer foi eficaz a atividade administrativa, procurando complementar o comando de ação ou de omissão fixado no preceito primário genérico, talvez por certa timidez no exercício da delegação normativa. Na Resolução 88, de 30.1.1968, que baixou o regulamento disciplinador do registro das pessoas jurídicas, emissoras de valores mobiliários negociáveis em bolsa, bem como o registro das respectivas emissões, exige-se das empresas requerentes "compromisso formal de revelarem, prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com relação a dividendos, os direitos de subscrição ou outros relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou influenciar as decisões dos investidores" (n. VI, *d*), podendo o Banco Central recusar ou cancelar o registro da pessoa jurídica que não atender, satisfatoriamente, essa exigência (n. IX), inclusive no caso em que promova "a divulgação de documentos e informações