

Nelson Eizirik
Ariadna B. Gaal
Flávia Parente
Marcus de Freitas Henriques

Mercado de Capitais Regime Jurídico

3ª Edição
Revista e ampliada

RENOVAR

Rio de Janeiro • São Paulo • Recife
2011

abdr 
Associação Brasileira de Direito Regime de Capitais
Respeite o direito autoral!

cuta-a, porém sem especificar o comitente; verificando que aumentou a cotação do papel, registra a ordem de compra primeiro em seu nome ou de um "laranja" para depois vender ao cliente, em operação direta³⁸.

Conforme se verifica dos exemplos acima, a prática não equitativa decorre, na maioria dos casos, do abuso de uma relação fiduciária que deve existir entre o intermediário financeiro e seu cliente.

10.3. Uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*)

As normas que tratam do uso indevido de informação privilegiada, quer na esfera penal, quer na esfera do direito administrativo sancionador, obedecem aos mesmos princípios e apresentam redação bastante similar, cabendo, portanto, a sua análise em conjunto.

O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão "por dentro" dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo³⁹.

Há razões de ordem econômica e de ordem ética que justificam a repressão ao uso privilegiado de informações por parte dos *insiders*.

As razões econômicas estão relacionadas ao conceito de eficiência na determinação da cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Considera-se que o mercado é eficiente quando os preços das ações refletem todas as informações sobre as emissoras e os títulos negociados; quanto mais rápida for a reação dos títulos às novas informações, em princípio, mais eficiente será o mercado. O ideal, pois, é que a cotação dos títulos reflita apenas todas as informações publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de se divulgar todas as informações relevantes. A ampla divulgação de informações completá-se com um segundo princípio, dela decorrente: as informações devem estar dis-

38 ILENE PATRÍCIA DE NORONHA, "Poder de Polícia da CVM ...", p. 106.

39 NELSON EIZIRIK. Questões de Direito Societário ..., p. 62.

poníveis a todos ao mesmo tempo, sem que os *insiders* possam utilizá-las antes de sua divulgação⁴⁰.

As razões de ordem ética derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, o denominado *market egalitarianism*⁴¹. Com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público. Assim, a legislação, nos diferentes países, busca impedir que os *insiders* obtenham vantagens decorrentes da inevitável "assimetria" de informações, uma vez que eles sempre terão acesso a elas antes dos investidores do mercado⁴².

A jurisprudência dos tribunais norte-americanos, a partir dos casos *Cady, Roberts* e *Texas Gulf Sulphur* foi estabelecendo uma razão adicional para a repressão ao *insider trading*, o denominado *business*

40 NELSON EIZIRIK. Questões de Direito Societário ..., p. 63. Há grande discussão acadêmica sobre o impacto da repressão ao *insider trading* sobre a eficiência do mercado, particularmente após a análise desenvolvida pelo Professor Manne, em seu livro "Insider Trading and the Stock Market" publicado em 1966, no qual argumenta que o *insider trading* é benéfico e não prejudicial à economia, não devendo, pois, ser reprimido, na medida em que faz com que as cotações das ações movam-se na direção correta. Para um bom resumo da discussão: DENNIS W. CARLTON, DANIEL R. FISCHER, "Insider Trading and the Coase Theorem", *Stanford Law Review*. Stanford, Stanford Law School, n. 35, mai. 1983, p. 857.

41 GIL BRAZIER. *Insider Dealing — Law and Regulation*. London, Cavendish Publishing Limited, 1996, p. 86. A jurisprudência dos tribunais norte-americanos estabeleceu, a partir da decisão do caso *Speed v. Transamérica Corp* que uma das finalidades essenciais das regras sobre *insider trading* é a de prover os investidores de um certo grau de igualdade em suas posições negociais para que possam fazer um juízo informado sobre as transações (ver, a propósito, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES. Mercado de Capitais e "Insider Trading". São Paulo, Revista dos Tribunais, 1982, p. 171. FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH, "A utilização desleal de informações privilegiadas — 'insider trading' — no Brasil e nos Estados Unidos", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, jun. 1979.

42 Para uma interessante análise da questão, particularmente no direito alemão, vide: ALEXANDRE MESCHKOWSKI, *The economics of D&O liability for false information in german secondary markets*, 2006, German Working Papers in Law and Economics, disponível em www.bepress.com/gwp, acessado em 13.07.2007.

property view: as informações referentes às atividades empresariais da companhia são de sua propriedade, não de propriedade dos *insiders*, o que implica uma discussão sobre quem é a parte prejudicada, se os investidores que negociaram no período sem acesso às informações ou se a própria companhia⁴³.

Usualmente o combate ao *insider trading* é realizado mediante normas preventivas e repressivas. As normas preventivas são as que promovem o sistema de "disclosure", ou de transparência das informações, de maneira a assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado de capitais; e impõem aos *insiders* a obrigação de informar sobre as operações por eles realizadas⁴⁴; já as normas repressivas proíbem a utilização de informação privilegiada, cominando sanções de natureza civil, administrativa e penal.

O artigo 27-D da Lei n° 6.385/1976, introduzido pela Lei n° 10.303/2001, trata do crime do uso indevido de informação privilegiada⁴⁵, que ocorre quando o agente utiliza informação relevante e confidencial, de que tenha conhecimento e da qual deva guardar sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante a negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários.

Nossa legislação societária, desde a promulgação da Lei n° 6.404/1976, disciplina a matéria, de forma bastante acurada. O artigo 157 da Lei das S.A. consagra expressamente o "dever de informar", dispondo, em seu parágrafo quarto, que os administradores de companhia aberta são obrigados a divulgar qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração, ou fato relevante ocorrido

43 KENNETH E. SCOTT, "Insider Trading, Rule 10b-5, Disclosure, and Corporate Privacy", *Journal of Legal Studies*. Chicago, University of Chicago, n. 9, 1980, p. 801.

44 Nesse sentido, o artigo 157 da Lei das S.A. impõe aos administradores o dever de informar os valores mobiliários de emissão da companhia e de sociedades do mesmo "grupo" de que seja titular, bem como as modificações em suas posições acionárias; obrigações da mesma natureza estão previstas nos arts. 11 e 12 da Instrução CVM n° 358.

45 O art. 27-D está assim redigido: "Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários. Pena — reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime."

nos negócios da companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários emitidos pela companhia. O parágrafo primeiro do artigo 155, que trata do dever de lealdade do administrador, estabelece que deve ele guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influenciar, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, sendo-lhe proibido valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

O direito societário brasileiro, seguindo o modelo norte-americano, consagrou o padrão normativo de "*disclose or refrain from trading*", ou seja, o administrador de companhia aberta, dado o seu dever fiduciário com relação à companhia, aos acionistas minoritários e aos investidores, deve divulgar o fato relevante ou abster-se de utilizar a informação confidencial em proveito próprio ou de terceiro.

Assim, o administrador, detendo informação privilegiada, se não divulgá-la, por entender que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia⁴⁶, também não poderá utilizá-la para negociar com valores mobiliários de sua emissão.

No Direito Europeu, desde a Diretiva da CEE 592/89, a generalidade dos países membros vem adotando normas penais sobre o *insider trading*, sob diversos fundamentos: a igualdade entre os investidores; a confiança no mercado; a justa distribuição dos riscos do mercado; e, principalmente, os pressupostos de eficiência do mercado de capitais⁴⁷.

O bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando o princípio da transparência de informações, essencial ao desenvolvimento regular do mercado. Também pode ser considerado como bem jurídico objeto da tutela a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam seus recursos no mercado de capitais⁴⁸.

A Lei das S.A., em sua versão original, considerava como *insiders* apenas os administradores das companhias abertas. Posteriormente, a Instrução CVM nº 31/1984 ampliou o elenco dos *insiders*. Presente-

46 Lei das S.A., artigo 157, § 4º.

47 SERGIO SEMINARA. *Insider Trading e Diritto Penale*. Milano, Giuffrè, 1989, p. 28.

48 JOÃO CARLOS CASTELLAR. *Os Novos Crimes Societários ...*, p. 104.

mente, a Instrução CVM nº 358/2002, em seu artigo 13 dispõe que podem ser considerados *insiders*: a companhia; seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, ou de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criadas por disposição estatutária, bem como quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia, sua controladora, controlada ou coligada, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

O parágrafo primeiro do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 proíbe a negociação por quem quer que tenha conhecimento de informação sobre ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação confidencial, especialmente aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição.

Com a reforma da Lei das S.A. ocorrida em 2001, o parágrafo quarto do artigo 155 passou a vedar a utilização de informação relevante, ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. Há, porém, um limite para a expressão "qualquer pessoa" utilizada na norma: deve haver um nexo profissional entre o vazamento de informações e os terceiros, para que possam ser enquadrados na norma. Assim, apenas aqueles que, em virtude do exercício de profissão tenham acesso às informações (auditores, advogados, peritos, operadores de mercado etc.) é que poderão ser responsabilizados pelo seu uso⁴⁹.

O núcleo do tipo é o de "utilizar" a informação privilegiada, negociando, em nome próprio ou de terceiros, com valores mobiliários.

A caracterização do delito, quer na esfera penal, quer na esfera administrativa, requer que a informação seja "relevante". A Lei das S.A. em seu artigo 155, parágrafo primeiro, considera relevante a informação capaz de influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando sua alta ou queda. Nos Estados Unidos, a jurisprudência dos tribunais tem tradicionalmente entendido como "fato relevante" ("*material fact*") aquele que seria levado em consideração por um investidor médio ao negociar no mercado.

49 MODESTO CARVALHOSA, NELSON EIZIRIK. A Nova Lei das S.A. ..., p. 322. No mesmo sentido, conferir o Voto do Relator Marcelo Fernandez Trindade no Processo Sancionador nº CVM 04/2004, julgado em 28.06.2006.

Em nosso ordenamento jurídico, a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos e nos países da União Europeia, o conceito de fato relevante pode abranger qualquer evento que, potencialmente, acarrete efeitos significativos sobre as negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia, independentemente de estar previsto em norma legal ou regulamentar que relacione os fatos que devam ser obrigatoriamente divulgados.

Nos termos da Diretiva nº 592/89 da CCE, em seu artigo 1º, considera-se informação privilegiada toda aquela relativa a uma ou mais entidades emittentes de valores mobiliários e que, caso divulgada, é capaz de influenciar de maneira sensível a cotação de tais valores mobiliários.

A Instrução CVM nº 358/2002, em seu artigo 2º, define como relevante qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, bem como qualquer fato ocorrido em seus negócios que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de negociarem com eles ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à sua posição de titulares de tais valores.

Com o objetivo de facilitar a identificação, por parte dos administradores da companhia aberta, de situações que poderiam dar ensejo à necessidade de divulgação, o parágrafo único do artigo 2º apresenta uma série de exemplos de atos ou fatos que podem ser relevantes, entre os quais: mudança de controle da companhia; fechamento de seu capital; incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia etc.

O critério fundamental para configurar um fato relevante, contudo, não consiste na mera verificação se ele está incluído na relação exemplificativa da Instrução CVM nº 358/2002, mas em saber se ele é capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, a intenção dos investidores de comprá-los ou vendê-los ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de seus titulares. Ou seja, fatos não relacionados podem ser relevantes, devendo ser objeto de divulgação; por outro lado, exemplos de fatos relevantes mencionados na referida Instrução podem, diante do caso concreto, não merecerem tal qualificação, não sendo necessária a sua divulgação⁵⁰.

50 A CVM já manifestou o entendimento de que "o fato relevante deve ser

Além de relevante, a informação deve ser sigilosa, ainda não divulgada ao mercado. Nada impede o agente, porém, de negociar legitimamente os valores mobiliários após a divulgação das informações, uma vez que, a partir de então, não terá qualquer vantagem sobre os demais investidores.

A regulamentação administrativa da CVM⁵¹ estabelece a forma a ser adotada para conferir-se publicidade às informações relevantes, determinando que sua divulgação ocorra mediante comunicado à CVM e à Bolsa de Valores ou entidade do mercado de balcão e publicação nos jornais de grande circulação. A publicação do "fato relevante", porém, não constitui a única modalidade admitida para assegurar a observância do princípio da transparência; o atendimento a tal princípio ocorre também mediante a divulgação de informações periódicas e eventuais a respeito dos negócios da companhia, tais como as atas e editais de convocação de assembleias gerais, as reuniões da administração e, especialmente, as demonstrações financeiras anuais e as informações financeiras trimestrais.

Deve ser considerada privilegiada a informação que: (a) tem um caráter razoavelmente preciso, isto é, refere-se a um fato⁵², não a meros rumores, apresentando um mínimo de materialidade ou objetividade, ou seja, uma consistência mínima capaz de permitir sua utilização por um investidor médio⁵³; (b) não está disponível para o público

reconhecido como tal a partir da avaliação de sua repercussão no valor da companhia, não importando que figure no rol exemplificativo da Instrução CVM 358/2002". Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2002/1822, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 06.05.2005.

51 Instrução 358/2002, artigo 3º.

52 A Diretiva nº 2003/6/CE do Parlamento Europeu, de 28.01.2003, em seu artigo 1º, nº 1, ao tratar do abuso de informação privilegiada e da manipulação do mercado, considera a informação privilegiada como aquela relevante para a formação dos preços dos valores mobiliários e com caráter preciso. O art. 81 da Ley Del Mercado de Valores espanhola define como informação privilegiada toda informação de caráter concreto que possa influir de maneira apreciável sobre a cotação dos títulos.

53 Em sua declaração de voto no Processo Sancionador nº 04/2004, o Relator então Presidente da CVM, Dr. Marcelo Fernandez Trindade, observa que, tratando de ofertas públicas, os deveres impostos aos "insiders" na pendência e sua divulgação devem ser examinados como compreendendo não apenas a ocorrência do evento em si, mas do processo em que se insere a sua formação; ou seja, a objetividade da informação não significa, em casos de ofertas públicas, que a decisão de realizá-las esteja perfeita e acabada, bastando que esteja em curso.

encontrando-se reservada a um círculo restrito de pessoas; (c) é *price-sensitive*, isto é, poderia, caso fosse divulgada, influenciar o preço dos valores mobiliários no mercado; (d) é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores⁵⁴.

Referentemente ao "mínimo de materialidade", tratando-se de informações financeiras, algumas decisões dos tribunais norte-americanos vêm estabelecendo o teste do "mercado eficiente" para determinar a materialidade ou não da informação: se os valores mobiliários são dotados de liquidez, num mercado eficiente, a informação será tida como relevante se as cotações dos títulos, numa análise *ex post*, tiverem sido afetadas pela divulgação de informação⁵⁵.

Nem sempre é fácil a conclusão sobre a "relevância" ou não da informação, particularmente em casos envolvendo a celebração de acordos de acionistas, a aquisição de controle acionário ou a reorganização societária (incorporação, fusão, cisão) em que esteja envolvida companhia aberta. Em que momento da negociação sobre uma incorporação de companhia aberta, por exemplo, a informação torna-se relevante, impedindo os *insiders* de negociarem enquanto não for divulgada a operação?

Não há, evidentemente, fórmula genérica e segura, particularmente nas operações de aquisição de controle ou de reorganização societária, nas quais as negociações são muitas vezes longas e complexas, para se determinar o momento em que as informações passam a referir-se a fatos relevantes.

A partir de alguns julgados dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um "teste de relevância" em operações de tal natureza, com base no juízo de probabilidade/magnitude, que leva em consideração os seguintes fatores: a probabilidade do acordo final, tendo em vista as negociações já ocorridas; a existência ou não de decisões dos órgãos de administração das companhias envolvidas, bem como de relatórios ou pareceres elaborados por assessores externos; e o possível

processo de sua efetivação, para que se caracterize a informação privilegiada.

54 FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO. O Novo Regime dos Crimes e ..., p. 76. ENZO MUSCO. Diritto Penale Societario ..., p. 322.

55 SUBCOMMITTEE ON ANNUAL REVIEW, COMMITTEE ON FEDERAL REGULATION OF SECURITIES, ABA SECTION OF BUSINESS LAW, "Annual review of federal securities regulation", *The Business Lawyer*. Chicago, Section of Business Law of the American Bar Association, mai. 2006, v. 61, n. 3, p. 1.338.

impacto da operação sobre os negócios das companhias e sobre as cotações de suas ações⁵⁶. Ou seja, se a probabilidade de a operação ser concluída é forte e trará impactos significativos sobre os negócios da companhia, afetando as cotações de seus valores mobiliários, pode-se entender que já existe uma informação relevante.

A relevância da informação não significa que ela deva ser necessariamente tornada pública; com efeito, a informação pode ser mantida em sigilo, se a sua divulgação colocar em risco interesse legítimo da companhia, consistente, no caso, na conclusão da operação. Porém, ela não pode ser utilizada pelos *insiders* para comprar ou vender os valores mobiliários de emissão da companhia; também não podem eles passar a informação confidencial para terceiros.

As normas não têm o seu alcance limitado apenas ao uso indevido de informação confidencial sobre valores emitidos por companhia aberta, posto que se referem à utilização de qualquer informação, desde que sigilosa e relevante, na negociação com valores mobiliários. Aplicam-se, portanto, também às pessoas que tenham informações confidenciais e sigilosas sobre quaisquer valores mobiliários, neles incluídos os contratos de investimento, bem como os derivativos, negociados em bolsa de valores, de futuros e de mercadorias.

Se o *insider* utiliza a informação privilegiada para outro fim, que não o de negociar valores mobiliários, as normas de repressão ao *insider trading* não podem ser invocadas. É o que ocorre quando o *insider*, administrador de sociedade anônima, usa, em benefício próprio ou de terceiro, oportunidade comercial de que tenha conhecimento em virtude de seu cargo, podendo caracterizar-se o ilícito previsto no artigo 155, I da Lei das S.A., não a infração ao artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976.

Diversamente do que ocorre no crime de manipulação do mercado, os dispositivos que incriminam o uso indevido de informação privilegiada podem ser aplicados não só no mercado secundário, como também no mercado primário e mesmo em transações privadas entre os investidores, que são aquelas realizadas sem a intermediação de instituição financeira.

56 THOMAS LEE HAZEN. *The Law of Securities Regulation*, 3rd ed. St. Paul, 1996, pp. 793-806. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, "A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários". In: *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra, Coimbra Editora, 2003, p. 346.

Referentemente ao sujeito ativo, verifica-se que as normas administrativas tratam a matéria de forma diversa do que ocorre com o dispositivo do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Na esfera do direito administrativo sancionador, nos termos do artigo 13 da Instrução CVM nº 358, podem ser punidos não somente aqueles que, em virtude de cargo ou posição, tenham acesso à informação privilegiada, como também qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que é privilegiada. Já na esfera penal, o delito é próprio; nos termos do artigo 27-D, só podem ser incriminadas as pessoas obrigadas a guardar sigilo, como são o acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviços que tenham, em virtude da lei ou de contrato, dever de sigilo⁵⁷.

A propósito, cabe mencionar uma distinção relevante, largamente aceita no direito comparado e também entre nós: a dos "insiders primários" dos chamados "insiders secundários", ou *tippees*, que são aqueles que recebem as "dicas" (*tips*) dos "insiders primários".

Os "insiders primários" ou "institucionais" são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante⁵⁸.

Já os "insiders secundários" (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos "insiders primários" e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.

A norma penal somente pode ser aplicada aos "insiders primários", que são obrigados a guardar sigilo; já os "insiders secundários",

57 No Direito Espanhol, por outro lado, nos termos do artigo 285 do Código Penal, qualquer pessoa que tenha acesso à informação no exercício de atividade profissional ou empresarial pode ser o sujeito ativo do delito de *insider trading*. ENRIQUE BACIGALUPO. *Derecho Penal Económico*. Buenos Aires, Depalma, 2005, p. 285.

58 Relatório da ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DAS COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS (IOSCO), *Insider Trading- How Jurisdictions Regulate It*, mar. 2003, disponível em www.iosco.org, acessado em 13.07.2007. ENZO MUSCO. *Diritto Penale Societario ...*, p. 315.

que não estão obrigados a guardar sigilo, podem ser punidos administrativamente pela CVM, se ficar demonstrado que tiveram acesso e utilizaram informação que sabiam ser privilegiada⁵⁹.

Com relação ao "insiders primários", existe, na esfera do direito administrativo sancionador, uma presunção *juris tantum* de que, tendo em vista a posição que ocupam na companhia, eles detêm a informação relevante e que, por essa razão, a eventual negociação com papéis de emissão da companhia emissão é irregular. Contudo, com relação ao "insider secundário", não existe tal presunção, cabendo à CVM a produção de prova efetiva de que ele tinha conhecimento dos fatos não revelados ao mercado⁶⁰.

A norma penal somente incrimina a conduta do *insider* que utiliza a informação relevante, ou seja, negocia com valores mobiliários; não é punível criminalmente, portanto, o *insider* que passa a informação a terceiros, diversamente do que ocorre em outros países, como Estados Unidos, Itália e Portugal, em que se pune também o ato de transmitir a informação, aconselhar ou dar recomendações de negociar com base na informação privilegiada⁶¹.

Porém, o *insider* administrador de companhia aberta, caso passe a terceiros informações confidenciais, pode ser punido administrativamente, por infração ao dever de lealdade, previsto no artigo 155 da Lei das S/A.

O tipo — uso de informação privilegiada — apresenta elemento subjetivo especial, tratando-se, portanto, de dolo específico: o *insider* deve não só ter a consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida.

59 Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador nº 04/2004, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006.

60 A CVM já manifestou, em várias decisões, o seu entendimento de que lhe incumbe o ônus da prova de que o *insider* secundário tivera efetivo acesso à informação privilegiada para que caiba a aplicação de penalidades. Nesse sentido: Inquérito Administrativo CVM nº 13/2000, julgado em 17.14.2002; Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador nº 18/2001, julgado em 04.11.2004. A propósito, os comentários de JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2005, pp. 301-302.

61 FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO. *O Novo Regime dos Crimes e ...*, p. 69.

O delito é material, de forma que o momento consumativo é o da realização do resultado, a vantagem indevida obtida com a utilização da informação privilegiada. A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação com valores mobiliários; não há como se caracterizar a "vantagem indevida" sem a realização do resultado⁶².

A sanção penal no caso do artigo 27-D é cumulativa: reclusão de um a cinco anos e multa de até três vezes o montante da vantagem econômica do agente; ocorrendo reincidência, a multa pode ser de até três vezes tais valores.

10.4. Exercício irregular de cargo, profissão ou atividade

A Lei nº 6.385/1976 estabelece, em seus Capítulos VI e VII, a obrigatoriedade de prévia autorização ou registro na CVM para o exercício de determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, como as de: administração de carteiras de valores mobiliários; custódia de valores mobiliários; auditoria independente das companhias abertas e das sociedades que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários; consultor e analista de valores mobiliários.

Também depende de prévia autorização da CVM, nos termos do artigo 16 da Lei nº 6.385/1976, o exercício das atividades de: distribuição de valores mobiliários no mercado; compra de valores mobiliários por instituições financeiras para revendê-los por conta própria;

62 No mesmo sentido, FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO (O Novo Regime dos Crimes e ..., p. 81) entende que são crimes de perigo abstrato os tipos que prevêm a transmissão ilegítima de informação privilegiada; de perigo abstrato-concreto o aconselhamento e a emissão de ordens de compra, venda ou permuta (não previstos na norma do artigo 27-C) diversamente do que ocorre com o tipo do crime em que ocorre a negociação com utilização da informação privilegiada, que se caracteriza como crime material (de lesão). Também JOÃO CARLOS CASTELLAR entende que se trata de um delito material, pois o resultado dependerá da vantagem que o agente percebe ao negociar de posse de informação privilegiada (Os Novos Crimes Societários ..., p. 114). Em sentido contrário, DE SANCTIS (Punibilidade no Sistema Financeiro ..., p. 113) considera que se trata de um delito de perigo abstrato, incumbindo ao Ministério Público apenas demonstrar que a conduta — negociar utilizando informação relevante — foi realizada.

mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

Mediante a edição de Instruções, a CVM foi estabelecendo os requisitos para o registro de tais pessoas ou entidades, prevendo a possibilidade de aplicar penalidades administrativas para aqueles que exerçam tais atividades sem o prévio registro ou autorização.

O artigo 27-E da Lei nº 6.385/1976⁶³ incrimina a conduta de quem atua no mercado de capitais, ainda que a título gratuito, ou exerce atividades ou cargo, profissão ou função, sem estar para tanto registrado junto à autoridade administrativa competente, a CVM, quando exigido por lei ou regulamento.

Não se justifica a tipificação penal do exercício irregular de cargo, profissão ou atividade, bastando as punições administrativas, previstas nas normas da CVM. A norma prevista no artigo 27-E valoriza em excesso a atuação registrária da CVM, pondo em ação o aparato penal para punir atos que não constituem, em princípio, ofensas de maior relevância para a sociedade.

Semelhante incriminação já consta da Lei nº 7.492/1986, que, em seu artigo 16 prevê o delito de fazer operar, sem a devida autorização ou com autorização obtida mediante autorização falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários.

O objeto jurídico da norma é a estabilidade do mercado de capitais; o legislador pressupõe que o registro ou autorização da CVM pode constituir instrumento capaz de elidir as fraudes e atos ilícitos no mercado de capitais.

O núcleo do tipo da norma penal é o atuar, isto é, desenvolver atividade em caráter habitual, sem a autorização ou registro na CVM, quando tal for exigido por lei ou regulamento. A natureza dos verbos utilizados — atuar e exercer — indica que para se configurar o delito deve haver constância, reiteração, ou seja, habitualidade na conduta

63 O artigo 27-E está assim redigido: "Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena — detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa."

do agente; a prática de um único ato, isolado, avulso, não caracteriza o ilícito⁶⁴. Tratando-se de um delito habitual e formal, não se pode cogitar da tentativa.

O tipo subjetivo da norma penal contida no artigo 27-E é o dolo. Assim, deve ficar caracterizada a atuação reiterada ou o exercício de cargo, profissão ou atividade no mercado sem a devida autorização da CVM.

A pena prevista é de detenção de seis meses a dois anos e multa, calculada nos termos do artigo 49 do Código Penal, manifestamente excessiva, uma vez que se trata de infração que deveria merecer apenas sanções administrativas.

O artigo 27-E constitui norma penal em branco, a ser complementada com os dispositivos constantes da Lei nº 6.385/1976 e da regulamentação administrativa da CVM que demandam a autorização ou o registro para o exercício de atividades no mercado, em caráter habitual.

64 JOÃO CARLOS CASTELLAR. Os Novos Crimes Societários ..., p. 123.