

**ACESSORIEDADE ADMINISTRATIVA E (DES)VINCULAÇÃO ENTRE
PROCESSOS ADMINISTRATIVO E PENAL NO MERCADO DE
CAPITAIS: IN(TER)DEPENDÊNCIA OU INDIFERENÇA ENTRE AS
ESFERAS?**

**ADMINISTRATIVE ACCESSORINESS AND THE (DIS)CONNECTION
BETWEEN ADMINISTRATIVE AND CRIMINAL PROCEEDINGS IN
CAPITAL MARKETS: IN(TER)DEPENDENCE OR INDIFFERENCE
BETWEEN THE SPHERES?**

Submissão: 21 fev. 2025

Aprovação para publicação: 8 nov. 2025

Viviane Müller Prado

Doutora em Direito Comercial

Afiliação institucional: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV Direito SP – (São Paulo, SP, Brasil)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7641-9738>

Lattes iD: <http://lattes.cnpq.br/1077938978877029>

Email: viviane.prado@fgv.br

Marcelo Costenaro Cavali

Doutor em Direito Penal

Afiliação institucional: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV Direito SP – (São Paulo, SP, Brasil)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8633-0371>

Lattes iD: <http://lattes.cnpq.br/8770906950067750>

Email: marcelo.cavali@fgv.br

Thiago Cochenski Borba

Mestrando em Direito Comercial

Afiliação institucional: Universidade de São Paulo – USP – (São Paulo, SP, Brasil)

ORCID: <https://orcid.org/0009-0002-6412-3619>

Lattes iD: <http://lattes.cnpq.br/5716168669322730>

Email: thiagocborba@gmail.com

Como citar este artigo / How to cite this article (informe a data atual de acesso / inform the current date of access):

PRADO, Viviane Müller; CAVALI, Marcelo Costenaro; BORBA, Thiago Cochenski. Acessoriedade administrativa e (des)vinculação entre processos administrativo e penal no mercado de capitais: in(ter)dependência ou indiferença entre as esferas? **Revista da Faculdade de Direito UFPR**, Curitiba, v. 70, n. 3, p. 57-90, set./dez. 2025. ISSN 2236-7284. DOI: <https://doi.org/10.5380/rfdufpr.v70i3.98580>. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/98580>. Acesso em: 31 dez. 2025.

RESUMO

Este artigo examina a interação entre as esferas administrativa e penal na persecução do *insider trading* e da manipulação de mercado no Brasil. Sob o prisma da *accessoriedade administrativa* no direito penal, são duas as perguntas de pesquisa. No aspecto material, questiona-se se, diante das divergências entre decisões nas duas esferas, há *accessoriedade* dos tipos penais ao direito do mercado de capitais. No aspecto processual, analisa-se se decisões proferidas em uma esfera são consideradas na outra. A metodologia consiste no exame de decisões penais e administrativas contrastantes sobre os mesmos fatos, identificadas por meio de buscas, com o uso de palavras-chave, em sistemas jurisprudenciais nos sítios eletrônicos de tribunais, envolvendo os ilícitos de manipulação de mercado e *insider trading*. Conclui-se que os juízes interpretam os tipos da Lei nº 6.385/1976 a partir das normas do mercado de capitais, porém, alguns, sob o dogma da independência das instâncias, contrariam decisões administrativas sem se desincumbir do ônus argumentativo do dissenso, deixando de apresentar fundamentos específicos que justifiquem a adoção de posicionamento contrário, em violação à coerência sistêmica e à segurança jurídica.

PALAVRAS-CHAVE

Insider trading. Manipulação de mercado. *Accessoriedade administrativa*. Direito penal. Regulação de mercado de capitais.

ABSTRACT

This article examines the interaction between the administrative and criminal spheres in the prosecution of insider trading and market manipulation in Brazil. From the perspective of *administrative accessoriness* in criminal law, the study addresses two research questions. From a substantive standpoint, it asks whether, in light of divergences between decisions rendered in the two spheres, criminal offenses are accessory to capital markets law. From a procedural standpoint, it analyzes whether decisions issued in one sphere are taken into account in the other. The methodology consists of examining contrasting criminal and administrative decisions concerning the same facts, identified through keyword-based searches in jurisprudential databases available on the websites of courts, involving the offenses of market manipulation and insider trading. The article concludes that judges interpret the offenses set forth in Law No. 6,385/1976 in light of capital markets regulations. However, some judges, invoking the dogma of the independence of proceedings, depart from administrative decisions without discharging the argumentative burden required to justify such dissent, thereby failing to provide specific grounds for adopting a contrary position, in violation of systemic coherence and legal certainty.

KEYWORDS

Insider trading. Market manipulation. *Administrative accessoriness*. Criminal law. Capital markets regulation.

INTRODUÇÃO

Confiança dos investidores, condições de acesso igualitário a informações relevantes e lisura no sistema de negociação são atributos essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais. Por afetarem esses pressupostos de regular funcionamento do mercado, são condenáveis condutas como o uso de informação privilegiada para obtenção de vantagens indevidas e práticas fraudulentas de manipulação do mercado, seja para alterar artificialmente os preços dos ativos nele negociados, seja para simular movimentos de demanda e oferta de valores mobiliários.

Desde 2001, seguindo a tendência de mercados relevantes mundo afora, a repressão ao uso de informação privilegiada (*insider trading*) e à manipulação de mercado ganhou reforço no sistema jurídico brasileiro com a criminalização de tais condutas, já consideradas ilícitos administrativos desde 1976. Tais condutas passaram a se submeter a uma duplicidade de esferas punitivas (criminal e administrativa), com o que se pretende sinalizar a sua alta reprovabilidade. Esta escolha origina uma série de desafios para a eficiência e a justiça do sistema de proteção do mercado de capitais.

Em primeiro lugar, pode-se questionar a própria constitucionalidade – e a convencionalidade – dessa opção legislativa diante do princípio do *ne bis in idem*¹. Embora tradicionalmente se considerasse que esse princípio impediria apenas a existência de mais de um processo ou mais de uma sanção *penal* pelo mesmo fato, mais recentemente tem-se visto uma tendência de ampliação da incidência do princípio, que vedaria, igualmente, a possibilidade de aplicação de sanções penal e administrativa pelo mesmo fato – ao menos quando a sanção administrativa fosse identificada como *materialmente penal*².

Ainda prevalece, contudo – embora cada vez mais colocado em xeque –, o dogma da independência das instâncias, que tem como um dos seus corolários a possibilidade de múltiplo sancionamento, em esferas diferentes, da mesma conduta³. Enquanto não ocorrer uma alteração legislativa ou uma virada jurisprudencial no Brasil, conviver-se-á com a possibilidade de a mesma conduta contra o mercado de capitais ser punida como infração administrativa e como crime.

¹ Apesar de não previsto expressamente na Constituição brasileira, tal princípio pode ser extraído, implicitamente, de outros princípios, como os da proporcionalidade, da segurança jurídica e da garantia da coisa julgada. Além disso, tendo sido incorporado em convenções internacionais ratificadas pelo Brasil, como a Convenção Americana de Direitos Humanos (art. 8.4), possui *status* supralegal.

² Esse tem sido o entendimento adotado, notadamente no que diz respeito a ilícitos contra o mercado de capitais, tanto pelo Tribunal Europeu de Direitos Humanos – *v.g.*, no caso *Grande Stevens et autre c. Italie* (Tribunal Europeu de Direitos Humanos, 2014), como pelo Tribunal de Justiça da União Europeia – entre outros, no caso *Garlsson Real Estate* (Tribunal de Justiça da União Europeia, 2018).

³ Um primeiro precedente relevante em que se questiona (conquanto de forma meramente tangencial) a possibilidade de múltiplo sancionamento foi, no Supremo Tribunal Federal (STF), a Rcl. 41557, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, j. 15/12/2020.

Aceita essa premissa, impõe-se o desafio de interpretar como se dá a interação entre a esfera administrativa e a penal. Essa interação pode ser examinada sob dois prismas: um material e um processual.

Sob o prisma material, está-se diante daquilo que a doutrina denomina *accessoriedade administrativa* do direito penal (Tiedemann, 2010, p. 1). Trata-se, em síntese, do fenômeno caracterizado pela construção dos tipos penais com a utilização de referências a institutos do direito administrativo. Como será tratado adiante, essa relação de *accessoriedade* pode se manifestar como dependência de conceitos, atos gerais ou atos concretos administrativos.

Do ponto de vista processual, trata-se de saber se e em que medida as decisões proferidas em processos sancionadores administrativos vinculam a esfera penal⁴.

O objetivo deste artigo é examinar a interação entre as esferas administrativa e penal sob os aspectos material e procedimental. Passados 24 anos da criminalização do *insider trading* e da manipulação de mercado, o estudo granular de decisões divergentes tem o potencial de identificar como tem ocorrido a relação entre as esferas.

São duas as perguntas de pesquisa que se pretende responder. A primeira, focada sob o aspecto material, questiona se divergências constatadas entre as decisões proferidas nas esferas penal e administrativa permitem afirmar a existência de *accessoriedade* dos tipos penais ao direito do mercado de capitais. A segunda, preocupada com o aspecto processual, examina se as decisões proferidas na esfera penal são mencionadas e, em caso positivo, se são levadas em conta na via administrativa – e vice-versa.

Para responder às perguntas, foram levantados casos com dupla persecução e isolados aqueles que apresentaram julgamentos contrapostos. Com a análise das razões da divergência, retorna-se às bases teóricas da *accessoriedade* e da interdependência entre as instâncias para verificar o seu potencial explicativo para o posicionamento divergente.

A conclusão da pesquisa é a de que, do ponto de vista da *accessoriedade* administrativa, há um reconhecimento, por parte dos magistrados criminais, da necessidade de compreensão dos institutos do mercado de capitais para a delimitação do alcance dos tipos penais. Já do ponto de vista processual, nos julgados em que foram encontradas divergências entre as esferas penal e administrativa, há uma carência de diálogo entre os órgãos decisórios, ainda embasados no dogma da

⁴ Note-se aqui a diferença da vinculação processual para a *accessoriedade* ao ato administrativo individual: naquela, o parâmetro de referência é a decisão administrativa, no processo sancionador, sobre a prática de um ilícito administrativo; nesta, o parâmetro é um ato administrativo (que pode ter conteúdo decisório), exarado fora de um processo sancionador, cuja ocorrência é expressamente referida pelo tipo penal como elemento necessário de sua realização.

independência das instâncias.

O percurso da exposição será o seguinte: após esta introdução, o texto expõe a teoria da acessoriedade para compreender as interfaces entre as esferas penal e administrativa nos crimes contra o mercado de capitais, seguida de exposição das normas que tipificam as condutas ilícitas em ambas as esferas. Na sequência o artigo apresenta a metodologia para seleção e definição dos casos que apresentaram resultados divergentes, com posterior análise dos julgados e seus fundamentos para condenação ou absolvição dos acusados. Por fim, faz-se a contraposição entre os achados da pesquisa empírica e os fundamentos teóricos. Ao final, é apresentada a conclusão.

1 INTERAÇÃO ENTRE AS ESFERAS

Nesta seção serão discutidos a acessoriedade administrativa e os efeitos das decisões administrativas sobre as penais.

1.1 ACESSORIEDADE ADMINISTRATIVA (ASPECTO MATERIAL)

Não é incomum no direito brasileiro a existência de tipos penais que comportam persecução nas esferas criminal e administrativa. Os exemplos são variados, como ilícitos ambientais, de trânsito, financeiros, tributários, entre tantos outros. O cenário reflete uma aproximação tamanha entre o direito penal e o administrativo que os tipos penais costumam se valer de remissões às normas administrativas, em maior ou menor grau.

É inegável a construção de certos tipos penais com base na regulação administrativa. Por esse motivo, ao discutir a relação da regulação com crimes ambientais, a doutrina alemã⁵ passou a falar na “acessoriedade administrativa” dos tipos penais.

O conceito foi trazido, ao Brasil, inicialmente por Greco (2006), sendo seguido por outros autores como Costa (2010) e Lobato (2010), também no âmbito de delitos ambientais, mas cujas considerações são extensíveis aos demais tipos penais que se valem de remissões a normas regulatórias. Hoje, o instituto já se encontra consolidado na literatura nacional, sendo utilizado com frequência na doutrina penal⁶.

A acessoriedade pode ser dividida em três categorias⁷: a) *acessoriedade conceitual*, em que

⁵ Vide, como exemplo, Heine (1993).

⁶ Vide, como exemplo, Naves (2019) e Silveira (2019).

⁷ Destaca-se, como bem aponta Naves (2019), que as nomenclaturas da acessoriedade administrativa (por vezes denominada “assessoriedade”) e de suas categorias costumam variar entre os autores, sem que, contudo, o conteúdo do instituto apresente diferenças significativas.

a lei penal se vale de conceitos previamente empregados no direito administrativo; b) *accessoriedade ao ato administrativo geral*, que consiste na norma penal em branco, em que o conteúdo do injusto penal é complementado por normas administrativas (regulamentos); e, por fim, c) *accessoriedade ao ato administrativo individual*, quando o tipo penal faz menção a atos administrativos e licenças, exigindo-se a violação de um ato administrativo específico.

1.2 EFEITOS DAS DECISÕES ADMINISTRATIVAS SOBRE AS PENAS (ASPECTO PROCESSUAL)

As espécies de *accessoriedade*, apesar de muito utilizadas na doutrina, são focadas na tipicidade do delito, havendo outros fatores que elevam a complexidade da interação entre as esferas administrativa e penal. O instituto pouco auxilia, sobretudo, a se compreender a potencial dinâmica entre as decisões proferidas em cada instância, diante do paradigma da independência das esferas, há muito estabelecido pelo STF⁸.

A fim de alcançar outras nuances da interação entre as esferas no julgamento dos ilícitos de mercado, conforme sugerido por Cavali (2018), entende-se que o peso das decisões administrativas sobre as penas pode ser examinado por meio de três grandes questões: eminentemente fáticas, eminentemente jurídicas e eminentemente técnicas.

Tais categorias, embora marcadas “por certa artificialidade”⁹ (Cavali, 2018, p. 354), mostram-se úteis para compreender nuances da interação entre as esferas penal e administrativa, ainda que as diferenças entre elas possam ser tênues nos casos concretos, como se verá na análise a seguir. Por esse motivo, adota-se o termo *eminente*, para enfatizar que o ponto de maior destaque entre elas seria fático, jurídico ou técnico.

As questões eminentemente fáticas são relacionadas aos “fatos brutos”, ou seja, os “aspectos da realidade fenomênica diretamente apreensíveis pelos sentidos e passíveis de comprovação” (Cavali, 2018, p. 354). As questões eminentemente jurídicas, por sua vez, são aquelas que dependem de métodos interpretativos tipicamente jurídicos, ou seja, utilizam-se de linguagem jurídica comum (Cavali, 2018, p. 356) – em que se enquadram, por exemplo, os aspectos relacionados à *accessoriedade*

⁸ Os precedentes do STF que refletem a independência das esferas remetem à década de 1960, perdurando até os dias atuais. *Vide*, por todos, RE 50886/SP, Relator(a): Min. Luiz Gallotti, Primeira Turma, julgado em 29/08/1963; e RE 1169564/SP, Relator(a): Min. Nunes Marques, Segunda Turma, j. em 24/02/2021.

⁹ A “artificialidade” apontada é baseada em duas premissas: a) a interpretação das normas apartada da realidade fática não é admitida pela moderna teoria hermenêutica; e b) a diferença entre questões técnicas e jurídicas depende da análise de sua predominância, pois qualquer controvérsia sobre a legislação do mercado de capitais será também de natureza jurídica (Cavali, 2018, p. 354).

administrativa dos tipos penais. Por fim, as questões eminentemente técnicas são as estritamente relacionadas ao conhecimento especializado dos reguladores (no caso, do mercado de capitais), cuja complexidade demanda uma análise por profissionais com *expertise* no assunto.

Em nenhum desses casos haverá uma subordinação da esfera criminal às conclusões alcançadas na seara administrativa – ainda que, em determinadas situações, a decisão penal possa ser vinculante ao processo administrativo^{10, 11}. Especialmente no que toca às questões jurídicas e técnicas, o debate ainda se faz presente entre os que sustentam uma independência maior do Judiciário nessas análises (embora não uma ausência de diálogo)¹² e os que enxergam, em delitos que comportam certo grau de remissão a normas administrativas, uma subordinação completa dos julgadores criminais a entendimentos de ordem administrativa¹³.

Posto isso, resta compreender como tais ferramentas doutrinárias se comportam na análise prática de casos envolvendo ilícitos do mercado de capitais julgados tanto na via administrativa quanto na judicial, visando entender se tais instrumentos ajudam a compreender as singularidades na persecução dessas condutas.

2 CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS E ILÍCITOS DO MERCADO SECUNDÁRIO

Para fortalecer a proteção dos investidores no mercado de capitais brasileiro e garantir a lisura e a credibilidade nas negociações do mercado secundário, houve, em 2001, importante reforma nas Leis 6.385/1976 e 6.404/1976. Com a edição da Lei 10.303/2001, entre as novidades legislativas, foram criminalizadas as condutas de uso de informação privilegiada e de manipulação do mercado, mediante a inclusão dos art. 27-C e 27-D na Lei 6.385/1976. Tais práticas ilícitas já eram proibidas, mas com consequências punitivas apenas na esfera administrativa, a partir da entidade sancionadora – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

¹⁰ Há muito o STF assentou o entendimento de que, quando reconhecida a inexistência material de fatos ou de negativa de autoria, as decisões penais possuem efeitos vinculantes à esfera administrativa. Por todos, *vide* STF, MS 21708/DF, Relator: Min. Marco Aurélio, Relator p/ Acórdão: Min. Maurício Corrêa, Tribunal Pleno, j. em 09/11/2000; e STF, RE 1272316 ED-AgR, Relator: Min. Dias Toffoli, Primeira Turma, j. em 21/12/2020.

¹¹ Além disso, o recente art. 21, § 4º, da Lei 8.429/1992 expandiu esse entendimento ao apontar que a absolvição criminal em ação que discuta os mesmos fatos, confirmada por decisão colegiada, impede o trâmite da ação de improbidade administrativa, comunicando-se todos os fundamentos de absolvição previstos no art. 386, do CPP.

¹² Nesse sentido, *vide*, por todos, Cavali (2018).

¹³ *Vide* Silveira (2019).

2.1 INSIDER TRADING: ILÍCITO PENAL E ADMINISTRATIVO

Na redação original de 2001, no art. 27-D, foi criminalizado o *insider trading*, com a criação de um crime próprio, que somente poderia ser cometido pelos detentores do dever de sigilo em relação a informações relevantes. Estabeleceu-se pena de reclusão de um a cinco anos e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita, obtida com a prática criminosa.

Com a reforma pela Lei 13.506/2017, a norma penal foi ampliada para abarcar todos que se utilizassem de informação privilegiada, passando o art. 27-D a prever um crime comum. Houve ainda criminalização da conduta de repasse de informação sigilosa por pessoa que tenha tido acesso a ela por posição profissional, com pena aumentada em 1/3 se também houver usado a informação relevante quando deveria manter sigilo (art. 27-D, §§ 1º e 2º, da Lei 6.385/1976).

Apesar de a criminalização ter ocorrido em 2001, desde 1976 já era proibido aos administradores de companhias abertas valer-se de informação privilegiada para obter vantagem, com a vedação prevista no art. 155 da Lei 6.404/1976¹⁴ (LSA ou Lei das S.A). Essa norma era complementada pela regulamentação administrativa da CVM, que determinava que ninguém (e não apenas os administradores) poderia negociar em razão de informação ainda não divulgada ao mercado, pela vedação de práticas não equitativas, nos termos da Instrução CVM 31/1984. Na mesma reforma de 2001 em que houve a criminalização, foi incluído o § 4º no art. 155 da Lei 6.404/1976, reforçando em lei que a proibição de *insider trading* se aplicava a qualquer pessoa que tivesse acesso a informações relevantes ainda não divulgadas¹⁵.

Na esfera administrativa, é relevante fazer menção à Instrução CVM 358/2002, com regras que estabeleceram presunções relativas para os casos de *insider trading*. Esse normativo foi revogado pela Resolução CVM 44/2022, na qual se recoloca com mais clareza tais presunções, organizando-as em presunção de uso, presunção de acesso e presunção de conhecimento, para pessoas que tenham ligações profissionais com a fonte da informação, chamadas de *insiders* primários.

De toda forma, nota-se que os elementos do tipo penal e do tipo administrativo em vigor são muito próximos, tal qual se pode observar no Quadro 1, comparativo:

¹⁴ Sobre o desenvolvimento da vedação ao uso de informação privilegiada no Brasil, bem como para dados sobre a efetividade do regime jurídico, vide Lucchesi (2011), Prado, Cavali, Rachman e Vilela (2020), Proença (2005) e Santos, Osório e Wellisch (2012).

¹⁵ Sobre a atuação do Ministério Público Federal (MPF) no combate ao *insider trading*, vide Santos (2025).

Quadro 1 – Comparação dos elementos constitutivos dos tipos administrativo e penal de *insider trading*

Tipo Administrativo	Tipo Penal
I. Informação relevante, ainda não divulgada. II. Acesso a tal informação. III. Utilização da informação em negociação de valores mobiliários. IV. Finalidade de auferir vantagem, para si ou terceiros.	a) Utilização da informação, mediante negociação de valores mobiliários, em nome próprio ou de terceiros. b) Informação ainda não divulgada ao mercado. c) Informação relevante, capaz de propiciar vantagem indevida, para si ou para outrem.

Fonte: autoria própria.

Essa proximidade nos textos normativos faz com que se reconheça, nos elementos objetivos do tipo penal, aspectos de acessoriedade administrativa, ao tratar de: a) “valores mobiliários”, cuja definição exige remissão ao art. 2º, da Lei 6.385/1976, como exemplo de acessoriedade administrativa conceitual; b) “informação relevante, ainda não divulgada”, que exige remissão à atual Resolução CVM 44/2021¹⁶, em especial seu art. 2º, para a compreensão do conteúdo do injusto, tratando-se de acessoriedade administrativa conceitual; e c) “dever de sigilo”, definido no art. 8º, da Resolução CVM 44/2021, como outro exemplo de acessoriedade administrativa ao ato administrativo conceitual.

2.2 MANIPULAÇÃO DE MERCADO: ILÍCITO PENAL E ADMINISTRATIVO

Em 2001, a criminalização da manipulação de mercado ocorreu com a inclusão do art. 27-C, cuja redação foi alterada pela Lei 13.506/2017.

Na origem da disciplina jurídica, o combate aos ilícitos de mercado secundário, na via administrativa, foi mencionado como finalidade no exercício das atribuições legais do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (Bacen), pela Lei 4.728/1965, no art. 2º, incisos III e IV, que posteriormente foram enumeradas como as práticas ilícitas na Resolução Bacen 39/1966, art. 93.

Com a criação da CVM pela Lei 6.385/1976, foi alocada para a nova autarquia competência regulatória que antes era do Bacen, e especificou-se que o CMN e a CVM devem exercer suas atribuições para evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado (art. 4º, V), bem como deu-se competência à CVM para definir a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; e de operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores (art. 18, II, d).

Entre os primeiros normativos da CVM, foi editada a Instrução CVM 08/1979 para

¹⁶ Para análise do impacto da Resolução CVM 44 no crime de *insider trading*, vide Velludo Salvador Netto, Villa Mello e Bertolino (2022).

conceituar as práticas ilícitas mencionadas no referido art. 18, II, d), da Lei 6.385/1976. Na Nota Explicativa 14/1979 (Brasil, 1979b) foi declarado que:

A vista dessa última opção - substituir ou estender os conceitos até agora em vigor - entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução no 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários.

A Instrução CVM 08/1979 (Brasil, 1979a) adotou os seguintes conceitos:

- a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários: aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;
- b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários: utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda;
- c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários: aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;
- d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários: aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Esse mesmo conteúdo normativo foi repetido na Resolução CVM 62/2022, atualmente em vigor.

Nota-se que a norma penal de manipulação de mercado, diferentemente do crime de *insider trading*, tem conteúdo (parcialmente) diverso do fixado na regra administrativa. A redação do art. 27-C da Lei 6.385/1976 mesclou aspectos dos diversos ilícitos administrativos voltados a punir atos de manipulação, com destaque aos ilícitos de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço e de manipulação de preços.

Confira-se a análise de seus elementos constitutivos no Quadro 2:

Quadro 2 – Comparação dos elementos constitutivos dos tipos administrativo e penal de manipulação

Tipo Administrativo	Tipo Penal
Condições artificiais de demanda, oferta ou preço	a) Realizar operações simuladas ou manobras fraudulentas. b) Idoneidade para afetar o processo de formação de um valor mobiliário. c) Finalidade de elevar, manter ou baixar a cotação, preço ou volume negociado de um valor mobiliário. d) Finalidade de obter vantagem indevida ou lucro, ou causar danos a terceiros.
I. Realização de negócios artificiais. II. Provocação de alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários. III. Dolo de gerar essas alterações.	
Manipulação de preços	
I. Utilização de processo ou artifício. II. Voltados a promover cotações falsas ou enganosas. III. Induzir terceiros a negociar valores mobiliários com as cotações artificialmente produzidas. IV. Dolo específico de alterar as cotações de um valor mobiliário e negociar com base nelas.	

Fonte: autoria própria.

Observadas as similaridades entre as redações, nota-se, como destacado em Cavali (2018), que o tipo penal do art. 27-C somente possui aspectos de acessoriedade administrativa conceitual. Ela é expressa somente no tocante ao elemento dos “valores mobiliários”, tal qual exposto acima quanto ao delito de *insider trading*.

Para além da acessoriedade, outra questão também merece destaque na análise desse tipo penal: a existência de um emaranhamento linguístico entre a redação das normas penais e administrativas a ponto de, logicamente, mostrar-se impossível que uma conduta se enquadre no tipo penal sem que incida em ao menos um dos ilícitos de mercado da Resolução CVM 62/2022.

3 CASOS COM JULGAMENTOS DIVERGENTES NAS ESFERAS PENAL E ADMINISTRATIVA

Nesta seção será apresentada a metodologia do estudo e discutidos os casos específicos.

3.1 METODOLOGIA

Para identificar os processos envolvendo crimes contra o mercado de capitais e com resultados divergentes nas esferas penal e administrativa, utilizou-se de levantamento em pesquisa concluída no âmbito do programa de iniciação científica da Fundação Getúlio Vargas/SP (Borba, 2023)¹⁷. A referida pesquisa levantou os casos já sentenciados referentes a todos os crimes da Lei 6.385/1976, inclusive aquele previsto no art. 27-E. Naquela pesquisa, os casos foram identificados a

¹⁷ A pesquisa localizou um total de 21 processos-crime já sentenciados referentes aos crimes contra o mercado de capitais, assim como 19 processos administrativos sancionadores na CVM correspondentes aos mesmos fatos narrados na ação penal, de modo que, *em dois casos*, concluiu-se que não houve persecução na via administrativa. Para mais informações sobre a metodologia para a identificação desses casos, *vide* Borba (2023).

partir de buscas com palavras-chave nos sítios eletrônicos de tribunais competentes para julgar crimes contra o mercado de capitais (Supremo Tribunal Federal, Superior Tribunal de Justiça e tribunais regionais federais), assim como em veículos de imprensa e sítio eletrônicos que oferecem bancos de dados jurisprudenciais acerca de processos penais em trâmite, tomando como marco temporal a data de 13/06/2021.

No levantamento, as decisões foram separadas em três grupos:

- a) convergentes, com decisões condenatórias ou absolutórias em ambas as esferas; b) divergentes, onde foi encontrada alguma linha de divergência entre as decisões; e c) análise prejudicada, o que ocorreu por questões como a não ocorrência de [Processo Administrativo Sancionador] PAS correspondente à ação penal, celebração de acordos de suspensão condicional do processo ou termo de compromisso no PAS, desclassificação ou extinção da pretensão punitiva (Borba, 2023, p. 26).

Tal metodologia foi replicada no presente texto, estendendo-se o marco temporal utilizado para até 31/12/2024, para atualização da pesquisa. Para as finalidades deste artigo, foram analisados apenas os processos relacionados aos ilícitos de *insider trading* e manipulação de mercado. Como resultado, foram identificados os seguintes casos contendo resultados divergentes em cada esfera, reproduzidos no Quadro 3:

Quadro 3 – Casos com decisões divergentes nas esferas penal e administrativa

Caso	Tipo penal (Lei 6.385/1976)	Processo Penal	PAS
OSX	27-C e 27-D	Condenação	Ilícito não imputado
Mundial ¹⁸	27-C	Condenação	Absolvição
OGX Petróleo	27-C	Condenação	Absolvição
Brasil Ecodiesel	27-D	Absolvição	Condenação
Corretora Novinvest	27-C	Absolvição	Condenação
Brasil Brokers	27-D	Absolvição	Condenação

Fonte: autoria própria.

Diante desses resultados, o presente artigo procura chamar atenção para ponto ainda não debatido acerca dos casos de divergência: o que levou as esferas de julgamento administrativa e criminal a decidirem de maneira diversa? Foram questões fáticas, jurídicas (na qual se inclui o exame da acessoriedade administrativa) ou técnicas? Ou se trata de ponto ainda não identificado? Houve remissão em uma esfera à decisão na outra?

Para enfrentar esses pontos, foram estabelecidas três perguntas fundamentais para o exame dos casos de acordo com os objetivos da pesquisa:

- a) houve divergência conceitual entre as esferas, sobre os elementos dos tipos penais e administrativos?

¹⁸ Referente ao processo-crime de autos nº 5021321-43.2013.4.04.7100/RS.

- b) houve menção à forma de vinculação entre as esferas, em especial à independência das instâncias?
c) os fundamentos da decisão proferida na outra esfera foram considerados pelo julgador?

A seguir os casos de divergência identificados serão individualmente analisados, para resposta a essas perguntas.

3.2 CASO OSX

O caso trata do PAS/CVM nº RJ2013/13172 e do processo-crime de autos nº 0042650-05.2014.4.02.5101, ambos movidos contra o acionista controlador da OSX Construção Naval S.A.

Em breve síntese, foi-lhe imputada a utilização de informação privilegiada sobre o novo plano de negócios da companhia – que estabeleceu uma significativa redução de investimentos – antes de sua divulgação, mediante alienação de cerca de nove milhões de ações da OSX. Após a revelação do fato relevante, a cotação caiu de R\$ 3,40 para R\$ 2,34, tendo o acusado, alegadamente, evitado prejuízo de R\$ 10.506.614,00.

Tanto no PAS da CVM quanto no processo criminal, o acionista foi acusado de *insider trading*, de ter se utilizado de informação relevante ainda não divulgada, para evitar prejuízos financeiros.

No âmbito do processo penal, contudo, o MPF entendeu que o acusado, além de praticar *insider trading*, também cometeu o crime de manipulação de mercado. O *Parquet* alegou que o acusado se valeu de sua posição de acionista controlador para omitir, no fato relevante de 17/05/2013, a divulgação da informação de redução dos investimentos da companhia no novo plano de negócios. Ainda, o acusado teria continuado a divulgar informações otimistas sobre a empresa em suas redes sociais, para atrair investidores, enquanto pessoalmente se desfazia de suas ações.

Na análise dos mesmos fatos, mas com imputações diferentes, as decisões nas esferas administrativa e criminal foram diversas (Quadro 4):

Quadro 4 – Caso OSX Construção Naval S.A.

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal
Acusação	Art. 155, § 1º, da LSA e art. 13, da Instrução CVM 358/2002.	Arts. 27-C e 27-D, da Lei 6.385/1976.
Decisão	Condenação: <i>insider trading</i> .	Condenação: <i>insider trading</i> e manipulação de mercado.
Fundamentos	<p>I. Informações divulgadas pela OSX eram relevantes, com evidente impacto negativo sobre seus resultados futuros.</p> <p>II. O enquadramento ao <i>free float</i> não afasta a proibição de negociação em posse de informação privilegiada.</p> <p>III. O <i>insider trading</i> independe de eventual lucro na negociação.</p> <p>IV. O acusado poderia ter solicitado a divulgação de fato relevante, não havendo que se falar em inexigibilidade de conduta diversa.</p>	<p><i>Insider trading</i></p> <p>I. Acusado confessou ter conhecimento da informação relevante antes das negociações e de sua divulgação.</p> <p>II. A decisão de alterar o plano de negócios é informação relevante, pois previa significativa redução de investimentos.</p> <p>III. Quanto ao enquadramento ao <i>free float</i>, o acusado deveria ter consultado a CVM sobre a possibilidade de alienar papéis na pendência de fato relevante.</p> <p>IV. O <i>insider trading</i> é crime formal e, portanto, independe de lucros.</p> <p>Manipulação de mercado</p> <p>I. Houve omissão na divulgação de fato relevante e exposição de falsos prognósticos positivos da companhia.</p> <p>II. Condutas se amoldam à elementar “manobra fraudulenta”.</p>

Fonte: autoria própria.

A divergência no presente caso se revela já no momento das imputações: enquanto em ambas as esferas se imputou o ilícito de *insider trading*, apenas o MPF ofereceu denúncia por manipulação de mercado. Por consequência, o acionista foi condenado por *insider trading* em ambas as esferas; já por manipulação de mercado, foi condenado somente no âmbito criminal.

Quanto ao delito de uso indevido de informação privilegiada, a sentença se valeu do art. 2º da então vigente Instrução CVM 358/2002 para estabelecer um conceito de “informação relevante”¹⁹. A decisão do Colegiado da CVM e o Termo de Acusação foram citados como provas da materialidade, mas sem destacar os fundamentos da decisão.

Para a manipulação de mercado, imputada apenas na esfera criminal, o juízo destacou o art. 3º, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 358/2002 ao apontar o dever de informar do diretor de relações com investidores, assim como o art. 157, § 4º, da LSA. A não imputação do ilícito na esfera administrativa não foi mencionada na sentença, mas provas colhidas pela CVM foram mencionadas para fixar a materialidade. Ademais, não foi tratada a forma de vinculação entre as esferas administrativa e

¹⁹ Assim dispôs a sentença: “A expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco, e por isso depende de complementação [...]. Por sua vez, a Resolução CVM nº 358/02, em seu artigo 2º preceitua [...] informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado [...]”.

criminal.

Portanto, conclui-se que, na interpretação dos mesmos fatos, houve divergência a respeito de *questões jurídicas*, pois se discordou, desde o início, da subsunção das condutas do acusado ao ilícito de manipulação de mercado. Mas não houve, por parte do MPF, qualquer menção ao fato de que a conduta não foi imputada administrativamente, tampouco uma justificativa para tomar posição divergente em relação à decisão da CVM.

3.3 CASO OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.

O caso trata de acusação de manipulação de mercado, contra executivos da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. no âmbito do PAS/CVM nº RJ2014/6517 e do processo criminal de autos nº 0042651-87.2014.4.02.5101/RJ.

Aponta-se que esses executivos teriam divulgado, em quatro ocasiões, informações excessivamente otimistas acerca de futuros negócios da empresa, já sabendo de sua inviabilidade, com o fim de manipular o mercado. Além disso, divulgadas as informações, alguns deles teriam alienado ações da companhia, garantindo lucros pessoais.

As informações seriam referentes à produção de barris de petróleo em certas plataformas, em que a “estimativa de volume de óleo recuperável” foi dada como certa, não obstante o projeto estar em fase pré-operacional. Contudo, a exploração se revelou economicamente inviável, culminando no pedido de recuperação judicial da companhia.

As decisões em cada esfera, como exposto no Quadro 5, foram divergentes:

Quadro 5 – Caso OGX Petróleo e Gás Participações S.A.

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal
Acusação	Inciso II, b, da Instrução CVM 08/1979, e art. 153, da Lei 6.404/1976 c/c art. 14 da Instrução CVM 480/2009.	Art. 27-C, da Lei 6.385/1976 (por quatro vezes).
Decisão	Absoluções e Condenações	Condenação
Fundamentos	<p>I. Absoluções das acusações de manipulação de mercado:</p> <p>a. informações de possíveis reservas de petróleo, em fase pré-operacional, constituem fato relevante, podendo ser divulgadas sem a certeza da viabilidade do projeto;</p> <p>b. o fato relevante refletia os riscos e o que era de conhecimento da companhia à época;</p> <p>c. oscilação nos preços das ações não foi além da esperada após a divulgação do fato relevante;</p> <p>d. apesar de comentários otimistas, não ficou demonstrado ardil ou intenção de manipular o mercado.</p> <p>II. Condenações por divulgação de fato relevante com omissão material: revelação tardia e omissa da impossibilidade de exploração.</p>	<p>I. A informação de possíveis reservas de petróleo, ainda que constituísse fato relevante, não foi acompanhada de dados verdadeiros.</p> <p>II. Companhia foi propositadamente omissa na divulgação dos riscos e incertezas das informações.</p> <p>III. Executivos já sabiam da inviabilidade da exploração das áreas, conforme relatórios de auditoria omitidos.</p> <p>IV. Oscilação nos preços das ações foi elevada após a divulgação dos fatos relevantes.</p>

Fonte: autoria própria.

Como visto, o caso revela resultados e interpretações frontalmente opostas entre ambas as esferas acerca da prática de manipulação de mercados por executivos da OGX.

No âmbito do PAS/CVM decidiu-se que não estaria provado um ardil ou intenção, por parte dos executivos, de manipular o mercado, que a divulgação do fato relevante, em momento pré-operacional, era devida e que as provas dos autos *não indicavam* que a companhia já sabia da inviabilidade da exploração das áreas. Já no processo criminal posterior, à luz de um acervo probatório diverso, entendeu-se que os executivos da OGX, antes da divulgação dos fatos relevantes, já haviam sido informados das incertezas na exploração das áreas, de modo que seus comentários “otimistas” e as informações divulgadas foram interpretadas como se buscassem induzir investidores a erro ao omitirem os reais riscos dos negócios.

A sentença não apresentou divergência conceitual quanto aos elementos dos tipos penal e administrativo, mas citou as Instruções CVM 358/2002 e 480/2009 e o art. 157, § 4º, da Lei das S.A. para apontar quais informações deveriam ser divulgadas. Quanto à vinculação entre as esferas, o juízo destacou que a decisão da CVM “não enfrentou/analisa as questões sob o aspecto criminal, que exige conhecimento profundo que vai muito além de um exame sob aspecto de infração administrativa”, ressaltando a independência entre as esferas.

Os fundamentos da decisão administrativa foram atacados pela sentença, em especial a interpretação do Colegiado, de que as informações divulgadas pela companhia seriam apenas “otimistas”, enquanto a magistrada entendeu se tratar de verdadeiro “ardil”²⁰.

Dessa forma, as divergências observadas se referem, especialmente, a *questões fáticas*, diante do diferente acervo probatório que instruiu cada caso, além de diferente interpretação sobre a extensão dos alertas de riscos a serem inseridos nos fatos relevantes divulgados, o que levou a resultados diversos em cada âmbito.

3.4 CASO MUNDIAL

O caso trata de uma acusação de manipulação de mercado e *insider trading* contra alguns agentes autônomos de investimentos, entre eles R. F., e M. C., diretor de relações com investidores da Mundial S.A. Para fins didáticos, cada acusação será, na sequência, discutida em apartado.

3.4.1 Caso Mundial – *insider trading*

A acusação de *insider trading*, no PAS nº RJ2012/11002, voltou-se apenas contra o agente autônomo R. F., enquanto a M. C. foi imputada a violação ao seu dever de sigilo, pois este teria repassado àquele informações privilegiadas da Mundial S.A., para que fossem utilizadas na negociação de valores mobiliários.

Na esfera criminal, por sua vez, tanto R. F. quanto M. C. foram acusados do crime do art. 27-D, da Lei 6.385/1976. O caso foi analisado nos autos nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, com subsequente apelação perante o Tribunal Regional Federal da 4ª Região (TRF4).

Os resultados alcançados quanto ao tipo de *insider trading*, após reforma da sentença pelo TRF4, mantiveram-se convergentes, mas sua observação merece destaque (Quadro 6):

²⁰ Assim dispôs a sentença: “Fato que ficou comprovado nos autos, e salta aos olhos é que, no presente caso, não houve o emprego apenas de estimativas ‘otimistas’, como firmou o Colegiado da CVM [...], mas sim ardil, em detrimento do mercado de capitais, que, lamentavelmente, passou ao largo do ilustre Colegiado. O que vem corroborar o convencimento de que os acusados acreditavam na impunidade de suas condutas, que a fiscalização da CVM deixou de diligenciar em fase administrativa”.

Quadro 6 – Caso Mundial S.A. (*insider trading*)

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal	
		1ª instância	2ª instância
Acusação	Art. 155, § 4º, da Lei 6.404/1976, c.c art. 13, § 1º, da Instrução CVM 358/2002; e art. 155, § 1º, da Lei 6.404/1976, c.c. art. 8º da Instrução CVM 358/2002.	Art. 27-D, da Lei 6.385/1976.	
Decisão	Absolvição	Condenação	Absolvição
Fundamentos	<p><i>Insider trading</i></p> <p>I. Não há provas de que R. F. detinha informações privilegiadas da empresa.</p> <p>II. R. F. especulava deter informações, mas suas previsões não se confirmaram.</p> <p>III. As informações repassadas por M. C. a R. F. não são informações relevantes.</p> <p>IV. As operações de R. F. destoam das vistas em casos de <i>insider trading</i>.</p> <p>Violação do dever de sigilo</p> <p>I. Não comprovado que M. C. repassou a R.F. informações sobre o faturamento e venda de terrenos da Mundial.</p> <p>II. As informações enviadas por M. C. a R. F. são públicas.</p>	<p>I. R. F. e M. C. concorreram para usar informações privilegiadas na negociação de ações da Mundial S.A.</p> <p>II. R. F. demonstrava conhecer informações relevantes ainda não divulgadas.</p> <p>III. M. C. encaminhou a R. F. listas de acionistas e informações sobre vendas de terrenos.</p>	<p>I. Provas são insuficientes para apontar que R. F. detinha informação privilegiada da Mundial S.A.</p> <p>II. As informações enviadas por M. C. a R. F. são genéricas ou de acesso público.</p> <p>III. Não comprovada a proximidade entre M. C. e R. F. para justificar suposto conluio.</p>

Fonte: autoria própria.

As divergências observadas se deram apenas no âmbito do primeiro grau de jurisdição criminal em relação à decisão do Colegiado da CVM, mas revelam pontos interessantes para análise, em especial diante da ordem cronológica das decisões, razão pela qual serão tratadas a seguir.

A sentença penal foi proferida antes da decisão da CVM, de forma que não foram feitas considerações quanto ao decidido no PAS. No entanto, tendo a CVM exercido a prerrogativa do art. 26, § único, da Lei 7.492/1986 e atuado como assistente de acusação, sua influência no processo penal foi considerável, com seguidas menções ao termo de acusação apresentado no PAS e às evidências nele contidas. Além disso, para tratar do elemento “informação relevante”, a sentença fez referência ao art. 2º da Instrução CVM 358/2002, alinhando-se, portanto, ao entendimento na esfera administrativa.

A decisão da CVM, posterior à sentença criminal, apesar de citar o processo penal, não mencionou a fundamentação do juízo para tomar decisão contrária e, assim, absolver os acusados da prática de *insider trading*. Além disso, o Colegiado rejeitou pedido das defesas, de juntada, ao PAS,

de depoimentos colhidos na esfera criminal. Quanto aos conceitos empregados, manteve-se o entendimento consolidado na CVM sobre “informação relevante”, referida no tipo administrativo.

Já os acórdãos proferidos pelo TRF4 em sede de apelação, posteriores à decisão do Colegiado da CVM, no tocante ao *insider trading*, alinharam seu posicionamento ao da autarquia. Os acórdãos: a) citaram os arts. 2º e 8º da Instrução CVM 358/2002 e a decisão da CVM no PAS para tratar dos conceitos de informação relevante e dever de sigilo; b) destacaram a decisão absolutória da CVM; e c) reforçaram a independência entre as esferas penal e administrativa para afastar a tese de ausência de justa causa, ressaltando a relevância probatória do PAS.

Da leitura das decisões, nota-se que as discordâncias, mesmo corrigidas pelo TRF4, motivaram-se por *questões jurídicas*, diante da divergência a respeito do caráter *relevante* das informações repassadas por M. C. a R. F. à luz do tipo penal e da então vigente Instrução CVM 358/2002; e *fáticas*, na interpretação diversa sobre provas contidas em ambas as esferas.

3.4.2 Caso Mundial – manipulação de mercado

Quanto ao ilícito de manipulação de mercado, a acusação apontou que os agentes autônomos implementaram um esquema de *pump and dump* em ações da Mundial S.A. Para tanto, utilizaram sistemas de *high frequency trading* e contas de clientes para adquirir números elevados de ações e, assim, multiplicar o valor de mercado dos papéis, auferindo lucros. O papel de M. C. teria sido disseminar informações positivas em fatos relevantes e garantir a aprovação em assembleia do desdobramento (*split*) das ações, o que permitiu ao grupo negociar um volume ainda mais elevado de ativos.

Na justiça criminal, as imputações foram examinadas em autos apartados, sendo R. F. e M. C. processados nos autos nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, enquanto os demais agentes autônomos foram julgados nos autos nº 5021321-43.2013.4.04.7100/RS. Já na esfera administrativa, todos os réus foram julgados no PAS/CVM nº RJ2012/11002.

Contudo, quanto à manipulação de mercado, o resultado alcançado foi diverso (Quadro 7):

Quadro 7 – Caso Mundial S.A. (manipulação de mercado)

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal	
		1ª instância	2ª instância
Acusação	Incisos II, b, da Instrução CVM 08/1979.	Art. 27-C, da Lei 6.385/1976.	
Decisão	Condenação e Absoluções	Condenações e Absolução	Condenações e Absolução
Fundamentos	Condenação de R. F. I. Alto volume de negócios com ações da empresa, para si e para clientes. II. Disseminação de notícias positivas sobre a empresa e incentivo a clientes. III. Elevação artificial dos papéis, de R\$ 0,64 a R\$ 4,73; finda a atuação, caíram para R\$ 0,70.	Condenação de R. F. I. Alto volume de negócios com ações da empresa, para si e para clientes. II. Disseminação de notícias positivas sobre a empresa e incentivo a clientes. III. Orquestrou o <i>split</i> das ações.	Condenação de R. F. I. Remessa ao 1º grau para proposta de suspensão condicional do processo, negada pelo MPF. II. Retorno dos autos ao TRF4 e confirmação da condenação.
	Absolvição de M. C. I. Não restou provado que M. C. atuou nos atos de manipulação de R. F. II. Registrou apenas uma operação, de baixo valor. III. Fatos relevantes atenderam ao princípio do <i>full disclosure</i> .	Condenação de M. C. I. Atuou próximo a R.F. para os atos de manipulação. II. Ampliou a exposição midiática da empresa. III. Adquiriu ações da companhia à época.	Absolvição de M. C. I. Não há prova de dolo de manipular o mercado. II. <i>Split</i> de ações e exposição midiática já eram planejados. III. Não confirmada a proximidade com R. F. IV. Absolvição na CVM.
	Absolvição dos demais agentes autônomos I. Volume baixo de negócios com papéis da empresa são indicativos da irrelevância para a cotação. II. Ausência de provas de que concorreram para a manipulação.	Absolvição de um e condenação dos demais agentes autônomos I. Comprovação de que concorreram para a manipulação. II. Baixo volume de negócios não afasta a manipulação, pois afetaram a cotação. III. Absolvição de P. M. por falta de provas.	Condenação dos demais agentes autônomos I. Mantidas as condenações dos agentes autônomos. II. Reforma da dosimetria da pena: adequação da pena-base com 1/6 de aumento para cada vetor do art. 59, do CP.

Fonte: autoria própria.

Como se observa, foram alcançados resultados divergentes nas condenações de M. C. em primeiro grau – revertida pelo TRF4 – e dos demais agentes autônomos – mantida pelo TRF4 –, todos absolvidos na esfera administrativa.

A sentença condenatória de M. C. e R. F., proferida antes da conclusão do PAS, valeu-se somente do termo de acusação da CVM para analisar possíveis consequências na esfera administrativa, sem mencionar a relação entre as esferas. Quanto aos elementos do tipo penal, o magistrado mencionou que a Instrução CVM 08/1979 “fornece importante subsídio para a interpretação do tipo penal”.

A decisão do Colegiado da CVM, proferida pouco após a sentença penal, apesar de mencioná-la em mais de uma ocasião, não examinou as razões de decidir do juízo criminal ou fez qualquer consideração acerca da relação entre as esferas.

Os acórdãos do TRF4 quanto à manipulação de mercado de M. C.²¹ e de R. F.²², assim como a sentença, destacaram a Instrução CVM 08/1979 como “valioso subsídio interpretativo para a identificação dos elementos do tipo” penal. Ao se alinharem à posição da autarquia, ambos mencionaram provas e o conteúdo da decisão administrativa, primeiro para confirmar a materialidade do delito e, em seguida, para afastar a responsabilidade de M. C. e confirmar a condenação de R. F. Não houve menção à forma de relação entre as esferas penal e administrativa.

Já a sentença penal condenatória dos demais acusados, proferida após a decisão do Colegiado da CVM, também destacou a Instrução CVM 08/1979 ao tratar dos elementos do tipo penal e decidir pela atipicidade das “práticas não equitativas empregadas sem a finalidade de manipulação de preços”. Ao divergir da decisão da CVM, a sentença destacou a independência entre as esferas, além de *individualmente contraditar os fundamentos da decisão administrativa*²³ e sua interpretação do acervo probatório²⁴, destacando os motivos que levaram o magistrado a uma conclusão diversa.

Em segundo grau, o TRF4 deu parcial provimento aos apelos dos acusados, somente para reformar a dosimetria da pena, mas manteve a sentença integralmente no tocante ao mérito. O tribunal não fez considerações sobre a interface entre as esferas penal e administrativa.

Examinados os dados apontados, podem-se atribuir os resultados diversos a dois principais fatores: *a)* no que se refere a *questões fáticas*, houve interpretação diversa das provas do envolvimento de M. C. e dos demais agentes autônomos no esquema de manipulação; e *b)* no que tange a *questões jurídicas*, houve divergência a respeito da caracterização ou não da finalidade típica de “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

3.5 CASO CORRETORA NOVINVEST

Trata-se de processos administrativo (PAS/CVM nº 30/2005) e criminais movidos contra membros das corretoras Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda. (“Novinvest”), Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (“Schahin”) e São Paulo Corretora de Valores S.A.

²¹ Trata-se da apelação de autos nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS.

²² Trata-se da apelação de autos nº 5015871-75.2020.4.04.7100/RS.

²³ Assim apontou a sentença: “A despeito da conclusão em sentido diverso alcançada pelos julgadores da CVM, julgo que os elementos trazidos aos autos comprovam de modo suficiente a materialidade do delito de manipulação de mercado, conforme fundamentação acima exposto, à qual me remeto”.

²⁴ *Vide*, como exemplo, a análise na sentença dos argumentos da CVM acerca da acusação contra P. B. C.: “Analisando os elementos de prova carreados a estes autos, estou em discordar das conclusões da autarquia em relação à atuação do acusado e ao ânimo que moveu sua conduta. Com efeito, reputo comprovado que [...] aderiu à conduta de [...] e contribuiu de forma relevante para a manipulação do preço das ações da Mundial S/A”.

(“São Paulo”) pela prática do crime de manipulação de mercado e dos ilícitos de prática não equitativa e operações fraudulentas.

Para fins de contexto legislativo, destaca-se que à época vigia uma Resolução do CMN²⁵ que estabelecia que fundações de previdência privada não poderiam realizar operações *day trade*. Logo, para as fundações, ao final do pregão, restava uma posição fixa de compra ou venda líquida, informada pelos corretores.

Assim, alguns corretores da Schahin, Novinvest e São Paulo teriam passado a oferecer uma espécie de “seguro” aos clientes, em prejuízo de duas fundações de previdência privada. Isso era possível pois, ao final do pregão, havia a “reespecificação” das ordens de compra e venda às fundações sempre que os clientes da corretora enfrentassem prejuízos em operações *day trade*.

Segundo o voto do diretor-relator na CVM, o esquema era assim operado:

- a) os comitentes beneficiários operavam na BM&F (Bovespa futuro) e/ou na Bovespa (opções) no mesmo período e com os mesmos ativos negociados pelas fundações, fechando *day trades* quase sempre lucrativos;
- b) quando as cotações dos ativos subiam e os primeiros negócios executados no dia pela corretora eram de compra, ou quando as cotações caíam e os primeiros negócios eram de venda, o *day trade* era fechado com êxito e nenhum desses negócios era especificado em nome da Fundação Rede Ferroviária Federal (Refer) ou do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC. Caso o mercado não se comportasse dessa forma, os negócios eram especificados para as fundações. Portanto, só havia ordens de negociação especificadas para as fundações quando a estratégia operacional adotada pelos comitentes beneficiários no início do pregão não lhes era favorável, significando que a revenda (no primeiro caso) ou a recompra (no segundo caso) teria que ser feita com prejuízo, impossibilitando que os *day trades* tivessem sucesso. Tal forma de agir justifica o fato de as fundações não atuarem em determinados pregões;
- c) o sucesso do esquema foi possível porque as especificações dos comitentes finais, na BM&F, eram feitas após o final do pregão ou até o final das “janelas” de especificação, a depender da época da realização do negócio, ou, no caso da Bovespa, com a utilização indiscriminada do código de “cliente 0”;
- d) os comitentes beneficiários paravam de operar ou não mais obtinham ajustes do dia positivos com o mesmo grau de sucesso, quando a Refer ou o Zircônio deixavam de atuar.

Na CVM, foram oferecidas acusações contra os corretores (intermediários), seus clientes

²⁵ Art. 61, II, da Resolução CMN 3.121/2003.

beneficiários (comitentes beneficiários) e alguns gestores das fundações que teriam atuado em conluio com o grupo, imputando-lhes os ilícitos de prática não equitativa e de operação fraudulenta. Já no processo-crime, o MPF ofereceu denúncias pelo crime de manipulação de mercado, divididas conforme as corretoras.

Em relação à corretora Novinvest, as decisões em cada esfera alcançaram resultados opostos (Quadro 8):

Quadro 8 – Caso Corretora Novinvest

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal	
		1ª instância	2ª instância
Acusação	Inciso II, c e d, da Instrução CVM 08/1979.	Art. 27-C, da Lei 6.385/1976.	
Decisão	Absolvições e Condenações	Absolvição	Absolvição
Fundamentos	<p>I. Estão preenchidos os requisitos do ilícito de operações fraudulentas:</p> <p>a. processamento regular das ordens era fraudado com a reespecificação entre comitentes (“ardil ou artifício”);</p> <p>b. direcionamento de negócios em detrimento das fundações (“induzir ou manter terceiros em erro”);</p> <p>c. favorecimento dos clientes das corretoras (“finalidade de se obter vantagem ilícita”).</p> <p>II. Reespecificação das ordens favoreceu os clientes beneficiários, constituindo prática não equitativa.</p> <p>III. Resultados para pessoas físicas: (i) 12 condenações por prática não equitativa; (ii) oito condenações por operações fraudulentas; (iii) 11 absolvições.</p>	<p>I. Acusação apenas reproduziu as provas apresentadas no PAS.</p> <p>II. Ausência de provas suficientes da reespecificação das ordens em detrimento das fundações.</p> <p>III. Inexistência de provas de que houve lucros a terceiros ou prejuízo aos fundos.</p>	<p>I. Mantida a sentença absolutória.</p> <p>II. Em relação aos réus absolvidos na CVM, não foram produzidas novas provas em relação ao PAS, para sustentar a condenação.</p> <p>III. Provas produzidas pela CVM não foram corroboradas na esfera criminal.</p>

Fonte: autoria própria.

Como se vê no Quadro 8, na justiça criminal todos os acusados foram absolvidos. Ao divergir da decisão da CVM, a sentença não expôs os fundamentos ou razões de decidir da autarquia, mas apontou a insuficiência de provas para a condenação criminal, a independência entre as esferas penal e administrativa e a insuficiência do PAS como base exclusiva para a condenação.

Após apelação do MPF, o TRF2 manteve a decisão absolutória, entendendo pela ausência de provas suficientes para a condenação. Para os réus já absolvidos pela CVM, o acórdão destacou

que não foram produzidas novas provas para sustentar a condenação. Já no caso dos réus condenados administrativamente, o tribunal entendeu que as conclusões da autarquia não foram corroboradas por provas produzidas no processo criminal, ressaltando a independência das instâncias penal e administrativa.

As divergências verificadas no presente caso, como se vê, deram-se por elementos probatórios – o que permite enquadrá-las como *questões fáticas*. Em síntese, enquanto o Colegiado da CVM entendeu estarem suficientemente provados os elementos que caracterizam os ilícitos administrativos de operações fraudulentas e práticas não equitativas, a justiça criminal concluiu pela ausência de provas suficientes da existência de um esquema fraudulento²⁶.

3.6 CASO BRASIL ECODIESEL

O caso trata de acusações de *insider trading* oferecidas nas esferas administrativa e criminal contra um conselheiro da Brasil Ecodiesel S.A. que, em posse de informação privilegiada sobre uma futura fusão entre a empresa e a Maeda S.A. Agroindustrial (“Maeda”), teria negociado valores mobiliários.

Segundo a acusação, em 30/09/2010, em reunião do Conselho da Brasil Ecodiesel S.A. para a contratação de um novo diretor presidente, o candidato cotado sugeriu a fusão com a Maeda. Pouco após, em 01/10/2010, a Revista Exame publicou uma entrevista com o conselheiro “S. T.” da Brasil Ecodiesel, na qual ele confirmou a escolha do novo diretor presidente e nutriu rumores da possível fusão com a Maeda.

Em 20/10/2010, o conselheiro “M. C.”, também presente na reunião, negociou, em nome de seu filho, ações da Brasil Ecodiesel no valor de R\$ 2.075.472,00. Contudo, a informação sobre a fusão ainda estava pendente de divulgação oficial: apenas em 25/10/2010 a Brasil Ecodiesel emitiu um comunicado para informar do início das negociações e, em 07/12/2010, divulgou fato relevante sobre a aprovação da operação.

Tanto na esfera administrativa quanto na criminal, M. C. foi acusado pela prática de *insider trading*. Os resultados, contudo, foram diversos em cada esfera:

²⁶ Destaca-se que a comparação entre os casos restou prejudicada quanto a alguns dos acusados: a) cinco acusados no âmbito do PAS não foram denunciados pelo MPF nas ações penais subsequentes – dois dos quais foram condenados na esfera administrativa; b) dois acusados no PAS celebraram acordos de suspensão condicional do processo na justiça criminal; e c) um acusado no PAS faleceu antes da conclusão do processo-crime.

Quadro 9 – Caso Brasil Ecodiesel

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal	
		1ª instância	2ª instância
Acusação	Art. 155, § 1º, da LSA e art. 13, da Instrução CVM 358/2002.	Art. 27-D, da Lei 6.385/1976.	
Decisão	Condenação	Absolvição	Absolvição
Fundamentos	<p>I. Divulgação da informação ocorreu em 25/10/2010.</p> <p>II. M. C. negociou em nome do filho.</p> <p>III. Companhia declarou que informou os conselheiros sobre a fusão, antes do fato relevante.</p> <p>IV. Foi a única negociação de ações por M. C. no ano, nas vésperas do fato relevante, em valores expressivos.</p>	<p>I. Divulgação da informação ocorreu em 01/10/2010.</p> <p>II. Publicização da informação era desconhecida pelos gestores da Brasil Ecodiesel.</p> <p>III. Não restou provado que M. C. detinha informações mais amplas da operação.</p> <p>IV. Ser conselheiro não gera a presunção de conhecer a negociação.</p>	<p>I. Manteve, por maioria, a decisão de primeiro grau.</p> <p>II. A publicação de 01/10/2010 era “bastante enfática” quanto à operação.</p>

Fonte: autoria própria.

Como se observa no quadro acima, o Colegiado da CVM decidiu que a divulgação da informação, com seu conhecimento generalizado, deu-se somente com o comunicado ao mercado; portanto, posteriormente às operações realizadas por M. C., o que enquadraria sua conduta no ilícito de *insider trading*. Além disso, o Colegiado condenou o conselheiro S. T. por violação ao dever de sigilo previsto no art. 155, § 1º, da LSA e no art. 8º da Instrução CVM 358/2002.

O juízo criminal, por outro lado, entendeu que a informação sobre a fusão já havia sido divulgada quando realizada a entrevista do conselheiro S. T. pela Revista Exame, de modo que, quando realizadas as operações por M. C., a informação relevante já seria de domínio público, afastando o crime de *insider trading*. Apesar de citar o PAS, a sentença não mencionou seus fundamentos, não tratou da interface entre as esferas penal e administrativa e não se valeu da regulação do mercado para interpretar elementos do tipo penal – mas sem divergir sobre os conceitos empregados.

O entendimento foi mantido pelo TRF3, que confirmou que a informação já era de conhecimento público no momento das operações. O acórdão do TRF3, por sua vez, destacou o conteúdo da decisão da CVM, mas ressaltou que seria mais adequado à esfera penal “considerar que a informação a ser levada em conta era aquela que foi divulgada pela revista”, confirmada meses depois sem maiores modificações.

Portanto, a divergência nas decisões do Colegiado da CVM e no Judiciário se deu na interpretação de *questões fáticas* – mais especificamente, sobre o momento que a informação relevante se tornou pública – para qualificar o elemento “*ainda não divulgada ao mercado*”, presente

tanto no tipo administrativo quanto no penal.

3.7 CASO BRASIL BROKERS

O caso trata de acusações formuladas na CVM (PAS nº RJ2015/13651) e na Justiça Federal do Rio de Janeiro (autos nº 5016494-50.2018.4.02.5101/RJ) contra acionistas controladores da Brasil Brokers, A. S. F e L. S, pela prática de *insider trading* em razão da negociação de ações de emissão da companhia em dias anteriores à divulgação de informações financeiras trimestrais (ITRs). Os controladores teriam recebido prévias dos resultados que seriam incluídas nas ITRs, tendo vendido ações nos dias subsequentes à obtenção das informações.

A. S. F. não auferiu lucro com as vendas, as quais resultariam em um saldo negativo de R\$ 2.336,00 caso as tivesse vendido após a divulgação da ITR. L. S., por sua vez, evitou um prejuízo de R\$ 1.480,00 com a operação.

Nas esferas administrativa e criminal, os processos tiveram resultados divergentes (Quadro 10):

Quadro 10 – Caso Brasil Brokers

	Comissão de Valores Mobiliários	Justiça Criminal
Acusação	Art. 155, § 4º, da Lei 6.404/1976, c/c art. 13, § 4º, da Instrução CVM 358/2002.	Art. 27-D, da Lei 6.385/1976.
Decisão	Condenações	Absolvição
Fundamentos	<p>I. Os acusados praticaram ilícito de <i>insider trading</i> ao venderem ações anteriormente à divulgação das ITRs.</p> <p>II. A informação detida pelos acusados era relevante, pois:</p> <p>a. independia do formato em que era apresentada (relatórios prévios ou definitivos);</p> <p>b. continha as principais métricas financeiras da companhia.</p> <p>III. Quanto às informações recebidas nos 15 dias anteriores à divulgação de demonstrações financeiras, o art. 13, § 4º, da Instrução CVM 358/2002 estabelece presunção relativa de uso das informações para as negociações realizadas no período.</p> <p>IV. O ilícito de <i>insider trading</i> é material e independe da obtenção de lucros.</p> <p>V. Não havia hábito de negociações dos acusados que justificasse as operações.</p>	<p>I. Inexistência de provas de que as informações recebidas seriam “relevantes”.</p> <p>II. Informações prévias não eram “exatamente” as mesmas divulgadas.</p> <p>III. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) teria entendido que as informações não demonstravam “nenhuma quebra de tendência” para impactar o valor das ações.</p> <p>IV. Inexistência de prova de dolo dos agentes, de obter vantagem indevida decorrente das operações.</p> <p>V. Decisão administrativa foi baseada em provas indiciárias e na presunção relativa do art. 13, § 4º, da Instrução CVM 358/2002, inaplicável na esfera penal.</p>

Fonte: autoria própria.

O quadro acima revela que a CVM entendeu que a informação detida pelos controladores previamente à divulgação seria relevante, pois continha as principais métricas financeiras da empresa

e coincidia com as divulgadas posteriormente. Já o juízo criminal, à luz do conceito de “informação relevante” da Instrução CVM 358/2002, rebateu o entendimento da autarquia ao apontar que não havia exata correspondência entre a ITR e as informações prévias ou prova de que as informações poderiam influenciar na cotação das ações, não sendo, portanto, “relevantes”.

Ademais, para as operações ocorridas nos 15 dias anteriores à divulgação da ITR (“*blackout period*”), enquanto a CVM se valeu da presunção relativa do art. 13, § 4º, da Instrução CVM 358/2002, o juízo criminal, em alusão à decisão administrativa, destacou a necessidade de provas inequívocas de dolo para fim de uma condenação criminal, não sendo possível se valer dessa presunção.

Portanto, as divergências entre as decisões da CVM e da justiça criminal teriam sido motivadas principalmente por *questões jurídicas*, decorrentes de interpretações diversas sobre a qualificação da informação detida pelos acusados como relevante para fins da antiga Instrução CVM 358/2002, e *fáticas*, derivadas da inexistência de provas suficientes de dolo dos acusados para resultar em uma condenação criminal.

3.8 ACESSORIEDADE E (DES)VINCULAÇÃO ENTRE AS ESFERAS

Como exposto, nesta pesquisa foram selecionados somente casos em que houve divergência entre as decisões administrativa e penal. Quando examinadas as razões da divergência, verifica-se que na maior parte dos casos em que houve dissenso entre as esferas, ele se deu em relação a questões fáticas. Também houve discordância em relação a alguns aspectos de interpretação jurídica, mas nenhuma discrepância se situou no âmbito técnico. O Quadro 11 relaciona e sumariza as divergências nos casos analisados:

Quadro 11 – Divergências sobre questões fáticas, jurídicas ou técnicas em cada caso

Caso	Tipo penal (Lei 6.385/1976)	Divergência
OSX	Arts. 27-C e 27-D	Jurídica
OGX Petróleo	Art. 27-C	Fática
Mundial ²⁷	Art. 27-C	Fática e jurídica
Corretora Novinvest	Art. 27-C	Fática
Brasil Ecodiesel	Art. 27-D	Fática
Brasil Brokers	Art. 27-D	Fática e jurídica

Fonte: autoria própria.

A primeira pergunta que este artigo se propôs a responder focou a relação entre as instâncias penal e administrativa sob o aspecto material, questionando se divergências constatadas entre as

²⁷ Referente ao processo-crime de autos nº 5021321-43.2013.4.04.7100/RS.

decisões proferidas em cada esfera permitem afirmar a existência de acessoriedade dos tipos penais ao direito do mercado de capitais.

A resposta a essa pergunta é afirmativa: há um reconhecimento, por parte dos magistrados criminais, da necessidade de compreensão dos institutos do mercado de capitais para a delimitação do alcance dos tipos penais. Todas as sentenças examinadas sustentaram que certos elementos dos tipos penais são formados a partir de conceitos do direito societário e do mercado de capitais ou de atos administrativos de caráter normativo emanados da CVM.

A segunda pergunta formulada nesta pesquisa envolve questão mais polêmica e diz respeito ao aspecto processual. Questiona-se se as decisões proferidas na esfera administrativa são mencionadas e, em caso positivo, se são levadas em conta na via penal – e vice-versa. O Quadro 12 ilustra o exame ou não, pela esfera penal, dos fundamentos da esfera administrativa:

Quadro 12 – Modo de interface entre as esferas nas decisões analisadas

Caso	Vinculação entre as esferas	Divergência conceitual	Fundamentação em relação à decisão da CVM
OSX	Não	Não	Não
OGX Petróleo	Sim	Não	Sim
Mundial ²⁸	Sim	Não	Sim
Corretora Novinvest	Sim	Não	Não
Brasil Ecodiesel	Não	Não	Não
Brasil Brokers	Sim	Não	Sim

Fonte: autoria própria.

A conclusão a que se chega é a de que não existe um reconhecimento claro da necessidade de diálogo entre os órgãos decisórios. Embora alguns louváveis precedentes – notadamente na esfera penal – tenham, ao adotar entendimento divergente daquele acolhido na CVM, fundamentado as razões da divergência, em outros casos não houve, sob o escudo do dogma da independência das instâncias²⁹, qualquer confronto racional dos argumentos que sustentaram a decisão administrativa.

4 CONCLUSÃO

A remissão, expressa ou implícita, no tipo penal a institutos de outros ramos jurídicos, chamada *acessoriedade* do direito penal (Tiedemann, 2010, p. 1), impõe ao julgador penal o

²⁸ Referente ao processo-crime de autos nº 5021321-43.2013.4.04.7100/RS.

²⁹ O uso indiscriminado do argumento da independência das instâncias, sem o esclarecimento sobre seu significado, pode levar à concepção da independência como a “indiferença”, o que “funciona como um bloqueio à reflexão jurídica sobre *como* diferentes programas jurídicos sancionatórios devem interagir e se relacionar quando incidentes sobre um mesmo fato” (Machado, 2019, p. 286).

conhecimento, a interpretação e a correta aplicação desses institutos. Não existem conceitos especificamente penais desses institutos, distintos do significado que possuem em seu ramo de origem. A análise dos casos examinados demonstra o reconhecimento dessa univocidade conceitual por parte dos juízes criminais.

Não obstante, constata-se a existência de um preocupante grau de desconsideração dos fundamentos e conclusões das decisões administrativas pelos juízes criminais, amparados no dogma da independência das instâncias.

Não parece haver divergência na doutrina quanto à necessidade, imposta pela exigência de coerência sistemática do ordenamento jurídico, de que a esfera penal tenha seriamente em consideração a decisão tomada pela CVM. Há dissenso apenas quanto ao grau de vinculação do Poder Judiciário a essa conclusão, se absoluto ou relativo.

Para certa corrente, representada, entre outros, por Renato de Mello Jorge Silveira (2019), a decisão administrativa é absolutamente vinculante para a esfera penal, à luz do princípio da subsidiariedade. Argumenta o professor de direito penal da USP que, se a conduta sequer foi considerada um ilícito administrativo, não poderia caracterizar o tipo penal que toma tal ilicitude extrapenal como seu necessário pressuposto. Nas suas palavras, tratando justamente dos crimes contra o mercado de capitais, “uma consideração negativa em âmbito administrativo simplesmente desmerece a resposta penal” (Silveira, 2019, p. 262).

Para uma segunda corrente, a que aqui se entende ser a mais acertada, a decisão administrativa seria relativamente vinculante. Nesse sentido, a acusação e o juízo criminal até podem divergir do entendimento da CVM. Ainda assim, nessa hipótese, a acusação teria um especial ônus argumentativo de demonstrar – e comprovar – o equívoco da posição adotada pela autarquia. Os fundamentos da decisão administrativa, nesse sentido, “devem ser detalhadamente enfrentados pelo juiz criminal, sobre quem recairá um ônus adicional na fundamentação da comprovação do injusto. Caberá notadamente ao MPF demonstrar razões especialmente relevantes para afastar o entendimento adotado no âmbito administrativo” (Cavali, 2018, p. 358).

Considerando-se que, à luz da acessoriedade que lhes caracteriza, os tipos penais do mercado de capitais, invariavelmente, pressupõem uma infração administrativa, viola a coerência sistêmica e atenta contra o direito fundamental à segurança jurídica que uma mesma conduta possa, por um lado, nem sequer ser imputada, ou ser considerada atípica, na esfera administrativa e, por outro lado, ser tida por penalmente típica por um juiz criminal – sem que, no mínimo, o magistrado se desincumba do ônus argumentativo de fundamentar o dissenso. Uma decisão que deixe de enfrentar tais argumentos será nula, por deficiência de fundamentação (art. 315, § 2º, IV, CPP).

Em especial retomando os casos OSX, OGX e Mundial, nos quais houve a absolvição/não imputação no âmbito administrativo e condenação na esfera penal, caberia ao Poder Judiciário um diálogo profundo e transparente com a decisão administrativa, a fim de justificar de modo convincente a razão da divergência. Por outro lado, em casos de absolvição na esfera criminal, como da Novinvest e da Brasil Ecodiesel, os fundamentos da decisão administrativa não foram tratados por completo nas sentenças.

No que diz respeito especificamente às divergências acerca da comprovação ou não das condutas ilícitas (*questões fáticas*), é preciso se pensar em mecanismo que proteja a coerência e a integridade do sistema punitivo. Na jurisprudência do Tribunal Europeu de Direitos Humanos, para que sejam admissíveis procedimentos paralelos nas esferas administrativa e penal em relação ao mesmo fato, é necessário que sejam conduzidos “[...] de maneira a evitar, tanto quanto possível, qualquer duplicação na coleta e na avaliação da prova, notadamente por meio de interação adequada entre as várias autoridades competentes, para garantir que a conclusão sobre os fatos em um âmbito procedimental seja replicada no outro” (Tribunal Europeu de Direitos Humanos, 2016, tradução nossa). Também essa deve ser uma exigência sistêmica: não é (mais) admissível que os mesmos fatos se considerem provados em uma instância e não provados em outra.

Em conclusão, é preciso que haja diálogo efetivo, transparente e honesto entre as esferas penal e administrativa. O dogma da independência das instâncias, ao menos na forma absoluta em que era concebido, está morto. Mas é preciso sepultar o defunto.

REFERÊNCIAS

BORBA, Thiago Cochenski. **Impactos regulatórios nos crimes contra o mercado de capitais:** acessoriedade administrativa e seus reflexos processuais. Relatório de pesquisa. Programa de Iniciação Científica da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – São Paulo (FGV DIREITO SP). São Paulo, 2023. Disponível em: <https://tinyurl.com/w4u6j2mv>. Acesso em: 20 fev. 2025.

BRASIL. 3ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 0042650-05.2014.4.02.5101**. Julgado em 24/09/2019c.

BRASIL. 3ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 0042651-87.2014.4.02.5101**. Julgado em 09/06/2020a.

BRASIL. 5ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 5016494-50.2018.4.02.5101**. Julgado em 30/09/2022b.

BRASIL. 7ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária de Porto Alegre/RS. Sentença. **Autos nº 5067096-18.2012.4.04.7100**. Julgado em 07/11/2016d.

BRASIL. 7ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária de Porto Alegre/RS. Sentença. **Autos nº 5021321-43.2013.4.04.7100**. Julgado em 13/09/2018b.

BRASIL. 7ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 0503567-85.2015.4.02.5101**. Julgado em 05/02/2019a.

BRASIL. 7ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 0023050-95.2014.4.02.5101**. Julgado em 02/09/2016a.

BRASIL. 7ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 0042662-19.2014.4.02.5101**. Julgado em 21/10/2016c.

BRASIL. 7ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro/RJ. Sentença. **Autos nº 0023129-74.2014.4.02.5101**. Julgado em 20/10/2016b.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução 3.121, do Conselho Monetário Nacional, de 25 de setembro de 2003**. Disponível em: <https://tinyurl.com/8n8th848>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução 39, do Conselho Monetário Nacional, de 20 de outubro de 1966**. Disponível em: <https://tinyurl.com/vwez5zsf>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa 08, de 8 de outubro de 1979a**. Disponível em: <https://tinyurl.com/4ufem49z>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Nota Explicativa 14, de 8 de outubro de 1979b**. Disponível em: <https://tinyurl.com/36eud7w3>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 30/2005**. Diretor Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 11/12/2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 09/2012**. Diretora Relatora: Ana Dolores de Novaes. Julgado em 25/11/2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/11002**. Diretor Relator: Roberto Fernandes. Julgado em 08/12/2016e.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/13172**. Diretor Relator: Henrique Moreira. Julgado em 13/07/2017b.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/13651**. Diretor Relator: Gustavo Gonzalez. Julgado em 19/06/2018a.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/6517**. Diretor Relator: Henrique Moreira. Julgado em 25/06/2019b.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução 62, de 19 de janeiro de 2022a**. Disponível em: <https://tinyurl.com/4fwz6fwa>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Decreto-Lei 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Código de Processo Penal. Disponível em: <https://tinyurl.com/y6at5nvu>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017a**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; [...]. Disponível em: <https://tinyurl.com/399vuuv6>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Lei 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <https://tinyurl.com/ydebfjsc>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976a**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://tinyurl.com/fd6x7fpt>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976b**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <https://tinyurl.com/2amvyhcc>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Lei 7.492, de 16 de junho de 1986**. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: <https://tinyurl.com/3drjvcym>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. **Lei 8.429, de 2 de junho de 1992**. Dispõe sobre as sanções aplicáveis em virtude da prática de atos de improbidade administrativa, de que trata o § 4º do art. 37 da Constituição Federal; e dá outras providências. Disponível em: <https://tinyurl.com/9xa6aesm>. Acesso em: 12 dez. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Mandado de Segurança 21708/DF**. Relator: Min. Marco Aurélio. Relator p/ Acórdão: Min. Maurício Corrêa, Tribunal Pleno, julgado em 09/11/2000, DJ 18/05/2001.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Reclamação 41557**. Relator(a): Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, julgado em 15/12/2020, DJe 09/03/2021a.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário 1169564/SP**. Relator(a): Min. Nunes Marques, Segunda Turma, julgado em 24/02/2021, DJe 01/03/2021b.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário 1272316 ED-AgR**. Relator: Min. Dias Toffoli, Primeira Turma, julgado em 21/12/2020, DJe 10/02/2021c.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário 50886/SP**. Relator(a): Min. Luiz Gallotti, Primeira Turma, julgado em 29/08/1963, DJ 10/10/1963.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. **Apelação Criminal nº 0100946-55.2018.4.02.0000/RJ**. Julgado em 21/04/2021e.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5015871-75.2020.4.04.7100/RS**. Julgado em 21/10/2020b.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS**. Julgado em 18/12/2020c.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5021321-43.2013.4.04.7100/RS**. Julgado em 02/06/2021d.

CAVALI, Marcelo. **Manipulação do mercado de capitais: fundamentos e limites da repressão penal e administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COSTA, Helena Regina Lobo da. **Proteção penal ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito**. São Paulo: Saraiva, 2010.

GRECO, Luís. A relação entre o direito penal e o direito administrativo no direito penal ambiental: uma introdução aos problemas da acessoriedade administrativa. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 14, n. 58, p. 152-194, jan./fev. 2006.

HEINE, Günter. Acessoriedade administrativa en el derecho penal del medio ambiente. **Anuario de derecho penal y ciencias penales**, Madrid, v. 46, n. 1, p. 289-315, jan./abr. 1993.

LOBATO, José Danilo Tavares. Acessoriedade administrativa, princípio da legalidade e suas (in)compatibilidades no direito penal ambiental. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 18, n. 83, p. 120-162, 2010.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 19, n. 90, p. 137-161, 2011.

MACHADO, Maíra Rocha. Independência como indiferença: ne bis in idem e múltipla incidência sancionatória em casos de corrupção. **Revista Direito, Estado e Sociedade**, n. 55, p. 257-295, jul.-dez. 2019.

NAVES, José Paulo Micheletto. **Tipicidade, acessoriedade administrativa e erro no direito penal**. Belo Horizonte: D'Plácido, 2019.

PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Araes Editores, 2020.

PROENÇA, José Marcelo. **Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SANTOS, Alexandre P. dos; OSÓRIO, Fábio M.; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Nahama Gomes dos. Duas décadas de atuação do Ministério Público Federal em crimes contra o mercado de capitais: lacunas, prioridades e perspectivas. **Revista Brasileira de Direito Processual Penal**, Porto Alegre, v. 11, n. 3, e1210, set./dez. 2025. Disponível em: <https://tinyurl.com/yjjpne3>. Acesso em: 12 nov. 2025.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. Crimes contra o mercado de capitais. In: SOUZA, Luciano Anderson de; ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho (coord.). **Direito penal econômico: leis penais especiais**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. v. 1.

TIEDEMANN, Klaus. **Wirtschafts-strafrecht**: Einführung und Allgemeiner Teil mit wichtigen Rechtstexten. 3. ed. Hürth: Carl Heymanns Verlag, 2010.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. **Garlsson Real Estate SA and Others v Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**. 20/03/2018. Disponível em: <https://tinyurl.com/ytd59re2>. Acesso em: 20 fev. 2025.

TRIBUNAL EUROPEU DE DIREITOS HUMANOS. **Affaire Grande Stevens et autres c. Italie (Requêtes nos 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10)**. 04/03/2014. Disponível em: <https://tinyurl.com/bdz9nunx>. Acesso em: 20 fev. 2025.

TRIBUNAL EUROPEU DE DIREITOS HUMANOS. **Case of A and B v. Norway (Applications nos. 24130/11 and 29758/11)**. Julgado em 15/11/2016. Disponível em: <https://tinyurl.com/338kv53u>. Acesso em: 20 fev. 2025.

VELLUDO SALVADOR NETTO, Alamiro; VILLA MELLO, Juliana; BERTOLINO, José Rodolfo Juliano. O crime de insider trading e a nova resolução CVM 44/2021. **Boletim IBCCRIM**, São Paulo, v. 30, n. 354, p. 4-6, maio 2022. Disponível em: <https://tinyurl.com/4sx35dp8>. Acesso em: 13 nov. 2025.