

# Acessoriedade Administrativa e Dúvida sobre a Proibição nos Crimes contra o Mercado de Capitais

Thiago Cochenski Borba\*

*Introdução. 1 Metodologia. 2 Tipicidade e acessoriedade administrativa nos crimes contra o mercado de capitais. 3 Acessoriedade administrativa nos crimes da Lei 6.385, de 1976. 4 Interface entre os processos administrativo e penal e impactos das decisões entre as esferas. 5 Dúvida e erro nos crimes contra o mercado de capitais. 5.1 Dever de informação, exame da evitabilidade e erro de proibição. 5.2 Erro sobre os elementos extrapenais na acessoriedade administrativa. 5.3 Análise dos casos ilustrativos. 6 Casos penais e PAS/CVM. Considerações finais. Referências.*

## Resumo

O presente artigo analisa como os processos criminais envolvendo os crimes da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, são impactados pela regulação da Comissão de Valores Mobiliários e se a relação entre as esferas penal e administrativa tem criado dificuldades para a definição do risco permitido aos intérpretes. De início, por meio de revisão bibliográfica, traçou-se um panorama geral da interface entre as esferas penal e administrativa na persecução dessas condutas. Após, procedeu-se ao levantamento dos processos criminais já sentenciados no Brasil envolvendo tais ilícitos, para compreender como os magistrados têm abordado a questão. Ao final, identificou-se inúmeras ocorrências de interface entre as esferas, cuja análise levou à conclusão de que o direito penal deve buscar conceitos próprios e claros para a definição dos elementos normativos dos tipos que considerarem o conteúdo da norma administrativa, evitando o estado de dúvida.

**Palavras-chave:** Lei 6.385, de 1976. Crimes contra o mercado de capitais. Acessoriedade administrativa. Dúvida e erro.

---

\* Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná, com mobilidade acadêmica internacional na Universidade de Bolonha. Pós-graduando em Compliance na Fundação Getúlio Vargas/SP.

## *Administrative Complementation and Doubt Over Prohibition in Crimes Against the Capital Markets*

### *Abstract*

*This article analyzes how criminal proceedings involving the crimes of Law 6.385/76 are impacted by the regulation of the Brazilian capital markets regulator (Comissão de Valores Mobiliários) and whether the relationship between the criminal and administrative spheres has created difficulties in defining the risk allowed to market operators. Initially, a literature review outlined an overview of the interface between the criminal and administrative spheres in pursuing these illicit conducts. Afterward, a survey of criminal cases already sentenced in Brazil involving such acts was carried out, in order to understand how judges have approached the issue. In the end, numerous occurrences of an interface between the spheres were identified, whose analysis led to the conclusion that Brazilian criminal law must seek its own clear concepts for the elements that structure the crimes disposed on Law 6.385/1976 but considering the content of the administrative norm to avoid the state of doubt on its interpreters.*

**Key words:** *Law 6.385/1976. Crimes against the capital markets. Administrative complementation. Doubt and error.*

### **Introdução**

A aproximação entre o direito penal e o direito administrativo já foi amplamente diagnosticada pela doutrina, a qual denuncia um cenário de criminalização de condutas até então de interesse puramente regulatório. São várias as explicações para o fenômeno, as quais comumente o associam a opções político-criminais de prevenção a riscos que, inflacionados pela projeção midiática de um sentimento de insegurança (econômica ou social), abalam a confiança de agentes que demandam respostas cada vez mais severas das instituições.

Nessa medida, criam-se tipos penais vinculados diretamente a normas administrativas, como regulamentos, portarias e atos administrativos. Alguns contextos acentuam ainda mais essa realidade, como no direito penal econômico, em que a tutela penal é chamada para atuar em áreas já intensamente reguladas, por vezes como mero reforço para o *enforcement* regulatório.

Ocorre que a colocação do direito penal em uma posição derivada e periférica ao ambiente regulatório, cujas regras são por natureza mais flexíveis e dinâmicas, acaba por inseri-lo em um contexto cuja racionalidade é bastante diversa da sua (COSTA, 2013, p. 114). Isso fica claro na análise de dois principais aspectos: a tipicidade penal, que passa a depender de remissões normativas; e a apuração ou processamento do ilícito, realizada concomitantemente nas esferas penal e administrativa, ainda pautada no paradigma da independência das instâncias.

Aqui, a contraposição desse paradigma à noção de unidade do ordenamento assume posição fundamental para a construção de um sistema jurídico dotado de racionalidade interna (COSTA, 2013), em que o relacionamento entre as esferas penal e administrativa traga maiores facilidades do que problemas aos jurisdicionados e operadores do direito. No entanto, em muitos casos, tais benefícios não são vistos na prática, em que as confusas interações entre as esferas tornam a compreensão do risco permitido tarefa difícil para os destinatários da norma.

A situação é evidente no âmbito do mercado de capitais, no qual seus operadores tomam inúmeras decisões diariamente que exigem, sobretudo, segurança jurídica quanto ao cumprimento normativo. Além disso, a multiplicidade de remissões normativas nos crimes dos arts. 27-C, 27-D e 27-E da Lei 6.385, de 1976, atribui-lhes uma formação *sui generis* capaz de trazer à tona diversas questões enfrentadas no relacionamento entre direito penal e regulação.

Dentre elas, a interface entre as normas penais e regulatórias no âmbito do mercado de capitais construiu um cenário (como veremos na sequência) propenso à criação de estados de dúvida no intérprete das normas administrativas e penais. Imaginem-se os seguintes cenários hipotéticos que ilustram a importância prática do problema ora enfrentado:

#### **Caso A**

Y, administrador de carteiras de valores mobiliários em um fundo de investimentos, antes de realizar determinada operação vultuosa na Bolsa de Valores, consulta o setor jurídico do fundo, que o assegura que a operação não constitui “manobra fraudulenta” ou “operação simulada” segundo a jurisprudência do Colegiado da CVM. Assim, seguro da licitude de sua conduta, negocia ações da empresa Z na bolsa de valores. Após reclamação de investidores à CVM, é instaurado inquérito administrativo pela Superintendência de Processos Sancionadores da CVM (SPS/CVM) que conclui pela ocorrência do ilícito de manipulação de mercado e Y é acusado em PAS/CVM, com a expedição de ofício ao MPF. Já no processo-crime, é oferecida e recebida a denúncia pelo delito de manipulação de mercado. Realizada a instrução criminal, o magistrado, baseado no Termo de Acusação apresentado no PAS, entende que a operação constituiria “manobra fraudulenta” e Y é condenado. Após, advém a decisão do Colegiado da CVM que absolve Y das acusações.

#### **Caso B**

X, conselheiro de administração de companhia aberta, é acusado em PAS/CVM da prática do ilícito de *insider trading* por ter operado no mercado em posse de “informação relevante ainda não divulgada”. Sem que tenha apresentado sua manifestação prévia na esfera administrativa, o MPF denuncia X pela prática do tipo penal do art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, a qual é prontamente recebida pelo juízo federal competente. Na sequência, finalizada a fase instrutória, X é absolvido pelo Colegiado da CVM, que considerou que a informação não seria considerada relevante para fins de enquadramento no ilícito do art. 155, § 4º, da LSA. Semanas após a decisão administrativa, mas antes da conclusão do processo penal, X se depara com informações da mesma natureza e fica em dúvida se poderia novamente operar no mercado. Confiante na decisão da CVM, mas sem consultar especialista, julga que a conduta seria lícita e conclui as negociações. No entanto, na esfera penal, posteriormente o acusado é condenado, ao se considerar que, à luz da independência das instâncias, a informação que detinha seria sim considerada relevante, em lesão ao bem jurídico protegido.

#### **Caso C**

W é presidente da companhia aberta T, listada na B3, e deseja adquirir novas ações da companhia, mas, por estar em posse de informação ainda não divulgada da empresa, encontra-se em dúvida se poderá proceder com a operação. Sem consultar o setor jurídico da empresa, entende não ser a informação relevante, uma vez que não integra o rol exemplificativo da Resolução CVM 44, de 2021 e, ao seu ver, ela não seria capaz de influir na cotação dos valores mobiliários, nas decisões dos investidores de negociá-los, mantê-los ou exercer direitos inerentes à sua titularidade. Semanas depois, a informação é vazada em um veículo de imprensa e as ações sofrem alta expressiva em sua cotação. Instaurado inquérito administrativo na CVM, W é acusado pelo SPS/CVM da prática de *insider trading* e, concomitantemente, denunciado pelo MPF da prática do crime do art. 27-D da Lei 6.385, de 1976.

A fim de responder às questões postas nos casos anteriores, o presente ensaio, em um primeiro momento, analisará a tipicidade de cada um dos crimes da Lei 6.385, de 1976, a fim de compreender em que medida esses se valem de remissões normativas à regulação do mercado para a construção do injusto penal. Em seguida, a partir de um levantamento dos processos penais já sentenciados envolvendo tais delitos, será examinada a interface entre as esferas penal e administrativa para entender como o Judiciário tem abordado as peculiaridades do relacionamento entre ambas. Ao final, buscar-se-á compreender: (i) em que medida a imputação dos tipos penais da Lei 6.385, de 1976, depende de um retorno à regulação de mercado; (ii) se o acerto dos casos penais se apoia nas decisões dos processos administrativos sancionadores da CVM; e (iii) se a relação entre as esferas cria dificuldades para a definição do risco permitido aos intérpretes.

## I Metodologia

A primeira etapa da pesquisa se voltou à análise da tipicidade dos crimes contra o mercado de capitais, em especial as remissões normativas operadas à regulação do mercado. Para tanto, foram identificados os elementos normativos com definição semântica na regulação do mercado que compõem os delitos da Lei 6.385, de 1976, o que se operou por meio de revisão bibliográfica. Focadas nos ilícitos penais e nos administrativos processados pela CVM, a bibliografia foi complementada com a jurisprudência do Colegiado da CVM e dos Tribunais.

Na segunda parte, realizou-se um levantamento de todos os julgados encontrados – de acordo com os parâmetros de pesquisa delineados – envolvendo crimes contra o mercado de capitais até 13 de junho de 2021 – data do fechamento desta etapa –, identificando os processos-crime já sentenciados e o correspondente processo administrativo sancionador (PAS) na CVM.

Para a identificação dos casos, diante da consolidação do entendimento acerca da competência federal para o julgamento dos crimes da Lei 6.385, de 1976,<sup>1</sup> foram realizadas buscas nos sistemas de pesquisa de Tribunais – Supremo Tribunal Federal, Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais – e coletadas informações em veículos de imprensa e *sites* que oferecem bancos de dados jurisprudenciais acerca de processos penais em trâmite.<sup>2</sup> Dessa forma, foram elencados os seguintes termos de pesquisa: crimes contra o mercado de capitais; Lei 6.385, de 1976; manipulação de mercado; art. 27-C da Lei 6.385, de 1976; uso de informação privilegiada; *insider trading*; art. 27-D da Lei 6.385, de 1976; exercício irregular de cargo ou função; art. 27-E da Lei 6.385, de 1976.

Diante da menção expressa ao PAS/CVM na maioria das sentenças ou acórdãos encontrados, sua identificação se mostrou facilitada. Caso contrário, realizou-se busca textual pelos nomes das partes no *site* da autarquia. Ao total, foram localizados 21 processos-crime já sentenciados referentes aos crimes contra o mercado de capitais, além de outros ainda não sentenciados – não contabilizados para a presente pesquisa. Em 19 dos 21 processos, foi possível identificar um PAS/CVM correspondente aos mesmos fatos narrados na ação penal, de modo que, em dois casos, conclui-se que não houve persecução na via administrativa.

Na terceira e última fase da pesquisa, procedeu-se ao exame de todos os casos penais e PAS/CVM identificados, a fim de verificar a influência da regulação do mercado no acerto dos casos penais envolvendo crimes da Lei 6.385, de 1976. Para tanto, foram realizadas as seguintes

---

1 A questão foi fixada pelo STJ no julgamento do CC 135.749/SP, Rel. Min. Ericson Marinho (Desembargador convocado do TJ/SP), Terceira Seção, j. 25 mar. 2015.

2 Diante da inexistência nos *sites* dos Tribunais de ferramentas de pesquisa por termos-chave em processos em primeiro grau, após a análise de acórdãos ou notícias na imprensa, computavam-se os autos da ação penal para a extração da sentença proferida na origem e demais dados relevantes.

análises: i) resumo dos fatos relevantes; ii) verificação da extensão das menções aos elementos normativos com conteúdo semântico na regulação do mercado; e iii) comparação e influência da decisão administrativa no acerto do caso penal.

## 2 Tipicidade e acessoriedade administrativa nos crimes contra o mercado de capitais

Até a criação dos tipos penais da Lei 6.385, de 1976 (“Lei de Mercado de Capitais”), houve uma longa trajetória de alterações legislativas que buscavam, de alguma forma, tipificar as condutas hoje ali descritas. Conforme relatam Bittencourt e Breda (2014), a primeira previsão desses crimes no Brasil ocorreu já em 1832, com a Lei 3.150, cujas previsões foram mantidas no art. 340 do CP de 1890. Após, tais condutas foram tipificadas na lei de crimes contra a economia popular (Decreto-Lei 869, de 18 de novembro de 1938) e no art. 177 do CP de 1940, cuja redação permanece vigente, mas sem aplicação prática.<sup>3</sup>

A partir da Lei 6.404, de 1964, e a posterior criação da CVM com a Lei 6.385, de 1976, a trajetória dos crimes contra o mercado de capitais se vinculou aos ilícitos de mercado regulados na antiga ICVM 8 de 1979, sancionados pela autarquia e na via da ação civil pública, sendo eles: criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; manipulação de mercado; operação fraudulenta; e prática não equitativa. O uso de informação privilegiada, por sua vez, era tutelado como prática não equitativa, apenas depois recebendo previsão específica na LSA.<sup>4</sup>

Aos poucos, os operadores do mercado perceberam a insuficiência da regulação de caráter não penal para tutelar os interesses envolvidos e inibir a ocorrência dessas práticas (DE GRANDIS, 2011, p. 157), de modo que a necessidade de criminalização dessas práticas surge na esteira da inefetividade do combate a tais condutas nas vias cível e administrativa (MUSSNICH, 2017, p. 32). Foi quando adveio a Lei 10.303, de 2001, que alterou a Lei 6.385, de 1976, e instituiu os atuais tipos penais com formas muito similares aos ilícitos de mercado perseguidos pela CVM, apresentando-se como espécie de “reforço sancionatório” à regulação.

Contudo, a realidade normativa do ambiente regulatório é muito diversa daquela da estrita legalidade do direito penal. Por natureza, a regulação exige dinamicidade e fluidez para adaptação às constantes alterações nas realidades que se posa a regular. Essa característica leva a uma dicotomia entre uma regulação mais genérica ou específica, sopesando os malefícios de normas excessivamente abertas – que impediriam a compreensão do risco permitido – ou fechadas – com menor abrangência a diferentes condutas.

No âmbito do mercado de capitais, esse debate se faz muito presente, em que a previsão normativa dos ilícitos de mercado exige um equilíbrio entre linguagens abertas ou fechadas que permita o exercício adequado de seu *enforcement* e a compreensão do risco permitido. É nessa esteira que atuou a CVM ao editar a Resolução CVM 62, em substituição à antiga ICVM 08/79, que definiu em seu art. 2º, de forma “positivamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários” (SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH, 2012, p. 109).<sup>5</sup> Veja-se:

---

3 Para mais explicações acerca da ausência de aplicação prática do art. 177 do CP, para o fim de tutela dos crimes contra o mercado de capitais, ver Alonso (2009).

4 Destaca-se que, como apontam Prado, Cavali, Rachman e Vilela (2020, p. 6), esses ilícitos já eram mencionados nos arts. 2º e 3º da Lei 4.728, de 1965, cuja persecução restava sob competência do Banco Central (BC).

5 Ao tratar da antiga ICVM 8 de 1979 – cujas similitudes à redação da Resolução CVM 62 tornam seus comentários ainda atuais –, Santos, Osório e Wellisch (2012) celebram o fato de que, ao prever figuras típicas amplas, criou-se *standards* legais que apenas definem os contornos de como a autarquia deverá aplicar tais, cuja interpretação foi reservada a cada caso concreto, dada a mutabilidade de tais práticas – razão pela qual a referida Instrução ainda está em plena vigência, sem ter sofrido qualquer alteração.

Art. 2º da Resolução CVM 62/2022. Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições:

I – 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;

II – manipulação de preços: a 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;

III – operação fraudulenta: 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; e

IV – prática não equitativa: 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. (BRASIL, 2022)

Por meio desses tipos abertos, deixou-se ao julgador a interpretação “correta” dos ilícitos de mercado na análise do caso concreto e, como esperado, a jurisprudência do Colegiado da CVM e do CRFSN passou a estabelecer seus contornos interpretativos. O próprio Colegiado já destacou em várias oportunidades que “os tipos administrativos contidos na Instrução CVM 8/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade à autoridade supervisora do mercado, sem prejuízo de sua coercibilidade face à diversidade de situações possíveis em um mercado em constante evolução”.<sup>6</sup>

Ocorre que, com o advento da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, e a formação dos crimes contra o mercado de capitais, essa abertura dos ilícitos de mercado foi transferida também aos delitos a eles correspondentes. Em busca de racionalidade, os tipos penais se forçaram a adotar remissões normativas à regulação da CVM, a qual, por sua vez, igualmente se vale de conceitos genéricos.

Ainda que se possa argumentar que tais remissões a normas extrapenais configuram uma possível violação ao princípio da legalidade,<sup>7</sup> existem vantagens em vincular a interpretação de tipos penais a normas regulatórias em termos de racionalidade do ordenamento. No âmbito das relações entre as esferas, a remissão normativa dificulta contradições entre elas, ao mesmo passo em que atualiza a norma penal aos dinamismos do mercado (NAVES, 2019, p. 39). Assim, nota-se relativa dependência dos tipos penais em relação às normas administrativas para a construção da conduta proibida, o que se mostra comum no relacionamento entre direito penal e regulação, em que “cada vez mais passa a residir, então, a busca da proibição ou da obrigação penal na norma extrapenal, objeto da remissão normativa realizada pelo tipo penal. Em outras palavras, é nítido que os limites do que seria o risco permitido está posto na esfera extrapenal” (NAVES, 2019, p. 186).

Essas diferentes expressões do relacionamento entre a norma penal e a administrativa são bem explicadas pela doutrina por um instituto denominado “acessoriedade administrativa”, o qual se mostra útil na dogmática penal ao permitir a diferenciação entre casos de absoluta independência, absoluta dependência ou dependência relativa da norma administrativa para a interpretação dos tipos penais (NAVES, 2019), ou ainda, entre remissões diretas ou indiretas à regulação (SILVEIRA, 2019, p. 260-261).

---

<sup>6</sup> Trecho do Voto do Diretor Relator Henrique Machado no julgamento do PAS CVM RJ2014/6517, na sessão de 27 de maio de 2019.

<sup>7</sup> Para mais explicações sobre o assunto, ver Costa (2013), Bach (2012) e Horta (2016).

A doutrina oferece conceitos diferentes sobre acessoriedade administrativa, cada qual com especificidades ou terminologias diversas. Limitando-se aos objetivos da presente pesquisa, a síntese entre as diferentes nomenclaturas realizada por Horta (2016, p. 368-369) e Naves (2019, p. 52-65) contempla a análise da acessoriedade em três grandes categorias: **acessoriedade conceitual**; **acessoriedade de direito** (ou acessoriedade normativa geral); e **acessoriedade ao ato administrativo** (ou acessoriedade normativa individual).<sup>8</sup> A **acessoriedade conceitual** seria aquela na qual a norma penal incorpora conceitos próprios do direito administrativo (geralmente, elementos normativos), empregando-os no sentido que a norma administrativa os atribui.<sup>9</sup> A **acessoriedade de direito** consiste na norma penal em branco, em que o conteúdo do injusto é complementado por fontes clássicas do direito administrativo, como portarias, regulamentos ou leis. Já a **acessoriedade de atos administrativos**, por fim, ocorre quando o tipo penal menciona atos administrativos proibitivos ou permissivos, licenças ou autorizações concedidas pela Administração Pública, em que o tipo penal exige a violação a um ato administrativo específico.

Nessa medida, tais categorias permitem uma compreensão mais acurada dos diferentes usos que o tipo penal faz das normas administrativas para a definição de seu conteúdo. Assim, trazendo a matéria aos crimes contra o mercado de capitais, cabe analisar como cada tipo se encaixa dentre as categorias.

### 3 Acessoriedade administrativa nos crimes da Lei 6.385, de 1976

À luz dos conceitos definidos acima, é possível enquadrar os delitos dos arts. 27-C, 27-D e 27-E da Lei 6.385, de 1976, nas categorias de acessoriedade administrativa supracitadas, conforme o papel desempenhado pelos elementos que os compõem:

Tabela 1 – Categorias de acessoriedade administrativa para cada crime da Lei 6.385, de 1976

	Manipulação de Mercado	<i>Insider Trading</i>	Exercício irregular de cargo ou função
Acessoriedade conceitual	Valores Mobiliários	Valores Mobiliários	Cargos e Profissões reguladas nas ICVM
Acessoriedade de direito		Informação relevante, ainda não divulgada Dever de sigilo	Registro exigido “por lei ou regulamento”
Acessoriedade ao ato administrativo			Registro “junto à autoridade administrativa competente”

Fonte: elaborada pelo autor

<sup>8</sup> São várias as nomenclaturas adotadas para tratar das categorias de acessoriedade administrativa, as quais variam mais em sua terminologia do que em conteúdo. Merecem destaque as categorias propostas por Greco (2013), Costa (2013) e Mata Barranco (2011), as quais, ainda que com nomes diversos, contemplam ideias similares do que seria a acessoriedade administrativa e sua importância na interpretação dos tipos penais.

<sup>9</sup> Destaca-se que a acessoriedade conceitual não acarreta elementos em branco para leis penais, mas sim elementos normativos, de conteúdo administrativo (HORTA, 2016, p. 243).

O tipo penal de **manipulação de mercado** (art. 27-C da Lei 6.385, de 1976),<sup>10</sup> conforme examinado por Cavali (2018, p. 342), contempla apenas elementos de **accessoriedade conceitual** à regulação do mercado de capitais, sem remeter expressamente a norma ou atos administrativos proibitivos/ permissivos, mantendo o conteúdo do injusto penal no próprio tipo.

Em sua redação atual,<sup>11</sup> o único elemento normativo do tipo oriundo da regulação de mercado é o dos “valores mobiliários”, ao qual o ordenamento não oferece definição exata.<sup>12</sup> O art. 2º da Lei 6.385, de 1976,<sup>13</sup> traça um rol exemplificativo do que seriam valores mobiliários, cuja remissão é necessária para a devida compreensão do ilícito penal.<sup>14</sup> No entanto, o princípio da legalidade exige que, para incorrer nas penas do art. 27-C da Lei 6.385, de 1976, a manipulação deve ser de valores mobiliários enquadráveis em algum dos incisos do art. 2º da mesma lei (CAVALI, 2018, p. 316).

Quanto ao tipo penal de **uso de informação privilegiada**, previsto no art. 27-D da Lei 6.385, de 1976,<sup>15</sup> este se apoia em uma série de definições extraídas da regulação da CVM, apresentando os seguintes elementos com relações de accessoriedade: “valores mobiliários” (supracitado), “informação relevante, ainda não divulgada ao mercado” e “dever de sigilo”.

O conceito de “informação relevante” integra o núcleo do tipo penal e constitui o maior objeto de discussões acerca do ilícito de *insider trading*. Para sua definição, é comum a remissão ao conceito de “fato relevante”, previsto no art. 2º, *caput*, da Resolução CVM 44, de 2021,<sup>16</sup> a qual dispõe sobre a divulgação e uso de “informações sobre ato ou fato relevante” relativo a companhias abertas, enquanto o parágrafo único do art. 2º traz exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes. No entanto, deve-se atentar à distinção entre “informação” e “fato” relevante, sendo a primeira mais abrangente e não restrita à definição da Resolução.

10 Art. 27-C da Lei 6.385, de 1976. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (BRASIL, 1976).

11 Destaca-se que, antes das alterações promovidas pela Lei 13.506/2017, a redação do art. 27-C contemplava também os seguintes elementos normativos, cuja definição é trazida na ICVM 461/07: “bolsa de valores, de mercadorias e de futuros”, “mercado de balcão organizado” e “mercado de balcão não-organizado”.

12 O conceito de “valores mobiliários” é trazido apenas pela doutrina, com Coelho (2011) afirmando se tratar de “títulos de investimento que a sociedade anônima emite para obtenção dos recursos de que necessita”. Para melhor compreensão do conceito de “valores mobiliários”, vide Mattos Filho (2015).

13 Art. 2º da Lei 6.385, de 1976. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (BRASIL, 1976).

14 Ainda, deve-se apontar que existem outras modalidades de valores mobiliários além daquelas indicadas na Lei 6.385/76, como as letras financeiras (Res. 3.836, de 2010, e 4.123, de 2012, do CMN), certificados de operações estruturadas (Lei 12.249, de 2010), certificados de direitos creditórios do agronegócio, letras de crédito do agronegócio e certificados de recebíveis do agronegócio (todos regulados pela Lei 11.076/04).

15 Art. 27-D, da Lei 6.385, de 1976. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de 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.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (BRASIL, 1976).

16 Art. 2º, *caput*, da Resolução CVM 44/2021. Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Em seu primeiro pronunciamento sobre o crime do art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, o STJ asseverou que o termo “informação relevante” deve ser lido a partir do disposto no art. 155, § 1º, da Lei das S.A.,<sup>17</sup> em conjunto com a então vigente ICVM 358/2002 (atual Resolução CVM 44, de 2021), afirmando que o rol exemplificativo<sup>18</sup> da norma administrativa constitui “importante fonte hermenêutica para a seara criminal”, competindo ao “aplicador da lei a valoração em concreto da relevância da informação” (REsp 1569171/SP, Rel. Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma, j. em 16 fev. 2016). Portanto, à luz do entendimento do STJ e do disposto na Resolução CVM 44/2021, pode-se definir informação relevante como aquela capaz de “influir na cotação dos valores mobiliários, nas decisões dos investidores de negociá-los, mantê-los ou exercer direitos inerentes à sua titularidade” (CAVALI, 2022, p. 217).

O tipo penal também demanda que a informação ainda não tenha sido divulgada ao mercado, ou seja, permaneça “privilegiada” e restrita àqueles com a confiança da companhia. Assim, trata-se da informação ao mesmo tempo relevante e sigilosa (MUSSNICH, 2017, p. 23-24). Inspirado no princípio do *full disclosure*, o art. 157, §§ 4º e 5º, da LSA impõe aos administradores da companhia aberta o dever de divulgar essas informações ao mercado, sendo regulamentado pelo art. 3º da Resolução CVM 44, de 23 de agosto de 2021, que outorga essa função ao Diretor de Relações com Investidores, responsável por as tornar públicas.

Em sua redação original, o art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, exigia do *insider* um “dever de guardar sigilo”<sup>19</sup> sobre a informação relevante, o que tornaria o crime próprio (BITTENCOURT; BREDA, 2014, p. 404-406)<sup>20</sup> aos sujeitos indicados no art. 8º da Resolução 44, de 2021,<sup>21</sup> que regulamenta esse dever. Com o advento da Lei 13.506, de 2017, o tipo penal deixou de exigir o dever de sigilo e ampliou o seu rol de sujeitos ativos para alcançar também “*insiders secundários*”, de modo que esse dever passou a figurar apenas no § 2º como causa de aumento de pena, deixando de se tratar de crime próprio (PRADO *et al.*, 2020, p. 31).

Para enquadrar o delito em alguma das categorias de acessoriedade, de início, nota-se que a redação do art. 27-D não faz menção a leis, decretos ou portarias, assim como não exige o exame de prévias licenças, permissões ou autorizações. O que o tipo contempla são conceitos definidos na regulação do mercado, como verdadeiros elementos normativos, alinhando-se à hipótese de acessoriedade conceitual ao tratar de “valores mobiliários”.

Por outro lado, ao não definir o que seria “informação relevante” para fins penais, é a própria compreensão do conteúdo do injusto exige um reenvio à regulação da CVM, em especial ao disposto na Resolução CVM 44/2021. Essa é a razão pela qual o STJ afirmou que, ao deixar em aberto o

17 Art. 155, § 1º, da LSA. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

18 Alguns entendem que a Corte se equivocou ao considerar o rol da Resolução como exemplificativo, pois tornaria o delito excessivamente abstrato ao permitir sua incidência para qualquer ato ou fato que possa “influir de modo ponderável” no mercado (Vieira, 2016). Outros, por sua vez, em acordo com a interpretação da autarquia, entendem que o rol, de fato, é exemplificativo (*vide* Proença, 2005; Bittencourt e Breda, 2014; e Cavali, 2018), o que consagraria a boa técnica regulatória ao evitar normas facilmente obsoletas.

19 Juntamente ao dever de informar, o dever de sigilo integra as “normas preventivas” do *insider trading*, que visam assegurar visibilidade às operações do mercado ao impor aos potenciais *insiders* a prestação de informações sobre as ações por ele negociadas (EIZIRIK, 1983, p. 42). As “normas repressivas” seriam as que proíbem o uso de informações privilegiadas mediante negociações no mercado de capitais, implicando em sanções cíveis, administrativas e criminais (EIZIRIK, 1983, p. 42).

20 Tratava-se de limitação que exigia uma conexão mínima entre a informação obtida e o cargo ocupado pelo autor, a fim de restringir a repressão penal aos detentores do dever de sigilo sobre a informação. Conforme destaca Lucchesi (2011, p. 137-161), aquele que obtivesse informação privilegiada por caso fortuito não teria dever de manter sigilo, não cabendo a imputação de *insider trading* nos termos da antiga redação.

21 Art. 8º da Resolução CVM 44, de 2021. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

que seria “informação relevante”, o art. 27-D, da Lei 6.385, de 1976, seria uma norma penal em branco, pois o tipo penal “não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora” (REsp 1569171/SP, Rel. Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma, j. em 16 de fevereiro de 2016).<sup>22</sup>

Ainda que o termo “informação relevante” no art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, não constitua a forma clássica de elemento em branco do tipo penal<sup>23</sup> – pois não faz referência explícita ao conteúdo imperativo da norma extrapenal –, a remissão à Resolução CVM 44, de 2021, é imprescindível para compreender o conteúdo do injusto, não havendo como o desassociar da norma regulatória. O mesmo se observa quanto ao “dever de sigilo”, presente na causa de aumento de pena do § 2º e cuja extensão só é compreendida com a leitura do art. 8º da Resolução 44, de 2021. Assim, é notória a presença de elementos de **acessoriedade conceitual** e de **acessoriedade de direito** no art. 27-D.

Por fim, o crime de **exercício irregular de profissão ou qualquer atividade econômica**, previsto no art. 27-E, da Lei 6.385, de 1976,<sup>24</sup> quando aplicado à seara do mercado de capitais, visa proteger o investidor ao exigir que a intermediação financeira seja prestada por profissional com qualificação técnica (MIKALOVSKI, 2014, p. 150-152), estimulando a formação adequada dos intermediários do mercado e dando maior segurança ao investidor (BITTENCOURT e BREDA, 2014, p. 417). O tipo faz menção a cargos, autorizações e exigências previstas em leis ou regulamentos específicos, de modo que contempla as três categorias de acessoriedade: conceitual, de direito e ao ato administrativo (CAVALI, 2018).

Quanto à **acessoriedade conceitual**, o tipo trata de profissões, cargos, atividades ou funções desempenhadas no mercado de capitais, todas reguladas pela CVM: a atividade do administrador de carteiras é tratada na ICVM 558, de 2015; do agente autônomo de investimento, na ICVM 497/2011; do auditor independente, na ICVM 308, de 1999; do analista de valores mobiliários, na ICVM 598, de 1999; e do agente fiduciário na ICVM 583, de 2016. Já a **acessoriedade de direito** (ou normativa geral) é verificada quando o tipo exige que o registro perante a autoridade administrativa seja fixado “por lei ou regulamento”, tratando-se de lei penal em branco. Por fim, a **acessoriedade ao ato administrativo** (ou normativa individual) é caracterizada pela exigência de uma autorização ou registro “junto à autoridade administrativa competente”, de modo que só podem exercer as atividades citadas no tipo os que detêm autorização pela CVM, conforme as normas que regulam a atividade.

<sup>22</sup> Em obra sobre o tema, Marcelo Cavali (2022, p. 281) se alinha ao entendimento do STJ e afirma que o tipo penal de *insider trading* contempla tanto elementos de uma acessoriedade conceitual quanto de acessoriedade de direito, pois “remete implicitamente à Resolução CVM 44/2021” ao tratar de “informação relevante”. Por outro lado, Bittencourt e Breda (2014, p. 409) afirmam que “ainda que não se trate propriamente de norma penal em branco”, a regulação da CVM constitui a principal referência ao intérprete.

<sup>23</sup> A questão está em diferenciar um elemento normativo, definido administrativamente, e um elemento em branco da lei penal – o que não é tarefa simples, uma vez que as próprias normas penais em branco podem se valer de remissões implícitas a outras normas (BECHARA, 2018, p. 260). Diante disso, a distinção entre ambos não pode derivar apenas da existência de uma remissão expressa ou não à norma extrapenal, mas deve estar condicionada à função que cumpre a norma complementadora para o injusto penal (BECHARA, 2018, p. 261). Como bem delimita Horta (2016, p. 243), os elementos em branco das leis penais fazem referência ao conteúdo imperativo de uma norma extrapenal, cuja remissão é necessária para que se extraia da lei um *comando dotado de sentido*, de modo que os preceitos aos quais se referem não podem ser compreendidos apenas na própria norma. Por outro lado, um elemento normativo é um termo ou expressão legal ao qual se faz remissão a outra norma apenas para determinar seu preciso significado, sendo parte integrante do tipo penal (HORTA, 2016, p. 243).

<sup>24</sup> Art. 27-E, da Lei 6.385, de 1976. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento:

Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. (BRASIL, 1976).

#### 4 Interface entre os processos administrativo e penal e impactos das decisões entre as esferas

Verificada a importância da regulação de mercado para a construção da tipicidade dos crimes da Lei 6.385, de 1976, passa-se à análise do segundo momento da interface entre as esferas penal e administrativa: a apuração ou processamento do ilícito. Como visto, os crimes contra o mercado de capitais encontram correspondentes quase diretos nos ilícitos de mercado da Resolução CVM 62, de 2022, de modo que geralmente são também objeto de apurações e sanções administrativas. No entanto, diante da estrutura típica de acessoriedade, é na interface processual entre as esferas que se encontram os maiores desafios, alguns dos quais serão tratados a seguir.

É interessante observar como as diferentes formas de acessoriedade administrativa influenciam também na relação dos processos administrativos e penais. Conforme aponta Greco (2006, p. 160), os tipos penais que contêm uma acessoriedade ao ato normativo demandam a prévia violação à norma administrativa para que sejam consumados. Exemplo é o próprio tipo penal do art. 27-E da Lei 6.385, de 1976, o qual exige a prévia violação a “lei ou regulamento” que obrigue a obtenção de uma licença ou autorização para o profissional atuar no mercado de capitais, de forma que a consumação do tipo penal exige a infração à norma administrativa.

Essa mesma exigência não é vista nos casos de acessoriedade conceitual ou acessoriedade de direito, uma vez que a averiguação de eventual violação a norma da administração não constitui requisito para a materialidade do tipo penal. No entanto, Cavali (2018, p. 343) sustenta que, mesmo quando detentores apenas de acessoriedade conceitual ou de direito, o relacionamento de alguns tipos penais com seus “correspondentes” ilícitos administrativos se faz de forma tal que a estrutura linguística de ambos torna impossível a realização da conduta penalmente típica sem a prévia violação à norma administrativa.

Os crimes contra o mercado de capitais ilustram bem essa situação. Para a ocorrência do art. 27-C da Lei 6.385, de 1976, seria quase impossível não praticar alguns dos ilícitos indicados na Resolução CVM 62, de 2022, em especial a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço, manipulação de mercado ou operação fraudulenta (CAVALI, 2018, p. 344). O mesmo se segue com o art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, em relação ao ilícito do art. 155, § 4º, da LSA, cuja caracterização é “condição necessária – conquanto insuficiente – para a perfectibilização do delito” (CAVALI, 2022, p. 281), diante das redações quase idênticas.

Assim, pode-se afirmar que, para os crimes contra o mercado de capitais, a estrutura de alguns de seus tipos exige a violação anterior a normas administrativas (art. 27-E da Lei 6.385, de 1976), enquanto a de outros aponta a impossibilidade fática e lógica de ocorrência do delito sem a prévia violação da norma regulatória (arts. 27-C e 27-D da Lei 6.385, de 1976).

Diante dessa relação *sui generis* existente entre os tipos penais da Lei 6.385, de 1976 e os ilícitos de mercado, discutem-se os efeitos que a decisão anterior de um PAS/CVM teria no julgamento de processos penais. Historicamente tem prevalecido no Brasil o paradigma da absoluta independência entre as esferas cível, administrativa e penal, cujos contornos são delineados pelos precedentes do Supremo Tribunal Federal. No entanto, no caso da acessoriedade administrativa, é evidente a influência de conclusões administrativas para o processo criminal, ainda que inexista regra legal que regule a interação entre as esferas.

A instrumentalização dessa independência absoluta das esferas nem sempre é clara, o que muitas vezes dificulta o alcance de racionalidade do sistema jurídico como um todo. Assim, conforme sugeriu Cavali em duas oportunidades (2018, p. 744-745 e 2022, p. 286-287), o peso das decisões

administrativas sobre as penais pode ser analisado a partir de três grandes questões: fáticas, jurídicas e técnicas.

Quanto às **questões fáticas**, essas são tidas pelo autor como os “fatos brutos” (CAVALI, 2018, p. 745), e não há controvérsia em se admitir que a Justiça Criminal possui total independência para determinar a ocorrência de uma conduta, sem vinculação a decisões administrativas. Inclusive, há décadas o Supremo Tribunal Federal assentou o entendimento<sup>25</sup> de que, no caso do reconhecimento da inexistência material de fatos ou de negativa de autoria,<sup>26</sup> as decisões penais possuem efeitos vinculantes à esfera administrativa, uma vez que é ali que vigoram de forma mais robusta a ampla defesa e o contraditório.

Situação diversa é aquela referente às **questões jurídicas** enfrentadas pela CVM, referidas por Cavali (2018, p. 356) como as que dependem de métodos interpretativos tipicamente jurídicos, ou seja, utilizam-se de linguagem jurídica comum. Cavali (2018, p. 356-360) aponta que o princípio constitucional da inafastabilidade da jurisdição (art. 5º, XXXV, da CF) impede que uma autoridade administrativa detenha a prerrogativa de interpretação definitiva sobre a legislação que lhe incumbe aplicar, o que impediria o juiz de ficar subordinado à definição de um elemento normativo trazida por um órgão administrativo, ainda que sobre ele recaia um “ônus adicional na fundamentação da comprovação do injusto penal” quando contrarie uma absolvição administrativa.

Já Silveira (2019, p. 267) entende que a lógica da acessoriedade administrativa indica o caminho inverso, de modo que recairia na CVM a competência para avaliar “questões jurídicas”, ou seja, não poderia o juiz, de forma independente e desvinculada das decisões administrativas, analisar um elemento normativo do tipo definido na regulação de mercado de maneira contrária à CVM. Para o autor, em casos de acessoriedade administrativa, deve ser superada a ideia de independência entre as instâncias em prol da **interdependência**, cabendo à esfera administrativa a determinação do objeto material do delito (SILVEIRA, 2019).

Ainda, sustenta que a percepção administrativa não apenas define o elemento normativo, mas cria uma “condição de procedibilidade” para a ação penal, pois o delito só seria possível caso se entenda, administrativamente, que o elemento normativo estivesse presente no caso, sob pena de uma interpretação incoerente. Silveira (2019, p. 287) exemplifica seu raciocínio ao afirmar que, para a materialidade do crime de *insider trading*, a CVM deveria antes confirmar a existência de “informação relevante” ao constatar a ocorrência de “abuso de fato relevante” (como sugere o autor), ainda que, para ele, não se trate de norma em branco.

Por fim, as **questões técnicas** são as estritamente relacionadas ao conhecimento especializado dos reguladores do mercado de capitais, cuja complexidade demanda uma análise por profissionais com expertise no assunto. Para tanto, a CVM possui uma área técnica que emite pareceres, ainda na fase de inquérito, acerca dos fatos investigados pela autarquia.

Cavali (2018, p. 361) sustenta que essa análise técnica realizada pela CVM, quando trazida ao processo penal, possui natureza de prova pericial realizada em fase de inquérito, cujas conclusões igualmente não vinculam o magistrado, nos termos do art. 182 do CPP. Por sua vez, seguindo o raciocínio anterior, Silveira (2019, p. 267) afirma que o juiz não está livre para avaliar qualquer sorte de interpretação acerca de questão técnica, uma vez que se trata de universo particular do qual não tem conhecimentos qualificados.

25 Por todos, vide: MS 21708, Relator(a): MARCO AURÉLIO, Relator(a) p/ Acórdão: Maurício Corrêa, Tribunal Pleno, j. em 9/11/2000; e RE 1272316 ED-AgR, Relator(a): Dias Toffoli, Primeira Turma, j. em 21/12/2020.

26 Além destas circunstâncias, alguns julgados do STF também apontam a configuração de *causas excludentes de ilicitude* no processo penal como de observância obrigatória na esfera administrativa. Por todos: “Com a só exceção do reconhecimento judicial da inexistência de autoria ou da inoportunidade material do fato, ou, ainda, da configuração das causas de justificação penal, as decisões do Poder Judiciário não condicionam o pronunciamento censório da Administração Pública” (MS 21029, Relator(a): Celso de Mello, Tribunal Pleno, j. em 15/6/1994).

## 5 Dúvida e erro nos crimes contra o mercado de capitais

Não é de se espantar que a absoluta independência entre as esferas penal e administrativa para o julgamento de condutas cujos tipos são intrinsecamente interligados possa causar confusão aos destinatários da norma. Como visto anteriormente, a definição do risco permitido ao operador do mercado para todos os crimes contra o mercado de capitais é realizada na esfera administrativa. Nessa medida, é natural que, ao determinar suas condutas, os agentes se orientem a partir dos ilícitos de mercado e de decisões administrativas, com a lógica de que, caso não cometam sequer ilícito administrativo, não poderiam ser condenados criminalmente.

Ocorre que, se o magistrado interpretar de forma absolutamente independente questões jurídicas e técnicas já consolidadas pela CVM, ignorando as relações de acessoriedade acima, é possível que o operador do mercado se veja em dúvida acerca da legalidade de suas condutas caso haja discordância entre as decisões. A situação se agrava no caso de um juízo negativo por parte da autarquia, afirmando inexistir, por exemplo, “operação simulada” ou “informação relevante” em determinada conduta, sendo a análise contrariada pelo juiz criminal.

Cavali, ao tratar dos delitos de manipulação de mercado (2018, p. 359-360) e *insider trading* (2022, p. 295), aponta que, havendo uma jurisprudência administrativa consolidada a respeito da legitimidade de condutas como as realizadas pelo autor, isso poderia levar ao reconhecimento de um erro de proibição inevitável (art. 21 do CP) – como exposto, a título de exemplo, no **Caso A** acima – desde que se trate de dúvida qualificada.

Por sua vez, não é apenas na jurisprudência administrativa que tais situações de erro podem vir à tona, mas também na própria presença de decisões contrárias no mesmo caso concreto, diante das diferenças temporais na condução dos PAS/CVM e processos criminais. Como ilustra o **Caso B**, pode-se imaginar a hipótese em que, ciente da decisão da autarquia que confirma a licitude de sua conduta, o agente continua a atuar da mesma forma ao longo do trâmite do processo penal, o que, à luz da absoluta independência das instâncias, não impediria que ele fosse surpreendido, ao final, por uma sentença condenatória na esfera penal.

Outra situação que poderia despertar dúvida no agente diz respeito à natureza do elemento em branco do tipo de *insider trading* da “informação relevante”. Como tratado no item 4 e ilustrado no **Caso C**, a relevância da informação implica na sua capacidade de influenciar na cotação dos valores mobiliários e nas decisões dos investidores, análise que necessariamente advém de um juízo prognóstico acerca de seu impacto no mercado, sendo natural que o agente se encontre em dúvida acerca da *market sensitivity* da informação.

### 5.1 Dever de informação, exame da evitabilidade e erro de proibição

O erro de proibição sobre a norma está previsto no art. 21 do CP,<sup>27</sup> e, segundo Juarez Tavares (2020, p. 515), ocorre “quando o agente não sabe que sua conduta é criminosa ou interpreta mal a norma e acha que a proibição não alcança sua conduta”. Ou seja, há erro de proibição quando o sujeito “não consegue reconhecer que faz algo proibido”, de modo que, “a norma não pode dirigir-se de maneira que influencie o seu comportamento, de modo que ele é inculpável” (ROXIN, 2006, p. 139-140).

---

<sup>27</sup> Art. 21 do CP. O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço. Parágrafo único – Considera-se evitável o erro se o agente atua ou se omite sem a consciência da ilicitude do fato, quando lhe era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência (BRASIL, 1940).

Assim, conforme delimita o CP, “em caso de ser inevitável, exclui totalmente a culpabilidade; em caso de ser evitável, atenua a pena de um sexto a um terço (art. 21, CP)” (TAVARES, 2020, p. 515).

Como entende Alaor Leite (2013A, p. 143), a dúvida sobre a proibição é sim um legítimo caso de erro de proibição, de modo que, a teor do disposto no art. 21 do CP, torna-se primordial avaliar a sua evitabilidade. Trata-se de um exame hipotético que questiona se, à luz do caso concreto, seria possível ao agente atingir a “consciência segura do injusto” (LEITE, 2013A, p. 144). Nessa medida, para a resolução do problema, o autor elenca três grandes critérios<sup>28</sup> que orientam a análise da evitabilidade da dúvida sobre a proibição: a) plausibilidade jurídica da dúvida; b) a necessidade de atuar nos limites da dúvida; e c) cumprimento de um dever de informação.

Em um breve resumo das considerações de Leite (2013A, p. 152-154), a plausibilidade é o que impede que situações desarrazoadas sejam consideradas uma dúvida qualificada, como aquelas baseadas em superstições ou interpretações absurdas do ordenamento. Já o “atuar nos limites da dúvida” impõe que o autor, após se informar em fonte confiável, deva agir nos limites da informação que recebeu, a fim de que, diante da dúvida, não atue como bem entender, pois o estado de dúvida jamais representa um “vale-tudo jurídico” (LEITE, 2013A, p. 154-155).

Em relação ao dever de informação, esse seria um dever com natureza instrumental que visa a “conduzir o sujeito à consciência segura da licitude ou ilicitude de seu atuar”, de modo que, caso esgotado e mesmo assim não gere a consciência segura do injusto, deve-se reconhecer a inevitabilidade do erro de proibição (LEITE, 2013A, p. 145). Ademais, ele deverá ser possível e eficaz. A possibilidade deve ser compreendida nos casos em que o sujeito não poderia, por algum motivo relevante, buscar a informação, tratando-se de uma decisão instantânea. Já a eficácia, por sua vez, verifica se, mesmo cumprindo esse dever de informação, ele é capaz de “conduzir o sujeito à consciência segura do injusto” (LEITE, 2013A, p. 158). Analisa-se a “instrumentalidade do dever de informação”, com a fixação de uma relação de causalidade na qual o cumprimento do dever levaria ao conhecimento do injusto e, caso essa conclusão não seja alcançável, é de se reconhecer a inevitabilidade do erro de proibição.

## 5.2 Erro sobre os elementos extrapenais na acessoriedade administrativa

A acessoriedade administrativa, como visto, constitui a melhor ferramenta para a análise das remissões normativas realizadas nos crimes da Lei 6.385, de 1976, à regulação do mercado. Ocorre que, como visto no **Caso C**, o desconhecimento de um elemento extrapenal poderá igualmente fazer surgirem situações de erro, discutindo-se se é o caso de erro de tipo (art. 20 do CP) ou erro de proibição (art. 21 do CP).

Conforme leciona Naves (2019), uma primeira corrente doutrinária, encabeçada por Enrique Bacigalupo, entende que o erro sobre remissões normativas configura erro de proibição, pois o elemento extrapenal nunca seria abrangido pelo dolo.

Ao tratar do entendimento de Welzel, Horta (2016, p. 180) afirma que, para o autor, “o erro sobre uma circunstância do tipo estabelecido na lei complementar é um erro de tipo, enquanto o

<sup>28</sup> Conforme trata Leite (2013, p. 146), Roxin entende que os critérios de evitabilidade da dúvida devem ser complementados com outros pontos de vista, como os interesses em jogo para o autor e os danos que uma espera até que a dúvida cesse lhe causariam, os quais seriam “máximas de ponderação” (LEITE, 2013, p. 147). No entanto, em relação a tais máximas, Leite sustenta que, ao contrário de se exigir a abstenção na atuação até que se alcance um entendimento jurisprudencial claro, é direito dos cidadãos atuar em situações de incerteza jurídica (2013, p. 150). Assim, mesmo que atuem apenas por razões egoísticas e sem viés social ou que tal conduta possa gerar danos a terceiros, o que se pode exigir é somente o esgotamento de seu dever de informação, sendo o prejuízo de terceiros ao menos um indício da proibição dessa conduta (LEITE, 2013, p. 151). Se, ao final, o agente não chegar a um resultado claro sobre a licitude da conduta, seria clara a inevitabilidade do erro de proibição.

erro sobre a existência da norma complementar é um erro de proibição”. Essa também seria a visão de Claus Roxin, segundo a qual “o erro sobre a existência da norma integradora da lei penal em branco é um erro de proibição, enquanto o erro sobre as circunstâncias de fato que determinam o âmbito de incidência da norma integradora é um erro de tipo, que exclui o dolo” (HORTA, 2016, p. 181).

Já para Naves (2019), enquanto adepto da doutrina de Ingeborg Puppe, caso o agente não tenha o conhecimento integral dos elementos constitutivos do tipo, inclusive aqueles extrapenais, não se pode falar em prática de conduta dolosa. O autor sustenta que, diante das relações de acessoriedade, “quem erra sobre um elemento extrapenal, comete, sempre, um erro de tipo, o que acarreta a exclusão do dolo, se inevitável for, ou a imputação culposa, se assim houver previsão e evitável for” (NAVES, 2019, p. 187). Assim, entende que aquele que interpreta equivocadamente uma norma administrativa ou regulatória não é capaz de se comportar de acordo com a obrigação disposta no tipo, pois, sem conhecimento da lei, não há como haver dolo, o que vale para as três categorias de acessoriedade.

Dessa forma, sem a pretensão de esgotar o tema, a opinião mais acertada parece ser esta última, que propõe que, nos casos de erro sobre elemento extrapenal que componha o conteúdo do injusto – enquanto elemento típico –, haverá erro de tipo, que exclui o dolo.

### 5.3 Análise dos casos ilustrativos

Nos casos acima, foram expostas três situações exemplificativas do problema que a presente investigação buscou enfrentar. Em todas, o agente se encontraria em estado de dúvida quanto à legalidade de sua conduta, aventada acerca de interpretações diversas de questões jurídicas e técnicas entre as esferas penal e administrativa de persecução dos ilícitos de mercado ou de elementos extrapenais do tipo.

O **Caso A** buscou ilustrar a situação em que, instaurada a dúvida no operador do mercado acerca da legalidade das operações que desejava realizar, ele consulta o setor jurídico do fundo em que trabalha, buscando, assim, sanar seu dever de informação acerca da dúvida aventada. Uma vez orientado conforme entendimento da jurisprudência do Colegiado da CVM e tendo atuado nos limites da informação recebida, não há que se falar em inevitabilidade do erro para conduzir a uma condenação na esfera criminal a partir de uma interpretação judicial “absolutamente independente” da esfera administrativa, tratando-se da situação clássica que Cavali (2018) aponta como de incidência do art. 21 do CP, levando-se a uma absolvição.

Já no **Caso B**, a dúvida é estabelecida em razão dos momentos diversos de apuração dos mesmos fatos em ambas as esferas. Como delineado, o acusado era processado concomitantemente nas esferas administrativa e criminal pela prática de *insider trading*. Ao se deparar com uma decisão da CVM que interpretou uma questão jurídica de uma forma – entendendo não ser a informação relevante –, X fica em dúvida se poderá, antes do fim do processo penal, realizar operação no mercado em posse de informações da mesma natureza.

Na hipótese, é evidente a plausibilidade da dúvida, pois é a esfera administrativa que delimita o risco permitido aos operadores do mercado. No entanto, antes de proceder à negociação dos valores mobiliários, X deveria ter se desincumbido de seu dever de informação, a fim de demonstrar com clareza a impossibilidade de alcançar a “consciência segura do injusto” penal. Por outro lado, mesmo que tivesse buscado sanar essa dúvida, dificilmente alcançaria orientação jurídica diversa da

decisão que tomou, a não ser a própria abstenção da conduta até a conclusão do processo criminal. Dessa forma, diante da “instrumentalidade do dever de informação”, seria possível reconhecer o erro de proibição inevitável para o caso, uma vez que a busca da informação não conduziria à “consciência segura do injusto”.

Não obstante, ainda que a conclusão acima seja plausível, deve-se reconhecer que o agente, no momento do fato, possuía uma falsa compreensão dos elementos que compõem o tipo penal – em especial, do elemento “informação relevante”. Nessa medida, uma vez induzido por situações de fato que o levaram a crer que sua conduta era lícita – qual seja, a decisão do Colegiado da CVM –, não há que se falar em dolo na conduta de X, incidindo, na realidade, a figura do erro de tipo. De forma similar ao retratado por Leite (2013B, p. 28), parece se tratar do caso de um “erro de proibição causado por erro de tipo”.

Por fim, o **Caso C** aborda questão inerente à natureza do elemento em branco da “informação relevante”. Na ocasião, o agente não se desincumbiu integralmente de seu dever de informação diante da dúvida suscitada, mesmo que tenha consultado o conteúdo da Resolução CVM 44, de 2021, pois a informação obtida não foi eficaz e, muito provavelmente, caso tivesse buscado orientação especializada, seria possível aferir se a informação poderia influir no mercado. Por sua vez, na hipótese é mais evidente o erro sobre elemento constitutivo do tipo, o que, como visto, exclui o dolo do agente ao fazer incidir a figura do erro de tipo.

Diante dos casos hipotéticos acima, nota-se que a complexidade das relações entre o direito penal e a regulação no âmbito da Lei 6.385, de 1976, potencializa o grau de incerteza acerca da incidência da proibição e a compreensão dos elementos constitutivos do tipo, o que tornaria a dúvida juridicamente plausível e difícil a tarefa de se informar (LEITE, 2013A). No entanto, resta verificar se, na prática, a interação dos PAS/CVM e processos criminais apresenta um cenário problemático ou se as esferas interagem com a racionalidade esperada.

## 6 Casos penais e PAS/CVM

Conforme apontado no item 2, ao final do levantamento jurisprudencial realizado, identificou-se um total de 21 processos criminais sentenciados – alguns referentes a fatos similares ou ações penais desmembradas – nos quais foi imputada a prática de crimes da Lei 6.385, de 1976, indicando-se o PAS/CVM correspondente. O resultado consta na tabela abaixo:

Tabela 2 – Processos criminais identificados, conforme parâmetros de pesquisa acima

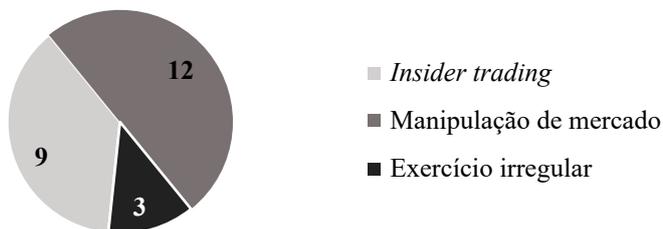
CASO	AUTOS AÇÃO PENAL	TIPO PENAL	SITUAÇÃO PROCESSUAL	PAS / CVM
Sadia / Perdigão	0005123-26.2009.4.03.6181/SP	27-D	Trânsito em julgado	SP2007/0117 e SP2007/0118
Randon S.A.	0009474-42.2009.4.03.6181/SP	27-D	Trânsito em julgado	22/04
Mundial	5021321-43.2013.4.04.7100/RS	27-C	Trânsito em julgado	RJ2012/11002
	506709618.2012.4.04.7100/RS	27-C e 27-D	Cortes Superiores	
Atrium	0006193-78.2009.4.03.6181/SP	27-C	Trânsito em julgado	04/07

Corretora Noninvest	0023129-74.2014.4.02.5101/RJ	27-C	1º grau	30/2005
Corretora São Paulo	0023050-95.2014.4.02.5101;	27-C	1º grau	
	0042662-19.2014.4.02.5101.	27-C	1º grau	
Corretora Schahin	0503567-85.2015.4.02.5101	27-C	1º grau	
Banestes	0008777-57.2013.4.02.5001/ES	27-D	2º grau	01/2012
Brasil Ecodiesel	0008358-25.2014.4.03.6181/SP	27-D	Trânsito em julgado	09/2012
LAEP / Parmalat	0010784-78.2012.4.03.6181/SP	27-C	2º grau	13/2013
Klabin S.A.	0002511-03.2018.4.03.6181/SP	27-D	Trânsito em julgado	SP-2014-39
Log-In	0000143-89.2016.4.03.6181/SP	27-D	Trânsito em julgado	RJ2015/3974
Renda e PAX	0012628-43.2010.4.05.8100/CE	27-C	Trânsito em julgado	--
OSX	0042650-05.2014.4.02.5101/RJ	27-C e 27-D	2º grau	RJ 2013/13172
OGX Petróleo e Gás Participações	0042651-87.2014.4.02.5101/RJ	27-C	2º grau	RJ/2014/6517
OSX Construção Naval	0029174-94.2014.4.02.5101/RJ	27-C e 27-D	2º grau	RJ 2014/0578
Chocolate Investimentos	0003481-13.2012.4.03.6181/SP	27-E	Trânsito em julgado	--
Agente BR	0014089-12.2008.4.03.6181/SP	27-E	Trânsito em julgado	RJ2008/12.088
	0008578-23.2014.4.03.6181/SP	27-E	Trânsito em julgado	

Fonte: elaborada pelo autor

Seguindo os objetivos da pesquisa, a análise dos casos aponta a preponderância de algumas discussões referentes à interface entre as esferas penal e administrativa no âmbito dos crimes contra o mercado de capitais. Considerada a possibilidade de imputação de mais de um delito por caso, foram identificadas as seguintes proporções de acusações:

Gráfico 1 – Imputações da Lei 6.385/1976



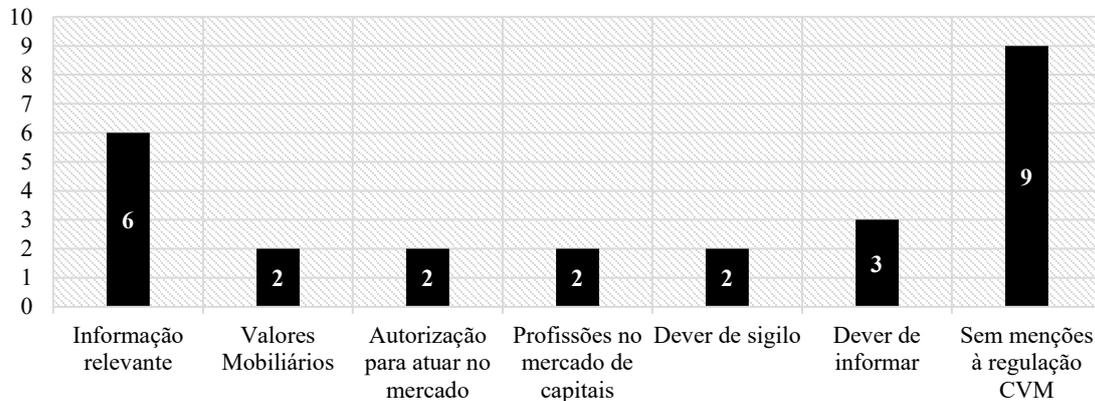
Fonte: elaborado pelo autor

De início, destaca-se o número relativamente baixo de casos encontrados no Judiciário em relação aos processos administrativos correspondentes. Para fins comparativos, conforme revelam Prado *et al.* (2020, p. 33), de 2002 a 2018, dentre os 954 processos administrativos sancionadores julgados pela autarquia, 65 envolviam o ilícito de *insider trading*. Aqui, por sua vez, apenas nove abordam o delito.

Quanto à influência da regulação de mercado para a interpretação dos tipos penais, observa-se que em apenas alguns julgados houve retorno expresso às normativas da CVM para a determinação

da tipicidade formal e exame dos elementos normativos acima, cuja proporção é apontada abaixo (Gráfico 2). Ressalva-se que, para esse levantamento, foram consideradas apenas menções diretas a regulação do mercado.

Gráfico 2 – Retorno à regulação para análise dos elementos normativos do tipo, nas sentenças analisadas

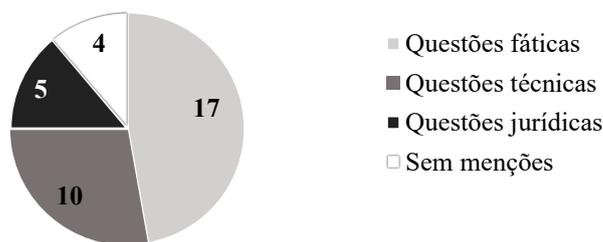


Fonte: elaborado pelo autor

Nesse contexto, destaca-se a remissão nos julgamentos do crime de *insider trading* à então vigente ICVM 358/2002 e à Lei das S.A. para tratar do elemento “informação relevante”, analisando sua aplicabilidade ao caso concreto. Ainda mais relevante é a verificação de que, ao contrário do que sugere a doutrina, 9 entre os 21 processos realizaram o acertamento do caso penal sem qualquer menção expressa às normativas da CVM para definir os elementos do tipo, apesar das expressões de acessoriedade apontadas anteriormente.

No tocante à influência do PAS para a resolução dos processos criminais, essa se concentrou em questões fáticas e técnicas, ao passo que, nas questões jurídicas, houve a preponderância de uma análise independente promovida pelo juízo criminal – mesmo que apoiada na regulação do mercado. Considerada a possibilidade da análise de mais de uma modalidade por caso, estas seguiram a seguinte proporção (Gráfico 3):

Gráfico 3 – Influência PAS no processo penal



Fonte: elaborado pelo autor

Quanto às questões fáticas, sua predominância é vista com naturalidade, pois é regular a utilização de provas emprestadas do PAS na ação penal, em muitos casos concentrando o acervo probatório colhido. Dessa forma, houve grande convergência de provas trazidas em ambas as esferas, o que impede que os julgadores cheguem a conclusões opostas diante do conhecimento de diferentes fatos, trazendo maior racionalidade ao sistema de justiça – o que não obsta que as análises fáticas cheguem a resultados diferentes (c.f. item 4). Por sua vez, as questões técnicas foram

analisadas principalmente a partir dos relatórios da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), do Termo de Acusação do PAS e de oitivas de membros.

A interface entre as esferas também é refletida nos resultados alcançados no julgamento dos ilícitos penais e de mercado. Comparando as decisões proferidas, os casos foram divididos em três grupos (Gráfico 4): 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**, quando verificada a inexistência de PAS correspondente à ação penal, celebração de acordos de suspensão condicional do processo ou termo de compromisso no PAS,<sup>29</sup> desclassificação ou extinção da pretensão punitiva.

Gráfico 4 – Comparação Processo Penal e PAS



Fonte: elaborado pelo autor

Por sua vez, dentre os casos em que as decisões encontraram alguma linha de divergência, observa-se a seguinte divisão: **em dois**, houve condenação na esfera criminal e absolvição no PAS; **em quatro**, houve absolvição na esfera criminal e condenação no PAS; e, por fim, **em um** caso, houve condenação criminal pelo ilícito de manipulação de mercado que sequer foi imputado no âmbito administrativo (caso OSX).

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

Caso	Tipo penal	Processo Penal	PAS
Mundial <sup>30</sup>	27-C	Condenação	Absolvição
OGX Petróleo	27-C	Condenação	Absolvição
Brasil Ecodiesel	27-D	Absolvição	Condenação
Corretora Noninvest	27-C	Absolvição	Condenação
Corretora São Paulo	27-C	Absolvição	Condenação
Corretora Schahin	27-C	Absolvição	Condenação
OSX	27-C e 27-D	Condenação penal por ilícito não imputado no PAS	

Fonte: elaborada pelo autor

<sup>29</sup> Destaca-se que a comparação foi considerada prejudicada nos casos de suspensão condicional do processo e de celebração de termo de compromisso, pois, em ambas as modalidades, sua celebração não importa em confissão quanto à matéria de fato nem no reconhecimento da tipicidade da conduta imputada, conforme definem o art. 11, § 11º, da Lei 6.385, de 1976, e o art. 89 da Lei 9.099, de 1995. Assim, o *nolo contendere* não poderá ser interpretado como condenação ou absolvição, mas como acordo entre acusação e defesa para que se veja encerrado o processo.

<sup>30</sup> Referente ao processo-crime de autos 5021321-43.2013.4.04.7100/RS.

Diante disso, observa-se que o intrincamento linguístico entre os tipos penais de manipulação de mercado e *insider trading* com seus correspondentes ilícitos de mercado (c.f. ponto 4) não impediu o alcance de resultados divergentes, sendo que todas as divergências verificadas foram em relação aos delitos acima.

Ainda que se utilizem do acervo probatório colhido no PAS e da regulação da CVM para a interpretação dos crimes contra o mercado de capitais, nota-se que, de fato, os juízes criminais têm assumido sua independência para a análise do processo, mesmo que implique decisões divergentes com a CVM. A situação merece destaque quanto às questões jurídicas, as quais constituíram o foco das divergências observadas, seja em relação a conceitos próprios da regulação de mercado (como o de “fato relevante”) ou comuns ao direito (como “fraude” ou “operações simuladas”).

Nesse contexto, à luz do princípio da inafastabilidade da jurisdição e da consagração da independência das instâncias pelo STF, as teses de simples sujeição do juiz criminal às interpretações administrativas de questões jurídicas não parecem trazer solução adequada. Por outro lado, ainda que os Tribunais priorizem a independência absoluta, deve-se destacar que tal posicionamento pode também dificultar a definição do risco permitido pelo intérprete, com a criação de situações de dúvida. Exemplo disso se observa nos casos tratados no item 5, com situações hipotéticas que, apesar de não refletidas diretamente nos processos criminais analisados, não estão distantes da realidade, especialmente frente ao número de decisões divergentes observado entre as esferas.

Como estabelece Leite (2013, p. 160), esse estado de dúvida do intérprete não pode ser visto apenas como obrigação sua de ser sanada, mas também faz surgir um “dever do Estado de formular proibições claras” e de “garantir que a aplicação judicial seja coerente”. Assim se alcançaria o objetivo que, desde o princípio, deveria orientar a interface entre as esferas: a construção de um sistema jurídico dotado de racionalidade interna (COSTA, 2013, p. 119).

Em que pese haver um esforço para a análise conjunta dos elementos normativos do tipo a partir da regulação administrativa (c.f. gráfico 2), a Constituição impede a vinculação do Judiciário a interpretações administrativas sobre conceitos que, mesmo que derivados da regulação, estão inseridos no tipo penal e devem ser compreendidos a partir da racionalidade inerente à esfera criminal.<sup>31</sup> Portanto, as opções de priorizar uma independência absoluta entre as esferas ou de vincular o Judiciário às decisões administrativas não parecem trazer soluções adequadas aos problemas observados. Assim, uma vez transportados ao tipo penal conceitos de essência regulatória, o caminho mais adequado parece ser o da construção de entendimentos próprios do direito penal, mas com uma racionalidade particular que não desconsidere o conteúdo da norma administrativa, cuja dilapidação ocorrerá gradualmente na jurisprudência.

## Considerações finais

A presente pesquisa buscou analisar como se opera a interface entre as esferas penal e administrativa no julgamento dos crimes contra o mercado de capitais. Em um primeiro momento, verificou-se como essa relação entre as esferas se expressa na interpretação do tipo penal. Na sequência, procedeu-se ao exame dessa influência no processamento desses delitos, tendo em vista a ocorrência de concomitante processo administrativo abordando fatos e ilícitos equivalentes. Ao

---

<sup>31</sup> Interessante foi a solução oferecida no Caso Banestes, no qual o magistrado e o Tribunal sustentaram que o conceito de “informação relevante” trazido pelo tipo penal seria “mais amplo” que aquele da então vigente ICVM 358/2002, tratando-se de conceito autônomo mais aproximado ao disposto na Lei das S.A., satisfeito por meio da mera capacidade de influir na cotação de valores mobiliários, ainda que por curto lapso temporal.

final, foram analisados todos os casos penais já julgados acerca destes crimes, a fim de verificar como tais teorias se apresentam na prática e em quais pontos merecem plena observância, chegando-se às seguintes conclusões:

- a) A acessoriedade administrativa é a melhor ferramenta para o exame das diferentes remissões dos tipos penais da Lei 6.385, de 1976, à regulação do mercado;
  - o crime do art. 27-C contempla apenas formas de acessoriedade conceitual;
  - o delito do art. 27-D contém tanto formas de acessoriedade conceitual quanto de acessoriedade de direito;
  - o art. 27-E contempla as três formas de acessoriedade: conceitual, de direito e ao ato administrativo.
- b) Os Tribunais têm realizado remissões à regulação de mercado para o processamento dos crimes contra o mercado de capitais, mas reservando-se da prerrogativa de interpretá-los de forma independente do entendimento da CVM.
- c) Os PAS/CVM exercem influência direta sobre o acerto dos casos penais a eles correspondentes, com destaque ao uso de provas emprestadas e às questões técnicas;
- d) A interpretação de questões fáticas e jurídicas compreende o principal ponto de divergência no julgamento entre as esferas penal e administrativa.
- e) A absoluta independência entre as esferas dificulta a determinação do risco permitido ao operador do mercado, podendo levar a situações de erro de proibição inevitável ou erro de tipo.
- f) O direito penal deve buscar a construção de conceitos particulares aos elementos normativos do tipo, mas com uma racionalidade particular que não desconsidere o conteúdo da norma administrativa e, assim, evite o estado de dúvida.

## Referências

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de São Paulo, 2009.

BACH, Marion. **Leis penais em branco e princípio da legalidade penal: análise à luz da sociedade contemporânea**. Dissertação de mestrado – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná. Curitiba, 2012.

BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. **Valor, norma e injusto penal: considerações sobre os elementos normativos do tipo objetivo no direito penal contemporâneo**. Belo Horizonte: D'Plácido, 2018.

BITTENCOURT, Cezar Roberto; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e limites da repressão penal e administrativa**. São Paulo: Quartier Latin. 2018.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso de indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 23. ed.. São Paulo: Saraiva, 2011.

COSTA, Helena Regina Lobo da. **Direito Penal Econômico e Direito Administrativo Sancionador: ne bis in idem como medida de política sancionadora integrada**. 2013. Tese (Livre-Docência em Direito Penal) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos Penais do Uso De Informação Privilegiada (*Insider Trading*) no Direito Brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal; e NETO, Theodomiro Dias (coord). **Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos**. São Paulo: Saraiva, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais. Regime jurídico**. São Paulo: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. In.: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 50. 1983.

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

LEITE, Alaor. **Dúvida e erro sobre a proibição no direito penal: a atuação nos limites entre o permitido e o proibido**. São Paulo: Atlas, 2013.A.

LEITE, Alaor. Dolo e o crime de dispensa ou inexigência ilegal de licitação (art. 89 da Lei 8.666/1993): interpretação restritiva do tipo penal, responsabilidade penal do gestor público e a relevância jurídica da opinião técnica da procuradoria do município (STF, Inq 2.482). In.: **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 21, n. 104, p. 13-30, set./out.. 2013.B.

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

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Volume 1: tomos 1 e 2. São Paulo: Editora FGV, 2015.

MIKALOVSKI, Algacir. **Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação**. Curitiba: Juruá, 2014.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. Pgs.23-34.

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

PRADO, Viviane Müller; CAVALI, Marcelo; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2ª ed. Belo Horizonte: Editora Arraes, 2020.

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

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

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

VIEIRA, Evandro Camilo. Informação relevante e o crime de “insider trading”: limites para interpretação do tipo penal. In.: **Boletim IBCCrim**. n.284, v.24, 2016, p.14-16