

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Direito e Ciências do Estado

CAIO HATAKA BARBOSA

**LIMITES À ADOÇÃO DA PROVA INDICIÁRIA NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS
QUE APURAM A CONDUTA DE INSIDER TRADING SECUNDÁRIO NO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS**

BELO HORIZONTE - MG

2022

CAIO HATAKA BARBOSA

**LIMITES À ADOÇÃO DA PROVA INDICIÁRIA NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS
QUE APURAM A CONDUTA DE INSIDER TRADING SECUNDÁRIO NO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS.**

Trabalho de conclusão de curso apresentado
pelo aluno Caio Hataka Barbosa à Faculdade de
Direito da Universidade Federal de Minas Gerais
como requisito para a obtenção do título de
Bacharel em Direito.

Orientadora: Dra. Rubia Carneiro Neves

BELO HORIZONTE - MG

2022

RESUMO

A apuração da conduta de *insider trading* secundário no mercado de valores mobiliários pela Comissão de Valores Mobiliários parte do pressuposto de que o Poder Punitivo Estatal se manifesta nos diferentes campos do Direito, mas sob a luz de uma unidade principiológica básica. Esses princípios aplicáveis ao processo punitivo seguem a linha da afirmação dos direitos, garantias e deveres fundamentais inerentes ao Estado Democrático de Direito.

Não obstante, a prova indiciária tem sido utilizada, muitas vezes, de maneira indiscriminada, diante da dificuldade em obter um provimento condenatório para as condutas consideradas de alta complexidade probatória.

Isso impõe a reflexão acerca do respeito às garantias individuais na persecução estatal contra indivíduos considerados infratores, que inegavelmente assume uma feição inconstitucional, principalmente por violação das regras atinentes à presunção da inocência, corolário do princípio da dignidade da pessoa humana, norte de todo o paradigma constitucional moderno ocidental.

Palavras Chave: Insider Trading; Mercado de Valores Mobiliários; Poder Punitivo Estatal; Presunção de Inocência; Processo Administrativo Sancionador; prova indiciária.

Sumário

INTRODUÇÃO	3
1 Poder Punitivo Estatal.....	5
1.1 Ato ilícito	5
1.2 Responsabilidade civil, penal e administrativa.....	8
1.3 Fundamentos do Poder Punitivo Estatal	11
1.4 Limites ao exercício do Poder Punitivo Estatal	12
1.5 Princípios constitucionais de processo	14
1.6 Poder Punitivo da Administração.....	16
1.6.1 Processo Administrativo Sancionador	17
2 Insider trading e a regulação da CVM.....	21
2.1 O contexto de criação da CVM e as suas funções.....	21
2.1.1 Política de full disclosure	23
2.1.2 Função regulatória da CVM.....	25
2.2 FUNDAMENTOS DA NORMA ADMINISTRATIVA ANTI INSIDER.....	28
2.3 DAS PROVAS	33
2.3.1 Provas diretas e indiretas	34
2.3.2 Prova indiciária.....	35
2.4 PROVA INDICIÁRIA NO INSIDER TRADING SECUNDÁRIO	37
3 Processos administrativos sancionadores julgados pela CVM	41
3.1 Com condenação pela prática de insider trading secundário	41
3.2 Com absolvição pela prática de insider trading secundário	48
CONCLUSÕES	57

INTRODUÇÃO

O mercado de valores mobiliários foi e permanece sendo um dos mais importantes meios de financiamento de empresas brasileiras que se constituem sob a forma de Sociedade Anônima – S.A. Nesse mercado, há canalização da poupança acumulada pelos agentes superavitários aos agentes deficitários – sendo exemplo as S.A. –, promovendo uma otimização dos fatores de produção¹.

Tendo em vista a importância atribuída ao referido mercado, natural que uma série de normas viessem a regulá-lo, buscando alcançar maior segurança e confiabilidade às negociações ali efetuadas. E dentre essas normas, merece especial atenção aquelas que dispõem acerca das operações fraudulentas praticadas pelos seus agentes.

O *insider trading*, ou ainda Uso Indevido de Informação Privilegiada, é uma das modalidades de operação fraudulenta que mais afeta a confiabilidade do mercado, uma vez que o agente infrator se coloca em posição superior de acesso às informações, obtendo vantagem no momento da negociação. Por esse motivo, coibir esse tipo de prática é um desafio que se mostra necessário como resposta punitiva estatal ao infrator e meio de restauração da ordem jurídica.

Ocorre que, identificar os sujeitos envolvidos nesse tipo de operação fraudulenta não é tarefa fácil, especialmente nos casos de *insider trading* secundário, em que o agente negociador não possui qualquer relação de fidúcia com a Companhia. E é nesse cenário que se insere a prova indiciária, instrumento jurídico utilizado como meio de prova para a comprovação da ocorrência de delitos denominados complexos.

Referido meio de prova, que possui raízes no Direito Processual Penal, tem sido utilizado também nos processos administrativos sancionadores conduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ou seja, aqueles que apuram a conduta de *insider trading* secundário no mercado de valores mobiliários. Por esse motivo, mister que se façam as necessárias ponderações acerca da validade do uso da prova indiciária, para que não se incorra em condenações injustas ou mesmo absolvições por falta de provas.

Nesses termos, o presente trabalho pretende identificar e propor a correta aplicação da prova indiciária na apuração, por parte da CVM, dos casos de *insider trading* secundário.

¹ PIMENTA, Eduardo Goulart. Direito societário. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2017, p. 80.

Para atingir tal objetivo, o primeiro capítulo tratou do Poder Punitivo Estatal, conceituando o ato ilícito e a correspondente responsabilidade civil, penal e a administrativa. O que demandou fossem delineados os contornos desse Poder Punitivo, com os limites e princípios a ele aplicáveis, e apresentado o Direito Administrativo Sancionador, com suas peculiaridades e semelhanças em relação ao Poder Punitivo exercido pela autoridade judiciária.

Passando ao segundo capítulo, procurou-se apresentar breve histórico de regulação do mercado de valores mobiliários, que culminou com a criação da CVM, e o delineamento de suas respectivas funções. Também foram apresentados os fundamentos da norma administrativa que coíbe o *insider trading* secundário, para finalmente adentrar-se no conceito de prova indiciária e sua aplicação para apuração da conduta reportada.

No terceiro capítulo, por sua vez, julgados da CVM foram reunidos e analisados com o objetivo de melhor ilustrar as situações de aplicação da prova indiciária nos casos de *insider trading* secundário, tanto em condenações quanto em absolvições, sendo considerados os mais relevantes para o escopo deste trabalho.

Assim, buscou-se tornar mais claras as premissas e limitações a que está submetido o referido meio de prova, de forma a tornar o mercado de valores mobiliários um ambiente seguro e confiável, sem que se incorra em violações aos princípios constitucionais do atual Estado Democrático de Direito.

1 Poder Punitivo Estatal

O Poder Punitivo Estatal guarda íntima relação com o contrato social reportado por Thomas Hobbes, John Locke, e Jean-Jacques Rousseau, estabelecido nos primórdios da intervenção estatal². Isso porque, com a necessidade de se regular a vida em sociedade, buscando-se preservar as liberdades individuais dos seus integrantes, o Estado cumpriu importante papel quando algumas dessas liberdades eram corrompidas.

Dito isso, e a despeito das deficiências apresentadas pelas inúmeras teorias contratuálistas, é preciso se ter em mente que o poder punitivo é instrumento que garante a estabilização da ordem jurídica, na medida em que modifica uma situação de desequilíbrio no *status quo*, aplicando uma sanção que pode ter tanto caráter reparador como retributivo.

Em outras palavras, o poder punitivo se materializa com o reconhecimento de descumprimento de uma obrigação legal, ou seja, quando da necessária aplicação de uma sanção³.

É evidente que o poder punitivo se manifesta em variadas esferas do Direito, já que uma série de sanções são estabelecidas em normas jurídicas de Direito civil, penal e administrativo. Natural, portanto, que se pense o poder punitivo não como algo único, do qual irradiam efeitos para todos os campos do Direito, mas como espécies de uma atuação estatal que pode ter pontos de encontro, mas que certamente têm suas divergências.

Nesse sentido, para que se possa entender melhor os espectros da atuação punitiva estatal, é preciso estabelecer o conceito base, que dá origem a esse Poder, ou seja, o ato ilícito. É o que será feito na seção subsequente.

1.1 Ato ilícito

O ato ilícito é instituto jurídico que foi inicialmente definido por Kelsen, em sua obra “Teoria pura do Direito”, tomando como base a sanção a qual é dirigida para o seu praticante. Nesses termos, ato ilícito seria uma conduta contrária a uma norma posta, ou

² PRETTI, Gleibe; SILVA, Cintia Maria Trojano da. Contrato Social. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/94831/contrato-social>. Acesso em: jun. de 2022.

³ ARÊDES, Sirlene Nunes. Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013. p. 86-87.

seja, contra o Direito positivo, e a sanção é a medida pela qual se reestabelece uma situação conforme ao Direito⁴.

O autor ainda acrescenta que não é a mera ação ou omissão contrária ao Direito que caracteriza o ilícito, ou seja, não há fato por si só considerado ilícito, mas apenas aquele que, levando em conta a consequência estatuída pela ordem jurídica – a sanção – forma o ato delituoso⁵.

Assim, tendo em conta as considerações feitas por Hans Kelsen, pode-se afirmar que o ato ilícito, em termos gerais, é o que dá ensejo ao estabelecimento do Poder Punitivo Estatal.

Embora o conceito apresentado pelo ilustre autor austríaco tenha seus acertos, é necessário fazer ponderações acerca da teoria melhor aceita no Direito brasileiro contemporâneo.

Nesse sentido, o Direito Civil é que fornece um melhor entendimento acerca do tema, na medida em que prevê normativamente⁶ o conceito ora trabalhado, consagrando alguns pontos da teoria apresentada por Kelsen no passado.

Na norma civilista há que se destacar dois pontos: primeiramente, a necessária ação ou omissão de um agente que seja contrária ao direito; e o dano que é causado a outrem decorrente dessa ação ou omissão.

Ou seja, diferente do que afirmava Kelsen, não é apenas uma conduta da qual resulta a imposição de uma sanção que configuraria o ato ilícito, mas seria necessário ainda a existência de um dano decorrente dessa conduta contrária ao Direito.

E não poderia ser diferente, afinal a razão da norma jurídica é proteger os interesses individuais e da coletividade. Nesse sentido, uma conduta, ainda que seja contrária ao Direito, se não provoca danos a qualquer interesse tutelado pela ordem jurídica, não tem o condão de produzir consequências jurídicas, tornando-se irrelevante atribuir-lhe uma sanção.

De todo modo, os ensinamentos de Kelsen mostram-se válidos na conceituação dos diferentes tipos de ilícitos, seja na seara penal, civil ou administrativa, uma vez que todos

⁴ KELSEN, Hans. Teoria pura do Direito. Tradução de João Baptista Machado. 6. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1998. p. 76-77.

⁵ KELSEN, op. cit. p. 78-79.

⁶ BRASIL. Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Art. 186. *Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.*

eles comportam uma espécie de sanção como consequência de um ato praticado em desconformidade ao Direito.

Na seara Civil, conforme visto anteriormente, a norma posta fornece um significado claro do que constitui o ato ilícito, motivo pelo qual a sua conceituação é claramente definida em contraposição aos atos jurídicos lícitos, por ofender ou contrariar direitos ou interesses alheios, causando danos a outrem, e terem como consequência o nascimento de uma obrigação para o agente que o pratica⁷. Ou seja, aqui o dano detém aspecto de patrimonialidade, resolvendo-se no dever de repará-lo monetariamente⁸.

No caso do Direito Penal, é possível conceituar o ilícito sob três aspectos: o formal, o material e o analítico. Pelo aspecto formal, o ilícito penal pode ser definido como aquele ao qual o Direito lhe atribui uma pena como legítima consequência, aproximando-se, também, ao conceito apresentado por Kelsen. Partindo do aspecto material, o ilícito seria aquilo que a sociedade elenca como potencial a ofender direitos individuais, coletivos ou difusos. Por fim, pelo critério analítico, o delito penal deve ser composto por uma ação ou omissão típica, ilícita ou antijurídica e culpável.⁹

Necessário ponderar que os três critérios se complementam, de modo que o ilícito penal será assim considerado quando for ilícito formal, material e analítico.

Ainda na esfera penal, para além da sanção imposta ao praticante de um dos tipos previstos na lei, atribui-se um desvalor ético-social, conforme a doutrina que defende o conceito de ilícito natural. Partindo dessa conceituação, o exercício do Poder Punitivo exercido na esfera penal seria consequência da ilicitude imanente às condutas reprimidas.¹⁰

O ilícito administrativo, por sua vez, embora também dê ensejo ao exercício do Poder Punitivo Estatal, seria desprovido do mencionado desvalor ético-social, sendo considerado eticamente neutro. Assim, a sanção aplicada quando presente a ilicitude administrativa, decorreria, exclusivamente, da presença de uma norma jurídica proibitiva.¹¹

⁷ PEREIRA, Caio Mario da Silva. Responsabilidade civil. 12. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 51.

⁸ SOUZA, Wildson de Almeida Oliveira. Poder administrativo sancionador do estado: discussão do princípio bis in idem pela interface com o Direito Administrativo e o Direito Penal. Dissertação (Mestrado em Direito Constitucional) – Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2020. p. 20.

⁹ PRADO, Luiz Reges. Curso de direito penal brasileiro, volume 1: parte geral: arts. 1º a 120. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista do Tribunais, 2002. p. 206-208.

¹⁰ ARÊDES, Sirlene Nunes. Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013. p. 111.

¹¹ ARÊDES, op. cit. p. 111.

Nesses termos, o ilícito administrativo guardaria relação tanto com o ilícito penal quanto com o ilícito civil. Em relação à esfera civil, a semelhança se dá na medida em que é dispensado o critério de desvalor ético-social, sendo ambos os atos eticamente neutros. Ao passo que a semelhança ao ilícito penal ocorre em razão da sanção jurídica imposta em decorrência da violação da ordem jurídica dispensar a comprovação do dano a outrem, já que esse se dirige à própria sociedade, materializado na lesão ao bem jurídico tutelado pela norma¹². Nesses casos, o dano é pressuposto quando do cometimento do ato ilícito.

É por esse motivo que tanto o ilícito penal quanto o administrativo provocam a reação do Poder Punitivo do Estado, razão pela qual inúmeros direitos e garantias hão de ser compartilhados entre as duas esferas, conforme se demonstrará adiante.

1.2 Responsabilidade civil, penal e administrativa

Intimamente relacionado ao conceito de ato ilícito está a responsabilidade, como decorrência desta em relação àquele. A responsabilidade é meio pelo qual busca-se compensar um dano causado por um indivíduo quando do cometimento do ato ilícito.

E assim como o ato delituoso se diferencia entre os campos do Direito, a responsabilidade também assume feições diversas a depender da sua origem.

Na seara Civil, a responsabilidade é consagrada mediante duas teorias diferentes, mas igualmente aceitas no ordenamento jurídico, sendo elas: a teoria do risco e a teoria da culpa, ou ainda, responsabilidade objetiva e responsabilidade subjetiva.

Pela teoria da culpa, da qual resulta a responsabilidade subjetiva, para que nasça o dever obrigacional de indenizar um prejuízo causado a terceiro, é elementar o exame do aspecto intrasubjetivo do agente causador do dano, ou seja, é preciso que haja culpabilidade – ao violar norma pré-existente, o agente, capaz, não estava em estado de legítima defesa ou de necessidade¹³.

¹² SOUZA, Wildson de Almeida Oliveira. Poder administrativo sancionador do estado: discussão do princípio bis in idem pela interface com o Direito Administrativo e o Direito Penal. Dissertação (Mestrado em Direito Constitucional) – Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2020. p. 20.

¹³ PEREIRA, Caio Mario da Silva. Responsabilidade Civil. 12. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 52/55-57.

É a interpretação que se deve extrair do art. 186, conjugado com o art. 927¹⁴, caput, ambos do Código Civil.

Na outra ponta, a teoria do risco, que enseja a responsabilidade objetiva, surgiu como alternativa para os numerosos casos em que não há propriamente ato ilícito, eis que nesses casos, os atos podem ser lícitos e ainda assim causarem dano. Diante da ausência de conduta ilícita do agente, a aplicação da teoria subjetiva, que pressupõe a caracterização de violação de norma pré-existente por agente culpável, não seria possível, impossibilitando a reparação do dano nesses termos¹⁵.

Nesse sentido, para a teoria objetiva da responsabilidade, dispensa-se a antijuridicidade do fato causador do dano, voltando-se os esforços para a verificação da equação binária evento-dano. Desse modo, basta que se estabeleça uma relação de causalidade entre a ocorrência de um evento e o prejuízo causado a outrem para que nasça o dever de ressarcimento¹⁶.

Referida teoria é prevista em cláusula geral de responsabilidade objetiva, no parágrafo único do art. 927¹⁷ do Código Civil, além de estar contida em inúmeros outros dispositivos do mesmo Diploma Civil, como os art. 936, 937 e 938; e diversos outros ramos do direito, como na legislação trabalhista e a consumerista.

Já no que tange à responsabilidade penal, estar-se a tratar de uma resposta estatal a um fato delituoso tipificado em legislação criminal, ou seja, um crime. Nessa esfera, a responsabilidade ou sanção decorrente assume a feição de uma pena, pelo que se difere da responsabilidade civil, na medida em que confere um caráter repressivo, em vez da essência ressarcitória de que se reveste a sanção civil.¹⁸

Ainda, cumpre ressaltar que a função da pena não se confunde com o seu conceito, que pode ser definida como o mal, ou seja, a sanção, que se impõe como decorrência de um preceito normativo penal¹⁹. Desse modo, embora a responsabilidade penal tenha

¹⁴ BRASIL. Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Art. 927. *Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.*

¹⁵ PEREIRA, Caio Mario da Silva. Responsabilidade civil. 12. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 323.

¹⁶ PEREIRA, op. cit. p. 325.

¹⁷ BRASIL. Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Art. 927. [...] *Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.*

¹⁸ CHAVES, Antônio. Tratado de Direito Civil. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982-1985. p. 47-49.

¹⁹ BITENCOURT, Cezar Roberto. Coleção tratado de Direito Penal. v. 1. 26. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 309-310.

origem e função diversas daquelas apresentadas pela responsabilidade civil, um ponto em comum pode ser apontado, que é o caráter de sanção decorrente de um ato ilícito já apresentado por Kelsen.

Igualmente, a responsabilidade na esfera administrativa obedece aos mesmos preceitos ministrados pelo jurista austríaco acerca do que constitui o ilícito. Nesses termos, a responsabilidade administrativa é verificada pela imposição de uma sanção, que embora também decorra do Poder Punitivo Estatal, assim como a pena, apresenta peculiaridades, como a autoexecutoriedade, ou ainda, a impossibilidade de conversão em uma medida restritiva da liberdade²⁰.

Estabelecidas as suas diferenciações para a pena, sanção imposta em decorrência de um ato ilícito penal, a sanção administrativa pode ser conceituada como uma resposta a uma conduta ilícita tipificada em matéria de Direito Administrativo, tendo alcance geral e *para o futuro*²¹.

Feitas essas considerações, é possível observar o intercâmbio de conceitos apresentados pelas diferentes esferas do Direito no que tange à responsabilidade, sendo que cada uma assume feições próprias inerentes às funções atribuídas às sanções decorrentes do cometimento de um ato ilícito.

Em outros termos, são as semelhanças verificadas entre os tipos de responsabilidade que permitirão o encontro de pontos em comum no desenvolvimento dos processos que apuram as condutas ilícitas praticadas por um indivíduo.

Esses pontos em comum serão melhor desenvolvidos em momento oportuno, posteriormente à apresentação dos fundamentos presentes no ordenamento jurídico pátrio para o exercício do Poder Punitivo Estatal.

²⁰ ARÊDES, Sirlene Nunes. Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013. p. 103.

²¹ SOUZA, Wildson de Almeida Oliveira. Poder administrativo sancionador do estado: discussão do princípio bis in idem pela interface com o Direito Administrativo e o Direito Penal. Dissertação (Mestrado em Direito Constitucional) – Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2020. p. 21.

1.3 Fundamentos do Poder Punitivo Estatal

O Poder Punitivo Estatal deriva, ainda que indiretamente, do contrato social havido entre sociedade e Estado para a proteção e promoção dos interesses de todos. Sob esse aspecto, o Estado assume a função de garantidor dos direitos individuais e da coletividade, detendo o poder de punir os indivíduos que venham a ofender quaisquer desses direitos.

A leitura de três dispositivos da Constituição Federal de 1988 permitem um melhor entendimento desse fundamento:

Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito;

XLI - a lei punirá qualquer discriminação atentatória dos direitos e liberdades fundamentais;

O caput do art. 5º acima transcrito consagra o papel garantidor do Estado em relação aos direitos e garantias fundamentais, isto é, a vida, a liberdade, a igualdade, a segurança e a propriedade. Nesse sentido, buscando resguardar referidos direitos é que compete ao Estado instituir instrumentos que sejam capazes de oferecer uma resposta a qualquer violação que a eles venha a ocorrer.

Os incisos XXXV e XLI da referida norma confirmam o poder/dever conferido ao Estado na promoção dessas garantias fundamentais, ao afirmar a necessidade de uma resposta punitiva estatal quando presente alguma violação.

Inúmeros outros incisos do art. 5º também podem ser elencados como fundamento para a pretensão punitiva, na medida em que cada um deles destaca a proteção de um direito ou garantia fundamental, cabendo citar: inciso X (proteção à intimidade, vida privada, honra e imagem); inciso XXII (proteção à propriedade); inciso XXXII (proteção ao consumidor).

Nesses termos, com a instituição de um direito ou garantia fundamental no texto constitucional, nasce paralelamente o dever do Estado de promovê-lo, seja com uma prestação positiva – por exemplo, com o estabelecimento de políticas de saúde pública –, com uma prestação negativa – abstendo-se de intervir em propriedade alheia –, ou ainda com a manifestação do poder punitivo – quando presente a violação da norma jurídica e ofensa a interesses alheios.

Dito isso, necessário estabelecer as bases sobre as quais pode ser exercido o Poder Punitivo Estatal, com apresentação dos princípios limitadores e diretrizes a serem respeitados.

1.4 Limites ao exercício do Poder Punitivo Estatal

Uma vez conceituado o que é o Poder Punitivo Estatal e sobre quais fundamentos ele se assenta, é preciso esclarecer os limites impostos ao seu exercício, presentes em sua maioria no texto constitucional.

Embora não se possa afirmar que exista um único Poder Punitivo, todas as manifestações dessa potestade estatal possuem raízes comuns que permitem um entrelaçamento de limitações, derivadas, atualmente, da observância aos princípios instituídos pelo Estado Democrático de Direito a qual se insere a sociedade brasileira.²²

Nesse sentido, pode-se estabelecer uma matriz unitária aplicável a todas as manifestações do Poder Punitivo, sendo composta pela legalidade, tipicidade, responsabilidade pessoal e subjetiva, presunção de inocência, devido processo legal, individualização da pena e *ne bis in idem*; com o fim de garantir a segurança jurídica dos indivíduos submetidos à sanção estatal e àqueles que tiveram seus direitos violados pela conduta de terceiros.²³

É preciso esclarecer que, assim como os indivíduos governados, o Estado também se submete às regras constitucionais, razão pela qual todo o Poder Estatal se manifesta em estrita conformidade aos princípios previstos na Constituição. Isso porque, os princípios presentes na Carta Magna refletem a lógica-normativa peculiar e funcional de todo o sistema jurídico, traduzindo, juntamente com os direitos, garantias e deveres fundamentais, o núcleo semântico-normativo de proteção-emancipação-plenipotencialização do Estado de Direito²⁴.

²² ARÊDES, Sirlene Nunes. Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013. p. 87.

²³ ARÊDES, op. cit. p. 87.

²⁴ OLIVEIRA, Márcio Luís de. A Constituição juridicamente adequada. 1 reimp. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016. p. 285/398/436.

E ainda, cabendo ao Estado o dever de prover os direitos, garantias e deveres fundamentais, estar-se-á a afirmar a força normativa da Constituição, na medida em que referidos institutos passam de preceitos normativos estritamente elencados político-sociologicamente para uma efetiva representação dos ideais vigentes em determinada sociedade²⁵.

Nesse sentido, os direitos fundamentais – seja sob a forma de garantias negativas (direitos de defesa), ou de garantias positivas (direitos de prestações) – servem como vetor para interpretação e aplicação das demais normas constitucionais e infraconstitucionais²⁶; e a principiologia jurídica seria a base autorreferencial da Constituição, servindo nos processos de construção e interpretação dos próprios direitos, garantias e deveres fundamentais, permitindo a sua conservação e atualização, conforme evoluem os valores de uma sociedade²⁷. Ou seja, os princípios jurídicos delimitam a moldura sob a qual os direitos, garantias e deveres fundamentais devem ser aplicados nas relações intersubjetivas e entre sujeitos e Estado, garantindo a plenipontencialização de todos esses direitos e uma melhor conformação da aplicação da norma jurídica.

Dentre esses princípios que efetivam os direitos e garantias fundamentais é preciso citar a dignidade da pessoa humana, sendo por vezes considerado instituto *a priori* em relação à Constituição, cabendo a esta apenas o seu reconhecimento e reafirmação perante a sociedade²⁸. Nesses termos, a dignidade da pessoa humana seria princípio fundamental, do qual derivam inúmeros outros com aplicação mais específica nas relações de Direito, como o princípio ou máxima da presunção da inocência, que será melhor trabalhada na seção seguinte.

Cabe mencionar ainda o princípio da legalidade, segundo o qual somente a lei tem o condão de criar obrigações²⁹. Importante ressaltar que a lei, entendida no sentido de norma jurídica, deve ser formal e materialmente válida, para deter potencialidade de força vinculante aos seus destinatários³⁰. Somente quando satisfeitas as premissas de validade

²⁵ OLIVEIRA, Márcio Luís de. A Constituição juridicamente adequada. 1 reimp. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016. p. 237-240/397-398.

²⁶ FERNANDES, Bernardo Gonçalves. Curso de Direito Constitucional. 9. ed. rev. ampl. e atual. Salvador: JusPODIVM, 2017. p. 323.

²⁷ OLIVEIRA, op. cit. p. 439.

²⁸ SOUZA, Wildson de Almeida Oliveira. Poder administrativo sancionador do estado: discussão do princípio bis in idem pela interface com o Direito Administrativo e o Direito Penal. Dissertação (Mestrado em Direito Constitucional) – Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2020. p. 58-61.

²⁹ Cf. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, art. 5º, inciso II.

³⁰ OLIVEIRA, op. cit. p. 503-504.

da norma jurídica é que se pode impor a relativização de algum direito ou garantia fundamental³¹.

Outros princípios que servem como balizas para a atuação do Poder Punitivo do Estado são o da ponderação de valores, que serve de parâmetro para a resolução de aparentes conflitos de direitos e garantias fundamentais, em que se deve estabelecer a precedência sistêmica de um em relação a outro³²; princípio da razoabilidade, para a realização do juízo de moderação do grau de relativização que deve ser imposto um direito ou garantia fundamental³³; princípio da proporcionalidade, que atua delimitando a relativização de direitos e garantias que seja menos gravosa possível aos sujeitos de Direito e à própria lógica de proteção do sistema jurídico³⁴; e o princípio da adequabilidade, segundo o qual a melhor resposta possível frente à um aparente conflito de direitos e garantias fundamentais é a reconstrução discursiva/dialógica entre os sujeitos envolvidos, sob argumentos jurídicos³⁵.

Há que se observar que princípios são aplicáveis aos processos judiciais e administrativos, pelo que se passa a detalhá-los a seguir.

1.5 Princípios constitucionais de processo

O Poder Punitivo Estatal manifesta-se quando o Estado é acionado para verificar se determinado indivíduo cometeu um ato ilícito ou praticou conduta que enseja a aplicação da responsabilidade independentemente de ilicitude, gerando a pretensão punitiva que será manifestada via processo judicial ou ainda administrativo. Ocorre que o processo – procedimento regido pelo contraditório³⁶ – constitucionalmente regulado deve seguir uma série de princípios derivados do devido processo legal para que se possa oferecer considerável segurança jurídica aos jurisdicionados.

Isso porque, no Estado Democrático de Direito, em que se privilegia os direitos e garantias decorrentes da proteção da dignidade da pessoa humana, o processo ultrapassa

³¹ OLIVEIRA, Márcio Luís de. A Constituição juridicamente adequada. 1 reimp. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016. p. 505.

³² OLIVEIRA, op. cit. p. 532-536.

³³ OLIVEIRA, op. cit. p. 537-541.

³⁴ OLIVEIRA, op. cit. p. 542-548.

³⁵ OLIVEIRA, op. cit. p. 548-554.

³⁶ GONÇALVES, apud FERNANDES, Bernardo Gonçalves. Curso de Direito Constitucional. 9. ed. rev. ampl. e atual. Salvador: JusPODIVM, 2017. p. 518.

a esfera da legalidade, inserindo-se na órbita da constitucionalidade, podendo, por esse motivo, ser definido como um devido processo constitucional³⁷⁻³⁸. E é nesse campo de proteção que o devido processo passa a abarcar inúmeros outros princípios decorrentes, como o do contraditório, o da ampla defesa, o do juiz natural, o da presunção de inocência, dentre outros.

Sendo o contraditório elemento identificador do processo quando em confronto a um simples procedimento, cabe aqui conceituá-lo como a oportunidade dada às partes de contribuírem em igualdade para a construção do provimento do julgador³⁹. Ou seja, o juiz deve fornecer aos litigantes iguais condições de convencê-lo sobre a tese apresentada, construindo o provimento de forma dialógica e participativa.

A ampla defesa, por sua vez, consiste em fornecer às partes meios legais suficientes para defenderem sua respectiva tese em determinado processo. Na área penal, a ampla defesa é dividida em defesa técnica, que é aquela prestada por profissional do Direito ao sujeito passivo; e a defesa pessoal, que pode ser positiva – pressupondo uma atuação do agente em determinadas procedimentos – ou ainda negativa – quando o sujeito se nega a declarar algo no processo⁴⁰.

Ainda, como decorrência do princípio do devido processo constitucional, há o princípio do juízo natural⁴¹, segundo o qual todo fato punível só pode ser julgado por órgãos pré-constituídos, proibindo-se, assim, os chamados Tribunais de Exceção⁴². Com base nesse princípio, limita-se a atuação do Poder Punitivo Estatal, instituindo-se a legalidade não só em relação às normas de conduta e às que impõem sanções, mas também em relação ao ente competente para julgar determinado fato ilícito.

Por fim, dentre os princípios que regem o devido processo constitucional, importante mencionar o da presunção da inocência, princípio que veda “qualquer forma de prejulgamento por parte do aparato estatal e da própria sociedade, bem como dos órgãos do Poder Judiciário”⁴³. Desse modo, o princípio da presunção de inocência atua sobre as

³⁷ FERNANDES, Bernardo Gonçalves. Curso de Direito Constitucional. 9. ed. rev. ampl. e atual. Salvador: JusPODIVM, 2017. p. 519.

³⁸ OLIVEIRA, Márcio Luís de. A Constituição juridicamente adequada. 1 reimp. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016. p. 362.

³⁹ FERNANDES, op. cit. p. 519.

⁴⁰ LOPES JR., Aury. Direito Processual Penal. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 110-118.

⁴¹ Cf. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, art. 5º, inciso XXXVII.

⁴² FERNANDES, op. cit. p. 520.

⁴³ FERNANDES, op. cit. p. 523.

regras que atribuem os ônus da prova entre os sujeitos de um processo, seja ele de natureza judicial ou administrativa⁴⁴.

Necessário pontuar a estreita relação entre a presunção da inocência e o princípio da dignidade da pessoa humana, razão pela qual é amplamente difundida, não só na Constituição Federal brasileira⁴⁵, como também nos documentos internacionais de defesa dos direitos humanos, a exemplo da Declaração Universal dos Direitos do Homem de 1948 e a Convenção Americana Sobre os Direitos Humanos.⁴⁶

Ainda, acerca do mencionado princípio, uma série de deliberações do Supremo Tribunal Federal tem sido feitas quanto ao seu alcance, para que se possa produzir efeitos contra um acusado com base em um acórdão condenatório, ainda que este não opere a coisa julgada. Entretanto, cabe mencionar a posição de inúmeros doutrinadores, segundo os quais a flexibilização do princípio da presunção da inocência não poderia ocorrer por uma modificação interpretativa, na medida em que a Constituição é clara na sua disposição acerca dessa cláusula pétrea. Assim, órgão nenhum, mesmo um Tribunal Constitucional, teria o condão de interpretar a Constituição para além de um sentido literal, com o fim de aumentar o Poder Punitivo Estatal.⁴⁷

Portanto, resta clara a imperatividade no que diz respeito à observância dos princípios constitucionais de processo para o exercício do Poder Punitivo Estatal, categoria na qual se inclui o Poder Punitivo da Administração, que será estudado em seus pormenores, em razão da sua especificidade no Direito punitivo.

1.6 Poder Punitivo da Administração

A Administração tem o papel de regular a autonomia privada, nos diferentes setores da economia, com o fim de promover os direitos e garantias fundamentais constitucionalmente assegurados⁴⁸. A partir dessa regulação é que nasce a atividade de

⁴⁴ OLIVEIRA, Márcio Luís de. A Constituição juridicamente adequada. 1 reimp. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016. p 364.

⁴⁵ Cf. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, art. 5º, inciso LVII.

⁴⁶ FERNANDES, Bernardo Gonçalves. Curso de Direito Constitucional. 9. ed. rev. ampl. e atual. Salvador: JusPODIVM, 2017. p. 523.

⁴⁷ FERNANDES, op. cit. p. 524-529.

⁴⁸ ARÊDES, Sirlene Nunes. Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013. p. 56-58.

polícia, na medida em que equilibra o exercício de direitos individuais por parte de todos, limitando-os a um *quantum* em que um não interfira na esfera dos demais⁴⁹.

No exercício do poder de polícia, que é “a atividade do Estado consistente em limitar o exercício dos direitos individuais em benefício do interesse público”⁵⁰ está inserido o Poder Punitivo da Administração, decorrente do descumprimento, por parte de um sujeito regulado, de algum preceito normativo previsto em norma administrativa.

O Poder Punitivo da Administração, como faceta do *ius puniendi* estatal, imprescinde dos direitos e garantias constitucionais já trabalhadas, para que seja legítima qualquer decisão que venha a restringir direitos dos administrados. Em outras palavras, todos os princípios limitantes da atuação estatal aplicam-se na Administração Pública, inclusive aqueles que tratam do devido processo constitucional.⁵¹

É por esse motivo que a próxima seção cuidará dos contornos do Direito Administrativo Sancionador, ponto central para o entendimento do tema ora proposto.

1.6.1 Processo Administrativo Sancionador

O Processo Administrativo Sancionador é meio pelo qual a Administração Pública exerce seu Poder Punitivo, com o fim de fornecer uma resposta estatal à violação de norma com conteúdo de Direito Administrativo.

Tratando-se de processo, que como já visto é espécie de procedimento no qual impera o contraditório, uma série de princípios devem ser observados, sob pena de se construir um provimento final padecido de vício de validade.

Importante mencionar que o processo administrativo possui princípios próprios que lhe são inerentes, em decorrência da especificidade de se defender, em última análise, o interesse público, seja ele manifestado por direitos da coletividade, ou ainda, por direitos individuais no espectro de toda essa coletividade. São os princípios da oficialidade, da

⁴⁹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito administrativo. 32. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2019 p. 314-315.

⁵⁰ DI PIETRO, op. cit. p. 319.

⁵¹ ARÊDES, Sirlene Nunes. Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013. p. 65.

gratuidade, e da atipicidade, além de todos aqueles presentes na legislação⁵² que trata acerca do processo administrativo.

Mas são os princípios constitucionais de processo que melhor oferecem uma resposta ao problema que se propõe, ou seja, nas hipóteses de processo administrativo que julga a conduta de *insider trading* secundário. Isso porque, em referidos casos, evidencia-se a proximidade existente entre o Poder Punitivo exercido na esfera penal, pelo Poder Judiciário, e aquele de competência do ente administrativo, qual seja, o Poder Punitivo da Administração.

Por esse motivo, é possível apontar um compartilhamento entre as referidas esferas de uma base principiológica comum, ainda que não se adote a teoria da unidade do Poder Punitivo Estatal.

Essa base principiológica comum assenta-se no dever estatal em promover os direitos e garantias fundamentais consagrados na Carta Magna, o que somente é alcançado quando se aplicam as regras do devido processo legal sob um viés substancial.⁵³

Visto de outro modo, a transposição dos princípios que regem a atuação estatal na esfera penal ao Direito Administrativo Sancionador seria uma forma pela qual a ordem jurídica atuaria em defesa das liberdades individuais e da dignidade da pessoa humana, contra a ingerência estatal que afrontem esses valores.⁵⁴

Inclusive, o próprio Superior Tribunal de Justiça já chegou a se manifestar em favor dessa transposição de garantias penais ao Processo Administrativo Sancionador, quando do julgamento do Recurso Ordinário no Mandado de Segurança nº 24.559-PR⁵⁵, reforçando a importância do tema.

Mas isso não exclui a posição daqueles doutrinadores que defendem a necessidade de se realizar a transposição de princípios de maneira mitigada, tendo em vista as singularidades de que se reveste a relação de Direito Administrativo. Ocorre que,

⁵² BRASIL. Lei nº 9.784 de 29 de janeiro de 1999. Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

⁵³ SOUZA, Wildson de Almeida Oliveira. Poder administrativo sancionador do estado: discussão do princípio bis in idem pela interface com o Direito Administrativo e o Direito Penal. Dissertação (Mestrado em Direito Constitucional) – Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2020. p. 12-14/21/65-67.

⁵⁴ MEDEIROS, Alice Bernardo Voronoff de. Por um discurso de justificação e aplicação para o direito administrativo sancionador no Brasil. Tese (Doutorado em Cidadania, Estado e Globalização) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2017. p. 156.

⁵⁵ SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Recurso Ordinário no Mandado de Segurança nº 24.559/PR; Publicação: 01/02/2010; Órgão Julgador: 5ª Turma; Relator: Ministro Napoleão Nunes Maia Filho.

assumindo que as peculiaridades da relação administrativa impõem uma aplicação diferida dos princípios que regem a relação penal, não se está a afirmar o modo pelo qual tal diferenciação deva ocorrer, o que gera distorções na maioria dos casos.⁵⁶

No presente estudo, não se pretende apontar os méritos ou defeitos de nenhuma das duas correntes, mas apenas demonstrar que existem sim princípios que são transplantados de forma imaculada de um campo do Direito ao outro, como o princípio da presunção da inocência, enquanto outros necessitam de um melhor detalhamento para apresentar a sua máxima efetividade.

E é sobre os princípios comuns, ou seja, aqueles transportados sem modificações, especialmente os que tratam do devido processo legal/constitucional, que melhor possibilita o entendimento da aplicação da prova indiciária no âmbito do Processo Administrativo Sancionador que apura a conduta de *insider trading* secundário. Isso pois, o tema da prova e a sua valoração são institutos trabalhados dentro do campo processo, independente do seu caráter judicial ou administrativo.

Dentre esses princípios, o de maior relevância para o desenvolvimento deste estudo é o princípio da presunção da inocência, que impõe regra de tratamento ao longo do processo, bem como decisão favorável ao acusado quando presente dúvida razoável acerca da tese acusatória.⁵⁷

Cumprе ressaltar que referido princípio é amplamente aceito nos processos em esfera administrativa, não se admitindo qualquer argumentação no sentido de não aplicabilidade por presunção de veracidade dos atos da Administração. Argumentar nesse sentido seria afastar o ideal de igualdade entre as partes, minando os fundamentos do devido processo legal e constitucional.⁵⁸

Conclusão semelhante pode ser alcançada por aplicação do princípio da culpabilidade, segundo o qual é fator necessário à imputação da norma de Direito Administrativo a prática de uma ação com culpa ou dolo⁵⁹. Isto é, salvo previsão legal em contrário até que seja demonstrada a culpabilidade do agente acusado de praticar ato ilícito

⁵⁶ MEDEIROS, Alice Bernardo Voronoff de. Por um discurso de justificação e aplicação para o direito administrativo sancionador no Brasil. Tese (Doutorado em Cidadania, Estado e Globalização) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2017. p. 156-159.

⁵⁷ GUARDIA, Gregório Edoardo Rapahel Selingardi. Princípios processuais no direito administrativo sancionador: um estudo à luz das garantias constitucionais. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 109, p. 773-793, jan./dez. 2014. p. 787.

⁵⁸ GUARDIA, op. cit. p. 787.

⁵⁹ GUARDIA, op. cit. p. 788.

administrativo, prevalece a posição de que ele é inocente, sendo imprescindível a existência de prova clara e convincente dos fatos, respeitadas todas as garantias constitucionais para a sua obtenção⁶⁰.

Pelo exposto, é evidente que a atuação estatal no sentido de punir determinado fato considerado ilícito deve observar uma série de princípios que regem tanto o processo judicial quanto o administrativo. Isso porque, não se pode olvidar que a função do Estado é promover o bem de todos, efetivando os direitos e garantias fundamentais que formam o Estado Democrático de Direito, e que refletem o *telos* civilizatório da sociedade moderna.

Havendo limites à pretensão punitiva, não é qualquer espécie de prova, ou ainda, algumas espécies de prova não tem o condão de, sozinhas, sustentar um provimento condenatório; quando se busca respeitar os princípios constitucionais do processo, especialmente aquele que se impõe tratar um indivíduo como inocente fosse, até que se possa convencer do contrário.

Acerca das provas e do papel regulatório que se atribui à Administração, em específico à Comissão de Valores Mobiliários, cuidará o capítulo seguinte, de forma a delimitar os contornos da responsabilização administrativas dos praticantes de *insider trading* secundário.

⁶⁰ GUARDIA, Gregório Edoardo Rapahel Selingardi. Princípios processuais no direito administrativo sancionador: um estudo à luz das garantias constitucionais. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 109, p. 773-793, jan./dez. 2014. p. 787.

2 *Insider trading* e a regulação da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, criada em 1976, pela Lei 6.385, ao assumir a regulação do mercado de valores mobiliários em conjunto com o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil⁶¹, passou a disciplinar os atos ilícitos praticados em atividades envolvendo a emissão e a negociação de valores mobiliários.

Com isso, uma série de normas foram editadas pela CVM para coibir as chamadas operações fraudulentas, em consonância ao que dispõe a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76), e posteriormente incorporadas à própria Lei 6.385/76 em seu Capítulo VII-B, prevendo, assim, os crimes contra o mercado de capitais.

Para os fins deste trabalho, importante compreender o poder de normatizar atribuído por lei à CVM em relação ao uso de informação privilegiada e os contornos da regulação judicante desse instituto pela autarquia, especialmente no que se refere à aplicação da prova indiciária para fins de punição de *insider trading* secundário.

Antes de realizar essa abordagem, cumpre tecer breves considerações sobre a criação da autarquia e as outras funções sob sua competência.

2.1 O contexto de criação da CVM e as suas funções

A CVM, como agência reguladora do mercado de valores mobiliários, surgiu em meio a um cenário de incertezas, em um momento em que o capital aplicado no mercado alcançou um quadro de estagnação após intensa especulação. Entender esse cenário é primordial para o entendimento dos objetivos almejados na atribuição de funções à agência.

Nesse sentido, nota-se que os contornos da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro tiveram como ponto de partida um incentivo governamental na década de 60, realizado pelo Governo Castello Branco para estimular as atividades de investimentos ainda incipientes no Brasil, que, à época, priorizava aplicações em ativos reais⁶².

⁶¹ LEÃES, Luís Pais de Barros. Mercado de capitais e "insider trading". São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 68.

⁶² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. p. 55.

Buscando modernizar a regulação do mercado de capitais e atrair mais investimentos foram promulgadas as Leis 4.595/64 e 4.728/65, sendo que a primeira tratou de implantar o Sistema Financeiro Nacional, com a criação do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Banco Central do Brasil – BCB, enquanto a segunda promoveu a estruturação do mercado de capitais, segmentando as atividades das instituições financeiras, em busca de maior qualidade e eficiência na sua execução.

Assim, com a modernização da regulação e os estímulos implementados para o desenvolvimento do mercado, a exemplo das medidas fiscais que favoreciam os agentes a aplicar parte do imposto de renda devido nos Fundos 157, um volume expressivo de investidores ingressou no mercado de capitais, criando um forte movimento especulativo. Essa onda de especulação foi seguida de uma realização de lucros por parte de investidores experientes, e uma depressão do mercado nos anos subsequentes, que não mais comportava um crescimento tão elevado nas cotações dos valores mobiliários.⁶³

A partir desse momento, ficou evidente a fragilidade do mercado de capitais e a necessidade de se adotar uma regulamentação mais moderna e eficaz, já que os objetivos dispostos na Lei 4.728/65⁶⁴, não haviam sido alcançados.

Em virtude disso, em meados da década de 70 foi promulgada a Lei 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários, transferindo-lhe parte da competência que antes era destinada ao BCB e ao CMN. No mesmo ano, a Lei 6.404/76 tratou de modernizar a regulação das sociedades anônimas, queurgia por um diploma mais moderno, que se adequasse à nova realidade do mercado de capitais⁶⁵.

⁶³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. p. 56-57.

⁶⁴ BRASIL. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965. Art. 2º *O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem; II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários; V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.*

⁶⁵ LEÃES, Luís Pais de Barros. Mercado de capitais e "insider trading". São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 134-135.

A Lei 6.385/76 tornou-se o principal norte para a regulação do mercado de valores mobiliários, e visando criar ambiente propício ao seu desenvolvimento, atribuiu à CVM as funções consultiva, fiscalizadora, registrária, de fomento e normativa⁶⁶.

Em verdade, as referidas funções supracitadas estão inseridas no complexo do papel regulatório exercido por uma agência reguladora, como o é a CVM, que abrange as funções normativas, executivas e judicantes⁶⁷, como reflexo da separação de poderes inerente ao Estado de Direito brasileiro.

Portanto, entendido o retrospecto histórico que culminou com a criação da CVM e mencionadas as funções que lhe foram atribuídas, há que se demonstrar como a experiência do princípio do *full disclosure* americano influenciou no modelo regulatório adotado pelo Brasil em relação ao papel da autarquia. É o que se fará nos tópicos seguintes.

2.1.1 Política de full disclosure

O modelo regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro é nitidamente inspirado na experiência norte-americana, que tem como um dos seus principais pilares a política de *full and fair disclosure*.

Referida política adveio da necessidade de reformulação da forma de regulação adotada no mercado de capitais norte-americano. Isso porque, nos EUA, onde o mercado era substancialmente mais desenvolvido que os demais até a década de 30, uma crise provocada por conta do otimismo no crescimento da economia levou à quebra da bolsa de Nova York em 1929, levantando o debate acerca da importância de adoção de mecanismos de regulação estatal. A partir desse debate é que se inaugurou a estrutura regulatória pautada no *full and fair disclosure*, que se materializou nas normas *Securities Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934⁶⁸.

Essas normas, embora não reproduzidas de imediato no caso brasileiro, já que os passos regulatórios no território pátrio, com esses contornos que conhecemos hoje, se

⁶⁶ TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário, v. 1. São Paulo: Atlas, 2017, p. 526.

⁶⁷ DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Dissertação (Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005.

⁶⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 58-65.

deram apenas na década de 60, com a mudança da perspectiva governamental frente ao impacto que o mercado de capitais tinha e poderia ter na economia nacional, contribuíram muito na formação da estrutura regulatória que seria adotada nos anos subsequentes.

Nesse sentido, o modelo do *full disclosure*, seja aquele originalmente adotado pelos EUA ou a sua reprodução no Brasil, tem como finalidade a proteção dos investidores⁶⁹, que munidos de informações acerca dos emissores, como a companhia, e dos títulos por ela emitidos, teriam a capacidade de decidir pela viabilidade do investimento, diminuindo-se, assim, o risco de utilização de informações privilegiadas por quem quer que seja⁷⁰.

Nesse sentido, o que se busca com esse modelo de ampla divulgação de informações é o alcance de um mercado mais eficiente, em que os preços dos ativos mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles, não havendo sobrevalorização ou subvalorização⁷¹. Assim, espera-se que todos os agentes envolvidos negociem em posição de igualdade, em que cada um dispõe das mesmas informações para construir sua análise particular sobre a expectativa de retorno do investimento realizado.

E para que haja esse amplo acesso informacional aos investidores, existem informações de divulgação obrigatória, como: fatos relevantes, formulário de referência, formulário cadastral e demonstrativos contábeis; além das informações de divulgação voluntária, a saber: detalhamento de informações socioambientais, realização de conferências de resultados e análises de projeções econômico-financeiras⁷².

Dentre essas informações, as que possuem maior relevância em uma possível tomada de decisão por um investimento e que usualmente são relacionadas ao uso indevido de informação privilegiada são aquelas denominadas de atos ou fatos relevantes, uma vez que refletem mudanças no panorama de negócios da companhia que devem ser divulgadas⁷³.

⁶⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 67.

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 385-388

⁷¹ ACOSTA, Felipe Guerra. O Dano aos investidores em casos de fraude ao mercado de capitais: uma análise da jurisprudência brasileira à luz da teoria dos mercados eficientes. Monografia (Bacharelado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2016. p. 15-16.

⁷² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit. p. 229.

⁷³ BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Art. 157. *O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (...) § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou*

Acerca dos fatos relevantes, a CVM determina que sejam observadas três questões no que se refere à sua divulgação: a) a caracterização da informação como relevante, que tem relação com a capacidade da informação de influir na negociação e cotação dos valores mobiliários de certa companhia⁷⁴; b) o momento apropriado para a divulgação, que seria imediatamente posterior à constatação de que se trata de um fato relevante; e c) as hipóteses em que a informação pode legitimamente não ser divulgada⁷⁵, que corresponderia àquelas situações em que a divulgação colocaria em risco interesse legítimo da companhia.⁷⁶

Pelo exposto, seguindo as balizas traçadas no modelo norte-americano, e adaptado às singularidades do mercado de capitais brasileiro, resta clara a importância atribuída ao princípio do *full disclosure*, que busca tornar a decisão de investimento a mais igualitária possível e com um mercado dito eficiente, na medida em que todos os investidores tenham amplo acesso às informações que possam influir de algum modo nessa tomada de decisão.

2.1.2 Função regulatória da CVM

Nos tópicos anteriores foram apresentados os motivos que levaram o Poder Estatal a modernizar a regulação já adotada no âmbito do mercado de valores mobiliários, tanto no ambiente brasileiro, quanto no estadunidense, local de onde provém a política de *full and*

dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

⁷⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 358 de 3 de janeiro de 2002. Art. 2º *Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia 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; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.*

⁷⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 358 de 3 de janeiro de 2002. Art. 6º *Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.*

⁷⁶ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 391-397.

fair disclosure. Estabelecidos esses marcos, urge que se faça uma análise de como a CVM cumpre seu papel regulatório do mercado de capitais.

É certo que a regulação constitui poder exercido pelo Estado mediante intermediários – ou seja, de modo indireto – na economia, compreendendo atos de natureza executiva, normativa e judicante. Sob essas formas, o Estado estabelece limites ao exercício do direito de propriedade, à celebração de contratos, e ao desempenho das atividades econômicas.⁷⁷

No bojo de atuação da CVM não poderia ser diferente, de modo que cabe à autarquia exercer funções que correspondem aos três espectros do Poder Estatal, indo desde a criação de normas, passando pela sua implementação e fiscalização, até a aplicação de penalidades quando for o caso⁷⁸. Nesse sentido, sob a fiscalização da entidade, ou seja, dentro do espectro do papel regulatório, estariam não só as Sociedades Anônimas, e outros emissores, como os fundos de investimentos, mas também as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores e aqueles que exercem o registro, a custódia, o depósito centralizado, a análise e a avaliação dos títulos privados⁷⁹, bem como os que atuam com compensação e liquidação dos pagamentos devidos em negociações com esses objetos.

Passando à análise das funções, tem-se que a função regulatória normativa se distingue da função legislativa por apresentar maior caráter técnico, em contraponto à natureza política assumida pelo Poder Legislativo na edição de normas. Além disso, somente a lei teria o condão de inovar no mundo jurídico, restando à norma regulatória o papel de dar uma interpretação àquela, que possui natureza genérica, aproximando a lei e o administrado.⁸⁰

Para o cumprimento dessa função, a CVM pode editar diversos tipos de normas, a saber: deliberações, instruções normativas, pareceres, notas explicativas, portarias e atos declaratórios. E no exercício dessa competência normativa, deve disciplinar matérias

⁷⁷ FREITAS, Cinthia Obladen de Almendra; NEVES, Rubia Carneiro; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Direitos autorais e música: tecnologia, direito e regulação. Revista brasileira de políticas públicas, Brasília, v. 7, n. 3, p. 512-537, dez. de 2017. Disponível em: <https://www.publicacoes.uniceub.br/RBPP/article/view/4799/3667>. Acesso em: jul. de 2021. p. 526

⁷⁸ YAZBEK, apud COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 50.

⁷⁹ LEÃES, Luís Pais de Barros. Mercado de capitais e "insider trading". São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 133-135.

⁸⁰ SOUTO, Marcos Jurueña Villela. Função regulatória. Revista eletrônica de Direito Administrativo Econômico, Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 13, fev./mar./abr. de 2008. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/redae.asp>. Acesso em: jul. de 2021. p. 2.

relativas a, por exemplo, organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; práticas irregulares dos administradores das companhias e investidores; adoção de procedimentos para imposição de sanção. No que tange à regulação das sociedades anônimas, a CVM pode expedir normas sobre precisão, periodicidade e padronização das informações por elas prestadas, reforçando a política de *full disclosure* adotada no sistema brasileiro⁸¹.

Nessa atuação normativa, o papel da CVM assume feições peculiares, eis que dotada de competência relativamente maior que de outras autarquias, o que não a exime de sujeição ao princípio da legalidade, já que os instrumentos normativos por ela expedidos devem se conformar à moldura legislativa e ao ordenamento jurídico como um todo.⁸²

Passando ao aspecto executivo, que é a função primordial de qualquer agência reguladora, já que integrante da Administração Indireta do Poder Executivo, tem-se que ele é externado com “a fiscalização e a condução de negócios sob concessão, atribuição de direitos, licenças, autorizações e delegações”⁸³.

Sobre essa função, a CVM utiliza-se de instrumentos executivos *lato sensu*, que são aqueles referentes aos registros de entrada, permanência e saída dos agentes integrantes do mercado, os variados mecanismos de investigação de ilícitos, além dos instrumentos coercitivos utilizados contra os agentes quando do descumprimento das normas regulatórias; e os instrumentos executivos *stricto sensu*, como o poder da autarquia de determinar o adiamento e interrupção do prazo de convocação de assembleia-geral, e os novos instrumentos incluídos na Lei 6.404/76 pela Lei 10.303/2001.⁸⁴

Por fim, dentro do aspecto judicante da função regulatória, compreende-se “a fixação de tarifas, a solução de conflitos entre os agentes econômicos, o processo administrativo sancionador e a aplicação de penalidades”⁸⁵.

⁸¹ ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes. Col. DDJ – A Regulação brasileira do mercado de capitais. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 166-168.

⁸² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 45.

⁸³ FREITAS, Cinthia Obladen de Almendra; NEVES, Rubia Carneiro; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Direitos autorais e música: tecnologia, direito e regulação. Revista brasileira de políticas públicas, Brasília, v. 7, n. 3, p. 512-537, dez. de 2017. Disponível em: <https://www.publicacoes.uniceub.br/RBPP/article/view/4799/3667>. Acesso em: jul. de 2021. p. 527

⁸⁴ DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Dissertação (Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005. p. 60.

⁸⁵ FREITAS; NEVES; RIBEIRO, op. cit. p. 527.

Ao exercer o poder punitivo concernente à função judicante, a CVM tem o dever de apurar os atos ilegais e as práticas não equitativas dos agentes do mercado⁸⁶, dispondo de uma série de penalidades a serem aplicadas contra os infratores⁸⁷. E para que as penalidades possam ser aplicadas, a autarquia deve se valer do processo administrativo sancionador, que tem como finalidade a apuração da denúncia, o colhimento de informações, a tomada de depoimentos e a reunião de provas sobre o ato reportado como ilegal⁸⁸.

Há, ainda, a possibilidade de “um *“acordo substitutivo”, instrumento de justiça distributiva, em oposição à justiça retributiva, substituindo-se a penalidade por uma prestação de proveito generalizado*”, desde que resulte em um benefício geral, em contraponto à restrição do direito individual⁸⁹. E, no caso da CVM, esse instrumento é o termo de compromisso, sendo um acordo substitutivo celebrado entre a agência e o suposto infrator, que visa desconstituir as práticas consideradas ilícitas e reverter os prejuízos suportados pelos investidores que estão na outra ponta da operação fraudulenta, sem que se perca o caráter educativo e preventivo proporcionados por uma sanção⁹⁰.

Em suma, a CVM, como parte integrante da Administração Pública, e responsável por regular determinado setor da economia, cumpre com todos os espectros dessa regulação, exercendo as funções normativa, executiva e judicante, sendo esta última primordial para o desenvolvimento deste trabalho, que tratará sobre a prática do *insider trading* mais adiante.

2.2 FUNDAMENTOS DA NORMA ADMINISTRATIVA ANTI *INSIDER*

Desde os primórdios da regulação do mercado de valores mobiliários destacou-se a preocupação em garantir amplo acesso a informações provenientes das companhias que

⁸⁶ Cf. Lei nº 6.385/76, art. 9º, inciso V.

⁸⁷ Cf. Lei nº 6.385/76, art. 11.

⁸⁸ ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes. Col. DDJ – A Regulação brasileira do mercado de capitais. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 170-174.

⁸⁹ SOUTO, Marcos Juruena Villela. Função regulatória. Revista eletrônica de Direito Administrativo Econômico, Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 13, fev./mar./abr. de 2008. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/redae.asp>. Acesso em: jul. de 2021. p. 7.

⁹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 131.

colocavam títulos à negociação do público investidor. Essa preocupação se materializou, como já mencionado, na política ou sistema do *full disclosure*, intensamente reproduzida nas normas expedidas em caráter legislativo e pela CVM.

A primeira norma que instituiu a política do *full disclosure* no Brasil foi editada na esfera administrativa, com a Resolução nº 88 de 1968 do Conselho Monetário Nacional, em que se disciplinou sobre o registro das pessoas jurídicas emissoras de valores mobiliários e as próprias emissões⁹¹. Posteriormente, a Resolução nº 214 de 1972, também do CMN, complementando a norma anterior, estabeleceu o modelo de prospecto exigido dentre os documentos para registro das emissões de valores mobiliários.

Mas é a partir do ano de 1976, com a promulgação da Lei 6.404/76, que juntamente com a Lei 6.385/76, que se passou a prever uma série de dispositivos afirmando a política de ampla divulgação de informações relevantes e sua restrição de uso por agentes denominados *insiders*.

Na Lei das S.A., houve a previsão dos direitos essenciais de cada acionista, que dentre eles está o poder de fiscalizar os negócios sociais da companhia, dentro dos limites que a Lei confere⁹². Referida fiscalização se dá por meio do amplo e efetivo acesso a informações que devem ser prestadas pela companhia emissora de valores mobiliários, em atendimento ao princípio do *full disclosure*⁹³.

Paralelamente ao poder de fiscalizar dos acionistas, está previsto o dever de informar atribuído ao administrador da companhia aberta, abarcando dois tipos de informações obrigatórias: a) deliberações das assembleias gerais e dos órgãos de administração; e b) fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia⁹⁴. Assim, o diploma do anonimato passou a prever norma essencial no que tange ao regime legal de divulgação de

⁹¹ LEÃES, Luís Pais de Barros. Mercado de capitais e "insider trading". São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 173-174.

⁹² BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Art. 109. *Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;*

⁹³ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. Volume 1 – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 596-603.

⁹⁴ BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Art. 157. *O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (...) § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.*

informações e, por conseguinte, de proteção aos investidores⁹⁵, buscando, assim, o legislador, dar ênfase aos princípios da ampla divulgação de informações e de transparência na realização dos negócios da companhia⁹⁶.

Ainda, a Lei 6.404/76 passou a prever pela primeira vez a vedação à prática de *insider trading*, elencando como integrante do dever de lealdade do administrador, a proibição de se negociar com a posse de informações privilegiadas⁹⁷.

Embora a norma por si só não constitua tipificação penal, ou ainda, reprovação na esfera administrativa, ela nitidamente inspirou a regulação do assunto por parte da CVM, que editou a Instrução nº 31 em 1984 e permitiu um maior esclarecimento para que, imbuída do poder judicante que lhe é conferido, pudesse punir aqueles agentes que se valessem de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado para obter vantagem em detrimento dos demais investidores.

Procurando modernizar ainda mais a regulação do tema foi editada a Instrução CVM nº 358 de 2002, que revogou a anterior, estabelecendo paralelo com as alterações antes produzidas pela Lei 10.303/2001. E, recentemente, uma nova norma foi editada pela autarquia, a Resolução CVM nº 44 de 2021, trazendo balizas ainda mais detalhadas acerca do uso e divulgação de informações relevantes no mercado de capitais.

Na esteira da norma presente na Instrução CVM nº 358 de 2002 já era possível verificar certa diferenciação com relação ao que é previsto no art. 155 da Lei 6.404/76, inclusive com as alterações promovidas pela Lei 10.303/2001. Isso porque, no preceito legal, há proibição de negociar qualquer tipo de valor mobiliário quando da posse de informação privilegiada, ao passo que a Instrução da CVM impôs a restrição somente no que tange aos valores mobiliários emitidos pela companhia objeto da referida informação. Além disso, o regramento administrativo tinha aplicação mais abrangente quanto aos sujeitos, envolvendo não só os administradores da companhia – como *insiders* primários – mas também acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 391-395.

⁹⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Direito Comercial: Sociedade por ações. v. 3. – 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014. p. 419.

⁹⁷ BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Art. 155. *O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...) § 1º 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.*

de administração, do conselho fiscal e de outros órgãos com funções técnicas ou consultivas⁹⁸.

No que tange aos *insiders* secundários, objeto de estudo deste trabalho, a norma administrativa e a legal postulavam proibições equivalentes, sendo a administrativa mais minudente ao descrever os sujeitos que potencialmente poderiam valer-se de informação relevante praticando o *insider trading*⁹⁹⁻¹⁰⁰.

Com a edição da nova Resolução CVM nº 44 de 2021, a autarquia passou a tratar do tema estabelecendo presunções, de forma que acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, consideram-se com acesso a toda informação relevante ainda não divulgada ao mercado¹⁰¹. Desse modo, consolidou-se posição já adotada pela Autarquia no julgamento dos casos que envolviam o *insider trading*.

Assim, ocorrida a violação do dever de comunicar atribuído aos administradores e às pessoas citadas na norma, a responsabilidade seria por culpa presumida nesses casos, dispensando-se a produção de prova contra esses sujeitos acerca da utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado¹⁰².

⁹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 264-265.

⁹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 358 de 3 de janeiro de 2002: Art. 13. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

¹⁰⁰ BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976: Art. 155. §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

¹⁰¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021: Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.

§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que:

I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação;

II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada;

¹⁰² LEÃES, Luís Pais de Barros. Mercado de capitais e "insider trading". São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.p. 176-180.

É preciso mencionar, porém, que a presunção de acesso à informação aplicada aos *insiders* primários não se estende àqueles *insiders* secundários, já que não pesa contra esses os mesmos deveres de lealdade previstos para os administradores e outros sujeitos ligados a órgãos de controle da companhia, além de não haver previsão acerca desse tipo de presunção na nova norma administrativa.

Tal raciocínio é observável na opção feita pela CVM de não estender aos *insiders* secundários a presunção que recai sobre os primários, ou seja, a de que uma vez negociando com títulos de determinada companhia quando pendente de divulgação informação que possa influir de modo considerável na negociação, estaria configurada a prática de *insider trading*¹⁰³.

Por fim, realizada a análise dos fundamentos jurídicos que suportam a construção da norma que coíbe a prática de *insider trading*, urge mencionar ainda seus fundamentos éticos e econômicos apontados por alguns autores. Nesse aspecto, a norma se justificaria economicamente por viabilizar a melhor eficiência no estabelecimento dos preços dos valores mobiliários, em consonância ao conceito já exposto neste trabalho de mercado eficiente; e teria como razões éticas o atendimento ao princípio da igualdade no acesso às informações, para que todos os investidores possam negociar em equivalente posição no que tange à capacidade de julgamento da oportunidade negocial¹⁰⁴.

Entendidos todos esses fundamentos, é possível concluir que a adoção de presunções ou outros instrumentos jurídicos que almejam facilitar a comprovação de um dado fato ilícito contra um possível agente praticante de *insider trading* deve se limitar aos denominados *insiders* primários, na medida em que se deve buscar uma nítida separação entre aqueles sujeitos que detêm uma posição de privilégio – como administradores da companhia e pessoas relacionadas – e os demais investidores que eventualmente possam ter tido ou não acesso à uma informação ainda não divulgada ao mercado.

A verificação quanto à possibilidade de utilização da presunção para responsabilizar determinado agente pela prática de *insider trading* secundário pressupõe o exame do tratamento dispensado às provas pelo ordenamento jurídico e pela doutrina. É o que se passa a apresentar a seguir.

¹⁰³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 586-588.

¹⁰⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 371-372.

2.3 DAS PROVAS

Entender o conceito de prova e a sua valoração tanto nos processos judiciais como nos processos administrativos é fundamental para a compreensão de como e sob quais limites o Poder Punitivo do Estado pode ser exercido, já que é com base na prova que o julgador se pautará para a construção da decisão final.

Por isso, antes de tudo, é preciso se ter em mente que a prova hoje se insere em um novo contexto processual, fundado na noção de devido processo legal¹⁰⁵ ou ainda, devido processo constitucional, já que suas bases se constroem em torno da Constituição Federal. Referido paradigma segue um conjunto de princípios a fim de garantir que o provimento jurisdicional seja o mais justo e adequado possível e, cumprindo uma função de alcance da verdade processual.

E é dentro desse contexto principiológico que a prova assume um novo papel, já que permite a aproximação entre a verdade real e a verdade processual¹⁰⁶, na medida em que se realiza uma reconstrução aproximativa dos fatos, permitindo a realização da atividade recognitiva por parte do julgador¹⁰⁷.

Nesse sentido, a prova nada mais é que uma ferramenta jurídica integrante do processo que pode ser definida como “*uma hipótese em que se confia a ponto de ser utilizada como base para inferir outra hipótese*”¹⁰⁸. Ou seja, dentro do processo a prova assume um *status* de elevada confiabilidade, permitindo a inferência de um raciocínio que sem ela não seria possível.

Para a doutrina italiana, por outro lado, há um deslocamento da compreensão da prova para o próprio ato que ela produz, incorporando, assim, o paradigma da verdade formal. Nesse sentido, “*provar não quer dizer mais demonstrar a verdade dos fatos contestados, mas determinar ou fixar formalmente os mesmos fatos mediante processos*

¹⁰⁵ BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Art. 5º *Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...)LIV - ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal;*

¹⁰⁶ MANSOLDO, Mary. Verdade real x verdade formal. Disponível em: <http://www.arcos.org.br/artigos/verdade-real-x-verdade-formal/#topo>. Acesso em: abr. de 2021.

¹⁰⁷ LOPES JR., Aury. Direito Processual Penal. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 413-414.

¹⁰⁸ DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções. 1. ed. 2. tir. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018. p. 49.

dados”¹⁰⁹. De acordo com essa lógica, a prova seria a demonstração da verdade formal, ou ainda, aquela alcançável dentro da atividade cognitiva do julgador¹¹⁰.

Partindo do entendimento pátrio ou daquele exposto pela doutrina italiana, é possível alcanças conclusões semelhantes, ou seja, de seu uso na construção dialógica do processo, na medida em que serve de substrato para o desenvolvimento do provimento jurisdicional do julgador.

Para fins didáticos será feita a diferenciação entre provas diretas e indiretas, categoria esta na qual se insere a prova indiciária, para que enfim seja possível compreender o modo pelo qual ela deve ser usada nos processos administrativos sancionadores.

2.3.1 Provas diretas e indiretas

A compreensão da diferença entre as modalidades de prova, embora se evidencie mais sob o aspecto acadêmico, não se resume a isso, na medida em que cada qual possibilita uma visão diferente ao julgador acerca dos fatos ocorridos e sob os quais se julga determinado ato ilícito. Razão pela qual, dentro de um processo, certa modalidade de prova pode assumir papel importante na persecução punitiva, permitindo um esclarecimento que sem ela não seria possível.

Desse modo, é preciso se ter em mente que, *a priori*, nem a prova direta ou mesmo a indireta ostenta valor por si só maior que a outra, devendo-se estabelecer a sua força com a formulação de hipóteses e testes de probabilidade dentro do caso concreto¹¹¹. Assim, não se pode afirmar que a prova indireta tem status inferior ou superior à prova direta, já que ambas têm igual valor na busca da verdade formal do processo, distinguindo-as a depender do fato que se pretende provar e do grau de certeza exigido.

Feitas essas considerações, cabe mencionar que a distinção entre as modalidades de provas é tradicionalmente baseada na ideia de que a prova indireta possuiria estrutura funcional diversa da prova direta, já que a primeira envolve um processo complexo, em que há mais de um elemento fático, ou ainda, que haveria um elemento intermediário que é um

¹⁰⁹ CARNELUTTI, Francesco. A prova civil: parte geral: o conceito jurídico da prova. Tradução e notas de Amilcare Carletti. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Editora Pillares, 2016. p. 78.

¹¹⁰ CARNELUTTI, op. cit. p. 73-79.

¹¹¹ DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções. 1. ed. 2. tir. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018. p. 225.

fato do qual se extrai um outro fato a ser provado. Já a prova direta dispensa esse elemento intermediário, e por isso envolve um processo dito simples¹¹². Ou seja, a prova indireta derivaria de um raciocínio construído partindo de um fato conhecido a um desconhecido, mas que se pretende provar, enquanto a prova direta dispensaria referido raciocínio¹¹³.

Também é possível afirmar que a prova direta seria definida a partir de proposições que têm como conteúdo as declarações feitas por um sujeito que experimenta o próprio fato de consequência que se pretende provar, enquanto a prova indireta seria definida residualmente como toda aquela que não é direta¹¹⁴.

O que se pode concluir a respeito dos diferentes conceitos apresentados é que o processo de raciocínio envolvido na prova indireta se mostra consideravelmente mais complexo, diminuindo-se, assim, o grau de certeza alcançado com a sua utilização. Entretanto, a prova indireta é indispensável em muitos dos casos em que a modalidade direta não pode ser obtida, urgindo por certa flexibilização no grau de certeza para se promover o alcance da verdade processual.

E é nesse sentido que a prova indiciária, sendo modalidade de prova indireta, se insere no contexto da apuração das condutas de *insider trading*, merecendo uma análise mais detida sobre o tema.

2.3.2 Prova indiciária

A prova indiciária, ou ainda prova por indícios, enquadra-se na modalidade de prova indireta, mas recebe conceituação e valor diversos a depender da posição doutrinária que se adote.

Primeiramente, é importante que não se incorra na confusão da doutrina tradicional na conceituação de indício, que ora assume o significado de prova por indícios, ora a de indício de prova¹¹⁵. Por isso, seria mais conveniente usar a nomenclatura do indício para definir um fato intermediário que demonstra um outro fato relevante para se fazer incidir

¹¹² CARNELUTTI, Francesco. A prova civil: parte geral: o conceito jurídico da prova. Tradução e notas de Amilcare Carletti. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Editora Pillares, 2016. p. 93-102.

¹¹³ FERREIRA, João Henrique. Indícios, presunções e ficções no Direito Penal: aspectos principais. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006. p. 17-19.

¹¹⁴ DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções. 1. ed. 2. tir. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018. p. 207-208.

¹¹⁵ DALLAGNOL, op. cit. p. 152-154.

consequências jurídicas, enquanto a prova indiciária seria a própria prova composta por múltiplos indícios¹¹⁶.

Partindo da definição de indício e de prova indiciária apresentadas, torna-se mais fácil entender o porquê de um indício isoladamente considerado não ser suficiente para sustentar uma condenação em um processo penal ou administrativo. Isso porque, tratando-se de uma prova que confere um juízo de probabilidade, quanto menos indícios compõem a prova indiciária, menor é a chance de que o fato que se busca provar seja verdadeiro.

Na esfera penal é manifesto o entendimento de que o indício isolado não pode ser considerado um meio de prova, consistindo em um raciocínio dedutivo que leva ao conhecimento de uma circunstância do fato delituoso, pela própria definição do CPP¹¹⁷, não sendo possível atribuir um valor significativo quando se busca provar algo que tem caráter material como a autoria e materialidade¹¹⁸⁻¹¹⁹. Ou seja, subsidiar uma condenação apenas pela verificação de indícios do cometimento do ilícito mostra-se em desconformidade ao próprio papel a que se propõe a prova indiciária, na medida em que busca a demonstração de circunstâncias de um fato e não o fato em si.

Isso não quer dizer que a prova indiciária não possua valor na apuração daqueles delitos de grande complexidade de se provar, mas que ela deve ser usada com cautela, buscando-se construir um processo dialógico na busca da verdade substancial, mas que não prescinda dos direitos e garantias firmados no devido processo legal/constitucional.

Não se pode incorrer no erro de uma utilização indiscriminada e sem critérios da prova indiciária em situações que até mesmo a prova direta poderia ser facilmente produzida. Pelo contrário, *“o valor do indício está relacionado à sua íntima conexão com o fato”*, e não sendo possível estabelecer essa conexão ele sequer teria valor para a comprovação do fato¹²⁰.

¹¹⁶ DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções. 1. ed. 2. tir. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018. p. 161-165.

¹¹⁷ BRASIL. Decreto-Lei nº 3.689 de 3 de outubro de 1941 (Código de Processo Penal). Art. 239. *Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias.*

¹¹⁸ PACELLI, Eugênio. Curso de processo penal. 25. ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 562-564.

¹¹⁹ DUCLERC, apud LOPES JR., Aury. Direito Processual Penal. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 606-607.

¹²⁰ FERREIRA, João Henrique. Indícios, presunções e ficções no Direito Penal: aspectos principais. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006. p. 118.

Destarte, uma conceituação mais precisa da prova indiciária é aquela que leva em conta a necessidade de haver “*indícios múltiplos, concatenados e impregnados de elementos positivos de credibilidade [que sejam] suficientes para dar base a uma decisão condenatória, máxime quando excluem qualquer hipótese favorável ao acusado*”¹²¹. Ou seja, os indícios que compõem uma prova indiciária devem apontar para um raciocínio único, que seja capaz de infirmar qualquer tese defensiva acerca da prática de determinado fato ilícito.

2.4 PROVA INDICIÁRIA NO *INSIDER TRADING* SECUNDÁRIO

Realizadas todas as conceituações pertinentes ao tema, cumpre agora analisar a legitimidade do uso da prova indiciária na apuração da conduta de *insider trading* secundário em processo administrativo.

É inegável que a CVM tem admitido a aplicação do referido instituto para sustentar a condenação nos casos de *insider trading*, chegando até a editar um Caderno informativo em que consta a possibilidade do uso desse tipo de prova para comprovação e condenação do *insider*. No mesmo documento, a Autarquia chega a afirmar que a prova de acesso à determinada informação privilegiada pelo *insider* sequer é necessária¹²², conforme entendimento exposto em Processo Administrativo Sancionador pelo Colegiado da CVM adiante transcrito:

“81. Eis então a questão que se coloca: será que se pode inferir que Daniel Birmann teve acesso à informação relevante ao mesmo tempo em que se reputa inverossímil a única forma, segundo a Comissão de Inquérito, pela qual Daniel Birmann poderia ter chegado à informação relevante? Em outras palavras: o uso indevido de informação privilegiada pode restar configurado sem que se demonstre de que modo a informação foi acessada?

82. A meu juízo, sim.

83. Prevalece na doutrina(7) e nos precedentes da CVM(8) o entendimento de que os “insiders” se subdividem em primários (que exercem funções de administração na Companhia e cujo conhecimento de informações relevantes é presumido de forma relativa) e os secundários ou de mercado (os “tippees”, que recebem informações de terceiros e cujo conhecimento de informações relevantes precisa ser provado).

¹²¹ MIRABETE, apud FERREIRA, João Henrique. Indícios, presunções e ficções no Direito Penal: aspectos principais. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006. p. 118-119.

¹²² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), (Cadernos CVM, 11). Rio de Janeiro: CVM, 2016. p. 35.

84. O acusado se enquadra nesta segunda categoria, portanto é necessária a prova de seu acesso à informação.

85. Não pretendo negar este entendimento. Mas, a meu ver, esta prova pode ser extraída das características da operação e da existência de um mecanismo que obscurece seu beneficiário final. Isto, por si só, prova que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os defensores chegaram a tal informação.”¹²³

Acerca dessa afirmação de que a prova do acesso à informação relevante por parte do *insider* secundário seria dispensável, é necessário pontuar que, procedendo dessa forma, não se estaria aplicando a prova indiciária, mas sim assumindo presunção que só é admitida contra o *insider* primário¹²⁴, esse que tem, de antemão, estabelecida uma relação vantajosa com a companhia emissora do valor mobiliário. Sobre isso, vale lembrar que o emprego da presunção somente tem valor dentro dos estritos limites criados pelo ente normatizador, não se podendo aplicá-la por analogia¹²⁵.

Nesse sentido, é importante lembrar que para haver condenação pela prática de *insider trading* deve ser provado o acesso à informação privilegiada que ensejou a decisão pelo investimento, de modo que, não havendo prova da detenção da informação, seria interrompido o nexo de causalidade entre a conduta do acusado e o resultado ilícito. Assim, somente no caso de *insider* primário seria admitida a aplicação de presunção, já que o nexo de causalidade está previamente definido em função da relação do *insider* com a empresa.¹²⁶

Destaca-se, ainda, que a entidade reguladora entende pela necessidade de aplicação da prova indiciária em razão da improbabilidade de se alcançar um provimento condenatório recorrendo-se apenas à prova direta. Nesse sentido, segundo a CVM, o próprio Direito Penal teria aderido à sua utilização normativamente¹²⁷, com aplicação ampla até mesmo como base única para a condenação nos processos penais¹²⁸; o que se mostra

¹²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador nº 24/2005. Relatoria: Sergio Weguelin. Rio de Janeiro, 07 de outubro de 2008.

¹²⁴ Cf. art. 13, § 1º, incisos I, II e III, da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021.

¹²⁵ FERREIRA, João Henrique. Índícios, presunções e ficções no Direito Penal: aspectos principais. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006. p. 61-63.

¹²⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2015. p. 33-34.

¹²⁷ Cf. art. 239, do Decreto-Lei nº 3.689/41 (Código de Processo Penal).

¹²⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 108-109.

em desconformidade ao posicionamento já exposto elaborado pela doutrina processualista penal.

Sobre a admissibilidade da prova indiciária como base única para condenação no âmbito dos processos penais, campo do direito que inspirou a aplicação do instituto às demais áreas, é notório que diversos doutrinadores de Processo penal possuem posição contrária, de modo sequer admitem a aplicação do instituto para a comprovação da autoria e materialidade do delito¹²⁹⁻¹³⁰; e chegam a atribuir valor inferior à prova indiciária quando em contraste aos outros tipos de prova.

E aqui é necessário que se reforce a relação estabelecida entre o direito administrativo sancionador e o direito penal, na medida em que ambos constituem exercício do poder punitivo pelo ente estatal, devendo-se observar, além dos princípios decorrentes do devido processo legal assegurados na Constituição, aqueles que impõem a declaração do acusado como inocente até que se chegue à decisão final condenatória, inadmitindo, assim, a condenação de um indivíduo por mero apontamento de indícios.

Assim, para que se possa permitir a aplicação da prova indiciária na esfera administrativa sem que se incorra na prévia caracterização do acusado como culpado pela prática do ilícito, é preciso entender o conceito do melhor *standard* probatório, que seria o da prova para além de uma dúvida razoável. Seguindo essa ideia, para que haja uma condenação por conduta ilícita, a apresentação de uma prova pela acusação não precisa alcançar um status de certeza dentro do processo, mas também não pode permitir o aparecimento de uma dúvida razoável acerca da sua validade para comprovação da teoria condenatória¹³¹.

Embora elaborada dentro do campo do direito penal, não há empecilhos para que o conceito do melhor *standard* probatório seja aplicado também no âmbito dos processos administrativos. Isso porque, entende-se que naqueles processos administrativos em que se aplicam sanções aos sujeitos regulados, está-se a tratar de uma faceta do *ius puniendi* estatal, sendo necessária a observação de todos os princípios que lhe são inerentes, dentre eles o da presunção da inocência.

¹²⁹ PACELLI, Eugênio. Curso de processo penal. 24. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 331-332.

¹³⁰ DUCLERC, apud LOPES JR., Aury. Direito processual penal. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 606-607.

¹³¹ DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções. 1. ed. 2. tir. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018. p. 259-274.

Importante lembrar que a presunção de inocência se apresenta como regra de tratamento no curso do processo e no provimento final. Ou seja, não se trata apenas de considerar inocente aquele sobre o qual não haja condenação judicial transitada em julgada, mas também tratar como inocente o acusado até que seja apresentada prova clara e contundente do cometimento do ilícito.

E com fundamento nessa ideia, não seria a presença de qualquer indício isoladamente considerado que poderia sustentar uma condenação à prática de *insider trading* secundário, nem mesmo um conjunto de indícios compondo a prova indiciária, desde que não acompanhados de outros meios probatórios, na medida em que, sozinhos, não são suficientes a eliminar qualquer dúvida razoável à tese acusatória.

É preciso, porém, que o julgador, valendo-se das conclusões alcançadas quando do confronto de indícios do cometimento de um ilícito, oportunize à acusação buscar meios mais robustos para a comprovação da sua tese, sem que se incorra na violação de preceitos constitucionais que impõem o tratamento digno da pessoa humana.

Destarte, conclui-se que:

“Deve-se, portanto, no momento do julgamento, avaliar o conjunto de indícios essencialmente robustos existentes no caso concreto. A CVM e o CRFSN não podem se deixar influenciar pelos numerosos julgamentos que se utilizam de indícios esparsos para condenação de suspeitos por negociação com uso de informações privilegiadas. O uso arbitrário desse tipo de prova nas condenações geraria uma enorme insegurança jurídica, ocasionando condenações injustas.”¹³²

Ou seja, o uso da prova indiciária na apuração das condutas de *insider trading* secundário deve cumprir uma função de facilitar a comprovação do ilícito que se mostra com alta complexidade, mas dentro daquele *standard* probatório da dúvida razoável, não sendo permitido, entretanto, a sua subversão com fins de se alcançar uma condenação a todo custo. Nesse sentido, caso se permita a condenação de todo e qualquer suspeito recorrendo a esse tipo de prova pela simples razão de não se lograr êxito na aplicação da prova direta, a CVM, ao invés de cumprir seu papel de fomento ao mercado com uma regulação eficiente, poderia estar desestimulando o investimento privado, sob o temor de uma sanção que poderia ser injusta em muitos dos casos.

¹³² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2015. p. 83.

3 Processos administrativos sancionadores julgados pela CVM

Realizadas as conceituações necessárias ao entendimento do tema nos capítulos precedentes, urge que se analise como a CVM vêm aplicando o instituto da prova indiciária para a apuração das condutas de *insider trading* secundário, de modo a verificar a sua legitimidade dentro de um contexto de devido processo legal/constitucional.

Será possível observar que o entendimento que já era adotado pela autarquia no julgamento dos casos em processo administrativo sancionador é coincidente com a nova posição exposta na Resolução CVM nº 44 de 2021 – referente às presunções estabelecidas –, motivo pelo qual é possível inferir que a nova normativa editada veio para consolidar alguns pontos que antes eram descritos apenas nos julgados expedidos pela CVM e eventualmente confirmados pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

Por conseguinte, e para que as afirmações acerca da tese apresentada sejam corroboradas, seis julgados foram selecionados tendo como parâmetro o julgamento dos casos de *insider trading* secundário por parte da CVM, e que tiveram suas conclusões confirmadas pelo CRSFN. Desse modo, busca-se expor aqueles casos que apresentaram certa uniformidade de entendimento, visto que passaram por um duplo grau de jurisdição, sem que houvesse discordância entre as duas instâncias acerca dos fundamentos apresentados.

Nesse sentido, uma separação será feita entre os julgados em que o uso da prova indiciária levou à condenação dos acusados, seguido daqueles processos em que o provimento final alcançado é a absolvição. Assim, restarão elucidados os contornos sob os quais o ente administrativo aplica a prova indiciária no julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores.

3.1 Com condenação pela prática de *insider trading* secundário

Dentre os processos julgados pela CVM que resultaram na condenação de um acusado pela prática de *insider trading* secundário e que tiveram decisão confirmado pelo CRSFN, 3 deles foram selecionados como representativos para explicação de diferentes hipóteses do ilícito.

Seguindo uma ordem cronológica dos recursos julgados pelo CRSFN, tem-se, em primeiro lugar, o processo nº 10372.100009/2018-82, com relatoria de Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, julgado em 18 de outubro de 2018.

No referido processo, 7 agentes são acusados de negociar na posse de informação ainda não divulgada ao mercado acerca da companhia Aracruz, sendo que, posteriormente, dois fatos relevantes foram divulgados em dias subsequentes, sendo eles: a) concordância de bancos credores com as condições mínimas propostas para reestruturação do débito; e b) reorganização societária, com a aquisição do controle da empresa pela Votorantim Celulose e Papel S.A. Em decorrência disso, os papéis ARCZ3 tiveram uma valorização nos pregões seguintes. Com a valorização, foi constatada volatilidade acima do normal pela área técnica da CVM, que posteriormente solicitou esclarecimentos à Bovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) a respeito dos investidores que se destacaram na negociação das ações. Concluídas as investigações acerca das supostas negociações fraudulentas, foi proposto o Termo de Acusação contra os envolvidos.

O Colegiado da CVM decidiu pela condenação de todos os acusados pela prática de *insider trading*, arbitrando multa correspondente a uma vez e meia o lucro obtido por Marco Antonio, Fernando Nascimento e Sérgio Magnami; e ainda multa correspondente a duas vezes o lucro obtido por Frederico Lima, Ailton Santos, Eduardo Sanseverino e Angá Administração de Recursos. Em segunda instância, o relator do processo concordou com o posicionamento expresso pelo Colegiado da CVM, julgando, assim, improcedentes todos os recursos propostos ao CRSFN.

Dentre os fundamentos invocados pela CVM, evidenciou-se a conversão de uma série de indícios apontados pela acusação acerca da prática do ilícito de *insider trading*, a saber: a) ausência de histórico de investimentos passados por parte de alguns dos envolvidos; b) falta de motivação econômica pertinente para a realização das negociações; c) timing perfeito, em alguns casos; d) elevado volume operado pelos acusados, quando comparado ao número de negócios efetuados com os papéis nos dias analisados; e e) alto valor investido, em comparação ao percentual de patrimônio declarado.

O julgador do CRSFN, por sua vez, concordou com o voto trazido pelo relator do processo na CVM, destacando que todos os cinco elementos caracterizadores do ilícito administrativo foram preenchidos, a saber: (a) a existência de informação relevante ainda

não divulgada ao mercado; (b) o acesso a esta informação pelo agente; (c) a ciência de que tal informação ainda não é pública; (d) a sua utilização na negociação de valores mobiliários; e (e) a finalidade de auferir vantagem para si, ou para outrem.

Nesse caso apresentado, a interpretação tanto da CVM quanto do CRSFN acerca da aplicação da prova indiciária no âmbito dos processos administrativos que apuram a conduta de *insider trading* secundário, compreendeu grande parte dos aspectos pertinentes ao tema, uma vez que a condenação se pautou em um conjunto de indícios convergentes para a tese acusatória.

Ocorre que, conforme já trabalhado anteriormente, o exercício do Poder Punitivo Estatal, conceito no qual se engloba a pretensão punitiva da Administração, deve observância aos diversos preceitos constitucionais de processo, dentre os quais a valoração da prova só permite uma condenação quando não resta presente qualquer dúvida razoável acerca da tese acusatória.

Por outro lado, o julgador, ao expedir provimento condenatório pautado unicamente em prova indiciária, promoveu uma distorção no ônus probatório, na medida em que a prova da culpabilidade, que deveria ser produzida pelo Estado acusador, transmuda-se em prova de não culpabilidade por parte do acusado, em razão de simples indício da prática do ilícito.

Ou seja, o que se verificou foi a adoção de um parâmetro denominado preponderância da evidência – inspirado no modelo *preponderance of evidence* adotado nos Estados Unidos para casos análogos –, ao invés do modelo que exige a prova para além da dúvida razoável, conforme se verifica pelo trecho a seguir transcrito:

“9. Por isso, no âmbito administrativo, admite-se que tais infrações sejam demonstradas por meio de prova indiciária, que consiste na coleta de indícios uníssonos e congruentes que apontam fortes evidências de que o fato que se pretende provar ocorreu. Como ressaltei no julgamento do Recurso 13.454, julgado na 404ª sessão de julgamento, no âmbito do direito administrativo, a jurisprudência internacional (em especial na estadunidense) entende ser possível condenar os acusados sobre os quais recaiam indícios que deixem a razoável certeza de que o ilícito foi cometido. Em outras palavras, seguindo o padrão adotado no direito dos Estados Unidos da América e aplicável aos casos de *insider trading*, enquanto no direito penal a condenação só é admissível nos casos em que as provas demonstrem a autoria e culpa acima de qualquer dúvida (*beyond reasonable doubt*), na esfera administrativa o parâmetro de condenação é o da preponderância de evidência (*preponderance of evidence*). Tratando-se o caso presente de um processo administrativo, não resta dúvida de que o critério de análise de provas indiciárias é, portanto, o da preponderância das evidências, conforme tive a oportunidade de discorrer mais longamente em meu voto no recurso citado acima.”¹³³

¹³³ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Processo nº 10372.100009/2018-82. Relatoria: Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa. Brasília, 18 de outubro de 2018.

Adotar o parâmetro transcrito para o julgamento de casos que envolvam a apuração de *insider trading* na esfera administrativa viola os ditames do devido processo constitucional, em especial o princípio da presunção da inocência, na medida em que torna possível uma condenação mesmo quando presente uma dúvida razoável que ameaçaria a tese acusatória.

Desse modo, torna-se mais congruente com o sistema de justiça brasileiro a adoção do standard da dúvida razoável já trabalhado anteriormente, uma vez que os processos da CVM que apuram *insider trading* fazem parte do Poder Punitivo da Administração Pública, aproximando-se daquele Poder Punitivo exercido em processos penais, tornando-se imperativa a observância dos mesmos princípios que regulam o processo.

Assim, embora não se possa afirmar que o uso da prova indiciária deva ser excluído da apuração do caso em questão, a linha de raciocínio adotada pelo julgador em relação à valoração das provas que levou à condenação do acusado é contrária aos princípios constitucionais que regem a atuação punitiva da Administração, maculando de vício de legitimidade a decisão proferida.

No segundo caso selecionado – o processo nº 10372.100125/2018-00, de relatoria de Álvaro Affonso Mendonça, julgado em 27 de agosto de 2019 –, o acusado Celso Knoedt realizou a compra de ações da empresa Açúcar Guarani S.A. (ACGU3) nas datas de 25 e 30 de março de 2010, mantendo-as em carteira mesmo após a divulgação de fatos relevantes pela empresa nos dias 28/03/2010 e 30/04/2010; e alienando-as somente no ano de 2016, incorrendo em um prejuízo de 76% do valor total investido. Identificando um volume de negociações e oscilações atípicas antes da divulgação do fato relevante pela empresa, a CVM solicitou à BSM informações acerca dos principais clientes que negociaram o papel ACGU3. Com a prestação de informações, a CVM reuniu indícios suficientes para a formalização do Termo de Acusação contra Celso Knoedt.

A decisão em primeira instância foi pela condenação do acusado pela prática de *insider trading*, o que resultou em uma condenação ao pagamento de R\$100.000,00 à título de multa. No julgamento do recurso, foi proferida decisão por maioria, seguindo o posicionamento do relator, que votou pela manutenção da condenação, minorando o valor da multa para R\$13.350,00, de modo a adequar ao caso, já que, não havendo lucro auferido na operação, a multa deveria ser calculada com base em lucro presumido.

Para sustentar a condenação, o conselheiro relator do processo no CRSFN utilizou-se da teoria denominada Simple Model Of Rational Crime (SMORC), para explicar o animus do acusado em utilizar-se de informações privilegiadas para a prática do ilícito. Ou seja, com base nessa teoria, restou demonstrado o quinto elemento caracterizador do ilícito de *insider trading* – a finalidade de auferir vantagem para si, ou para outrem.

Ainda, segundo o Conselheiro, constitui indício da prática do ilícito o fato de o filho do acusado ser coordenador financeiro da Petrobrás Biocombustível, tendo participado de reunião do projeto de investimento da Petrobrás Biocombustível no dia 24/03/2010, que tratou de parceria entre aquela empresa e a Açúcar Guarani S.A.; bem como o *timing* perfeito na execução das operações. Destaca também que as operações realizadas destoam do perfil de negociação do acusado, já que os papéis da companhia, embora coincida com o setor de investimentos passados, não possuem a mesma liquidez, que foi um dos critérios aludidos por ele como determinantes para o investimento. Desse modo, o relator entendeu haver indícios suficientes para a configuração do uso indevido de informação privilegiada.

Em contrapartida, a Conselheira Maria Rita, que teve o voto vencido, considerou os contra-indícios apresentados pelo acusado como suficientes para afastar a condenação, devendo-se citar: a) o extenso lapso temporal entre a compra de ações por parte de Celso Knoedt, e a reunião que seu filho teria participado a respeito do fato relevante divulgado em 30/04/2010; b) a oscilação atípica nas negociações do papel ACGU3 antes mesmo da divulgação dos fatos relevantes, levando a crer que haveria um vazamento de informações para o mercado em geral; c) racionalidade das operações realizadas, já que o acusado era jornalista especializado em publicações sobre o mercado de energia; e d) compatibilidade entre a operação e o histórico de investimentos do acusado, que optara majoritariamente por companhias do setor energético. Assim, entendeu a Conselheira que a acusação não demonstrou satisfatoriamente a autoria e materialidade da prática de *insider trading*. Destarte, prevaleceu o voto do relator.

Sobre os fundamentos, é preciso reforçar que a apresentação de indícios para sustentar uma tese acusatória deve se dar de maneira que não reste dúvida razoável acerca da culpabilidade do indivíduo infrator, valendo-se de outros meios probatórios que possam confirmar o raciocínio alcançado com a prova indiciária.

Nesses termos, os indícios que compõem uma prova indiciária permitem a construção de um caminho lógico a ser seguido pelo julgador em seu raciocínio, mas não dispensam a demonstração fática de que o indivíduo acusado cometeu o ilícito. Motivo pelo qual deve-se subsidiar a condenação com provas diretas, em respeito às garantias constitucionais que implicam na consideração do acusado como inocente, mesmo que no curso do processo.

Isso porque, no curso da persecução penal ou da pretensão punitiva da Administração, o acusado deve ser considerado hipossuficiente quando em confronto às forças estatais, relegando ao Estado o ônus de provar que a conduta ilícita foi praticada.

Desse modo, não sendo possível afirmar com elevado grau de certeza que o acusado cometeu a infração, o provimento que mais preserva os direitos e garantias individuais previstos na Constituição é o da absolvição.

Por fim, o terceiro caso – referente ao processo nº 10372.100226/2019-53, tendo como relator o conselheiro Antonio Augusto de Sá Freire Filho, e julgado em 24 de setembro de 2019 – tem como acusado, Antônio Borges, funcionário de *back office* do Banco Modal S.A., que administra o Fundo de Investimento Multimercado Norstar Crédito Privado” (“Norstar FIM”), o qual teria recebido telefonema de um cliente em 10/11/2016, solicitando amortização de cotas para a realização de aquisição de percentual minoritário de shopping center de propriedade da JHSF. Munido de tal informação, Antônio Borges realizou no mesmo dia aquisição de 140 mil ações JHSF3 pelo total de R\$224.083,00. No dia seguinte, com a divulgação de fato relevante referente à aquisição de parte do Shopping Cidade Jardim pela JHSF, o Banco Modal teria identificado como suspeita a operação de compra realizada por Antônio Borges, o que ensejou a aplicação de advertência contra o funcionário, bem como a zeragem compulsória da posição sem qualquer lucro, congelamento da carteira de ativos de Antônio, e suspensão de um dia de trabalho. Posteriormente, em 19/11/2016, o banco enviou correspondência à CVM reputando a possível conduta ilícita praticada pelo acusado, ensejando a instauração do Termo de Acusação.

A decisão da CVM, em sede de primeiro grau, considerou culpado o acusado da prática de uso indevido de informação privilegiada, aplicando multa no valor de R\$150.000,00. Em segunda instância, no julgamento realizado pelo CRSFN, o relator do processo votou pela manutenção da condenação, inclusive quanto ao valor da penalidade

aplicada. Já o Conselheiro Álvaro Affonso Mendonça considerou o valor da condenação excessivo, votando pela reforma do julgado neste ponto, para reduzir a multa ao valor de R\$50.000,00, refletindo o cálculo realizado tendo em conta o lucro presumido da operação. Tendo maioria dos votos, a multa foi reduzida para o patamar mencionado.

Dentre os fundamentos, a CVM usou como base para a condenação, a prova indiciária, fundada nos seguintes indícios: a) o telefonema realizado pelo cliente do Banco Modal a Antônio Borges; b) *timing* perfeito; c) volume negociado, quando em comparação às operações relativas ao papel no dia anterior à divulgação do fato relevante; e d) valor investido que corresponde a mais de 75% do patrimônio declarado do acusado. O Conselheiro relator do recurso no CRSFN corroborou todos os fundamentos trazidos pela CVM em julgamento de primeira instância, sendo acompanhado pelos demais conselheiros quanto ao mérito, com exceção do valor da penalidade aplicada, que foi reformado para corresponder a três vezes o lucro potencial ou presumível, conforme determina o art. 11, §1º da Lei 6.385/76.

Na hipótese descrita, tem-se um caso que pode ser enquadrado em uso de informação privilegiada por *insider* denominado temporário – aquele que por uma relação eventual de fidúcia ou profissional, tem acesso à determinada informação ainda não divulgada ao mercado¹³⁴ –, já que o agente que negociou as ações não tinha relação direta com a companhia, mas obteve a informação por intermédio de um terceiro, valendo-se de uma posição de confiança, que lhe conferia vantagem momentânea.

Sobre a hipótese do *insider* temporário, a CVM já vinha expondo seu posicionamento de que dever-se-ia equipará-lo ao *insider* primário, aplicando-se as mesmas presunções que recaem sobre esse¹³⁵. Desse modo, ao aplicar a presunção de conhecimento da informação privilegiada, dispensa-se a utilização da prova indiciária, uma vez que o nexo entre a existência da informação e sua utilização pelo *insider* já estaria confirmado até prova em contrário.

Ou seja, embora a decisão proferida no processo administrativo sancionador tenha sido correta, já que levou à condenação do acusado, a prova indiciária sequer era necessária neste caso. Isso porque, estabelecida a relação entre o funcionário acusado do

¹³⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. Direito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 586.

¹³⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit. p. 586.

banco e o cliente que buscava a aquisição de percentual minoritário de shopping center de propriedade da JHSF, presumir-se-ia a utilização da informação por parte do acusado.

Expostos os três casos acima, cada qual com suas particularidades, é evidente que a CVM vem proferindo decisões tendo como base única para condenação o uso da prova indiciária, o que afronta regra de tratamento imposta pelo princípio da presunção de inocência, já que altera o modelo de prova exigível para além de uma dúvida razoável para o parâmetro denominado preponderância da evidência, inspirado no modelo norte-americano, mas que não teve aceitação no modelo constitucional de processo do Estado Democrático de Direito brasileiro.

Pelo contrário, o que se verifica é uma transposição de princípios processuais do campo penal ao administrativo, em decorrência da natureza comum entre os dois ramos do Poder Punitivo Estatal, motivo pelo qual não há que se falar em flexibilização dos meios de prova na esfera administrativa, sob pena de se violar o princípio da presunção da inocência, normativa afirmada não só na Constituição Federal, mas também nos diversos instrumentos de defesa de Direitos Humanos dos quais o Brasil é signatário.

3.2 Com absolvição pela prática de *insider trading* secundário

Semelhante ao esquema apresentado no tópico anterior, aqui também serão selecionados três julgados representativos de processos julgados pela CVM, porém, em que o resultado foi a absolvição. Entretanto, será possível verificar uma aplicação diferente no que se refere à prova indiciária para a conduta ilícita reportada, na medida em que os julgadores tenderam a adotar um standard probatório que não permite o aparecimento de uma dúvida razoável acerca da validade da tese acusatória. Ou seja, eleva-se, assim, o nível de exigência probatória para levar um acusado à condenação, privilegiando-se, em primeiro lugar, os direitos individuais relativos a um devido processo legal/constitucional, em especial o princípio da presunção da inocência.

Nesse sentido, e seguindo novamente uma ordem cronológica, têm-se o processo nº 10372.000460/2016-39, julgado em 20 de setembro de 2018, sob a relatoria de Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo.

A respeito do processo é possível afirmar que no dia 21/01/2013, a empresa CCX Carvão Colômbia S.A. divulgou fato relevante consubstanciado no interesse do controlador da Companhia em adquirir 100% das ações em circulação, a fim de realizar o fechamento

do capital. Posteriormente, o Banco BTG Pactual vendeu, por meio do Fundo de Investimentos FIM CP LS Investimento no Exterior (“FIM CP LS”), 4.122.300 ações CCXC3 entre os dias 06/06/2013 e 13/06/2013, totalizando R\$10.879.417,00. Em seguida, no mesmo dia 19/06/2013, após o fechamento do pregão, a CCX divulgou um novo fato relevante informando a desistência do controlador na aquisição das ações em circulação, causando uma grande desvalorização nos papéis no pregão seguinte. Identificando oscilações atípicas nas negociações da ação CCXC3, a Gerência de Acompanhamento de Mercado (“GMA”) enviou, em 24/06/2013, ofício à CCX requisitando informações acerca dos eventos relacionados ao fato relevante em questão, e posteriormente ao Diretor Responsável do BTG Pactual, quando da constatação de que o Banco teria sido o principal negociante dos papéis. Obtendo respostas do investigado em questão, foi proposto o Termo de Acusação à CVM.

A decisão do Colegiado da CVM foi pela absolvição, por unanimidade de votos, do Banco BTG Pactual da acusação de uso indevido de informação privilegiada. Em sede de segundo grau, o relator do processo no CRSFN votou pelo desprovimento do recurso de ofício da CVM, mantendo a decisão do Colegiado desta Autarquia em seus exatos termos. Por outro lado, o Conselheiro Antonio Augusto de Sá Freire Filho votou pelo provimento do recurso de ofício para condenar o Banco acusado da prática de *insider trading*, arbitrando ainda uma multa de R\$15.106.646,00. Por fim, prevaleceu o voto do relator.

Segundo o relator do processo na CVM, não restaram demonstrados os indícios de autoria e materialidade do delito de *insider trading*, já que as negociações realizadas pelo gestor do fundo do Banco acusado se justificariam como operação de arbitragem, aprovada, inclusive, pelo setor de *Compliance* da instituição financeira.

Além disso, em seu voto, o Diretor da Autarquia afastou a utilização do conceito de mente corporativa – segundo o qual o mecanismo de *Chinese Wall*¹³⁶ seria ineficaz, na medida em que as informações detidas por um dos sócios haveriam que ser imputadas aos demais em razão de uma mesma mente da sociedade em geral – invocado pela acusação, para que não se considerasse como presumida a posse da informação privilegiada pelo

¹³⁶ Chinese Wall é um conjunto de medidas que determinada instituição financeira adota com o fim de impedir que os agentes que trabalham operando no mercado não tenham contato com os setores que possam dispor de alguma informação relevante, impedindo, assim, o uso indevido de informação privilegiada (REIS, Tiago. *Chinese Wall: o que é e como ele evita o conflito de interesses*. **Suno Artigos**, 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/chinese-wall/>. Acesso em 12 de fevereiro de 2022.)

gestor do Banco. Assim, concluiu o julgador que não haveria indícios suficientes à condenação, mas apenas contra-indícios a justificar as operações realizadas pelo Banco.

Em sede de segundo grau, o Conselheiro relator do processo concordou com os fundamentos trazidos no julgamento do Colegiado da CVM, destacando que nos casos de *insider trading* secundário, cabe à acusação provar todos os pressupostos da prática delitiva – a saber: a) existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; b) acesso à referida informação pelo agente; c) ciência de que a informação ainda não é pública; d) utilização da informação na negociação de valores mobiliários; e e) finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem –, o que não foi satisfatoriamente executado. Por sua vez, o Conselheiro Antonio Augusto de Sá Freire Filho expressou seu voto entendendo que haveria indícios que apontavam para a prática do ilícito por parte do gestor do Banco acusado, acompanhando as conclusões do Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN nº 069/2018.

Acerca do referido parecer, o documento aponta que a informação de desistência da OPA por parte do controlador da companhia CCX seria relevante e ainda não divulgada ao mercado na época das negociações do Banco BTG Pactual, cumprindo o primeiro requisito para a configuração do ilícito. No que se refere ao acesso a tal informação pelo gestor do Banco, concluiu o parecer que haveria uma relação direta entre a empresa objeto de negociação e o Banco, materializada em acordo de cooperação estratégica que envolvia assessoria financeira, linhas de crédito e projetos de investimento de longo prazo. O terceiro elemento também estaria preenchido segundo o documento, já que as negociações com o papel CCXC3 se deram antes da divulgação da informação relevante. No que tange à utilização da informação privilegiada na negociação de valores mobiliários, entendeu o parecer que o *timing* perfeito, a falta de fundamentos econômicos, e a ausência de uma *Chinese Wall* dentro do Banco seriam indícios desse requisito. Por fim, a perda evitada com a operação constituiria prova do último requisito para a configuração do *insider trading*.

Como mencionado anteriormente, o CRSFN decidiu pela maioria dos seus membros acompanhar o voto do relator, mantendo a decisão de primeira instância que absolveu o Banco da prática de uso indevido de informação privilegiada, ignorando o entendimento elaborado no parecer.

A respeito do caso narrado, e assumindo que os pressupostos da prática do *insider trading* narrados pelo Conselheiro Relator do processo no CRSFN devam ser integralmente

demonstrados pela acusação, tem-se que a decisão absolutória se mostrou a mais adequada ao caso concreto. Isso porque, os dois requisitos em que teria cabimento a prova indiciária ou seja: o acesso à informação relevante pelo agente, e a utilização da informação na negociação de valores mobiliários; são parâmetros que se encontram no espectro da autoria e materialidade do ilícito, urgindo por uma prova mais robusta e clara.

Ou seja, os indícios que compõem a prova indiciária utilizada pela acusação não são capazes de sustentar a condenação quando colocados diante de um sistema processual que privilegia a presunção de inocência do acusado. Assim, mesmo que existam tais indícios, esses deveriam ser utilizados apenas para a construção do raciocínio do julgador, necessitando de outras provas que pudessem conferir mais certeza acerca da tese acusatória.

Dando sequência, tem-se o processo nº 10372.000445/2016-91, também julgado em 20 de setembro de 2018, porém, sob a relatoria de Sérgio Cipriano dos Santos.

O caso ocorre quando José Renato de Camargos adquiriu 20.000 ações SAPR4 ao preço médio de R\$4,50 no dia 22/12/2011; Joel Musman comprou 10.500 ações ao preço médio de R\$5,16 entre os dias 23/12/2011 e 15/02/2012; João José Pavel comprou no dia 09/02/2012, 2.400 ações ao preço médio de R\$5,65; Bogari Gestão de Investimentos Ltda. comprou, por meio do Fundo de Investimentos Bogari Value FIA, 26.600 ações SAPR4 ao preço médio de R\$5,57, e 4.674 ações por meio do Fundo Bogari MAT FIA ao preço médio de R\$5,60, tudo isso entre os dias 09/02/2012 e 13/02/2012; e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda, também gestora de Fundos de Investimento em Ações, adquiriu, entre os dias 22/12/2011 e 23/12/2011, um total de 1.249.100 ações SAPR4 ao preço médio de R\$4,55, e posteriormente, mais 1.117.300 ações entre os dias 27/12/2011 e 16/02/2012.

Dentre as informações relevantes divulgadas pela Sanepar, companhia atuante no setor saneamento, que motivaram a elevação do preço das ações, há que se destacar: a) divulgação de fato relevante sobre aprovação do Planejamento Estratégico em 21/12/2011; b) divulgação de fato relevante informando reajuste de 16,5% nas tarifas em 16/02/2012; e c) divulgação de demonstrações financeiras apontando um incremento de 83,9% no lucro da empresa quando comparado com o ano anterior.

Desse modo, com base na divulgação do fato relevante informando alteração na tarifa, o preço das ações teve alteração substancial com grande volume negociado,

demonstrando o possível uso indevido de informação privilegiada por parte dos acusados nas negociações precedentes.

Há que se destacar ainda na linha cronológica a apresentação de Termo de Compromisso pelos acusados nos dias 02/01/2014, 14/01/2014 e 15/01/2014, que foram prontamente negadas pelo Colegiado da CVM.

Quanto à decisão, o Diretor Relator do processo na CVM rejeitou todos os pedidos de reconsideração da decisão do Colegiado que havia rejeitado as propostas de Termo de Compromisso. Por outro lado, julgou improcedente a imputação de uso de informação privilegiada aos acusados, sendo acompanhado pelos demais Diretores neste ponto, resultando na absolvição da prática de *insider trading*.

Já o Conselheiro relator do processo no CRSFN julgou a preliminar de nulidade arguida pelos acusados, decidindo que o voto de qualidade implementado nos processos no âmbito da CVM não ofende qualquer princípio regulador do processo administrativo. No mérito, manteve a absolvição determinada pela CVM em sede de primeiro grau referente à prática de *insider trading* pelos acusados.

Segundo o Diretor relator da CVM, a acusação não logrou êxito em demonstrar, por meio de indícios sólidos e convergentes, a autoria e materialidade do ilícito imputado aos envolvidos nas operações. Por outro lado, uma série de contra-indícios apontaram para a absolvição desses acusados, sendo eles: a) o baixo investimento por parte dos acusados na suposta operação fraudulenta, quando comparado com os recursos alocados para a aquisição de ações; b) a manutenção das ações SAPR4 em carteira mesmo após a divulgação dos fatos relevantes que elevaram o seu preço, e até mesmo a aquisição de mais quantidade posteriormente; e c) justificativa convincente para a aquisição das ações da Sanepar.

O julgador do CRSFN, por sua vez, concordou com os fundamentos trazidos na decisão de primeira instância da CVM, absolvendo os acusados por falta de demonstração dos indícios de autoria e materialidade do delito. Cabe, porém, a transcrição de parte do seu voto, para que se compreenda a posição que tem sido adotada pelas entidades acerca do uso da prova indiciária:

“12. Com relação às acusações de insider trading, a decisão unânime do Colegiado da CVM não merece reparo. De fato, podemos separar a questão do insider trading secundário em dois grandes vetores, o acesso a informação, que não é presumido como no caso de insider primário, e a conduta na negociação dos valores mobiliários. É menos provável que se estabeleça uma clara fonte de acesso à informação, pois para tanto é necessário que ou o emissor ou o receptor da

informação confirmem que houve a transferência de informação privilegiada. Em função disso é mais provável que a atuação como insider secundário se configure através da conduta de negociação.

13. Como comentado a análise de casos de insider trading secundário possui dois grandes vetores para a sua configuração, o primeiro se refere à informação em si e o segundo trata da atuação no mercado. Caso se obtenha a confirmação que houve a obtenção da informação, qualquer negociação passa a ser suspeita, contudo, se não existe essa certeza, a configuração da prática da irregularidade vai depender principalmente da atuação do acusado no mercado. Caso exista uma concentração de compras antes da informação se tornar pública, e se logo após a divulgação ocorrerem vendas haveria a configuração. Compras contínuas antes de depois da divulgação, e a manutenção ou a venda só muito tempo após a informação haver se tornado pública descaracterizariam, a priori, a ocorrência da irregularidade.”¹³⁷

No primeiro trecho transcrito já é possível perceber o posicionamento a respeito da presunção que paira sobre o *insider* primário de acesso à informação privilegiada. Referida presunção veio a ser materializada na nova Resolução CVM nº 44 de 2021, conforme já mencionado anteriormente.

Ainda, os dois trechos descritos esclarecem que a conduta de *insider trading* pode ser analisada sob dois aspectos: a) quando se tem a confirmação de que o *insider* teve acesso à informação relevante; e b) quando se pode deduzir, por meio da sua atuação no mercado, que o *insider* teve acesso à informação.

Na maioria dos casos, não é possível estabelecer um nexo entre o vazamento da informação e a sua utilização por determinado *insider*, motivo pelo qual a prova indiciária, por meio da reunião de indícios robustos e convergentes, intenta demonstrar a conduta ilícita praticada por um sujeito que muito provavelmente tenha tido acesso à informação relevante em posição privilegiada aos demais agentes.

Desse modo, sendo a prova indiciária uma modalidade que permite apenas uma aproximação à verdade real por meio de inferências obtidas de determinados fatos ocorridos, seu uso deve se dar apenas como forma de indicar o raciocínio mais provável acerca dos fatos investigados, cabendo a outros meios de prova a sustentação para o provimento final, seja ele condenatório ou absolutório.

Pelo exposto, é possível concluir que a decisão proferida tanto pela CVM quanto pelo CRSFN a respeito do processo analisado mostra-se em observância aos preceitos constitucionais que regem os processos judiciais e administrativos, na medida em que, não

¹³⁷ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Processo nº 10372.000445/2016-91. Relatoria: Sérgio Cipriano dos Santos. Brasília, 20 de setembro de 2018.

havendo provas contundentes do cometimento do ilícito, deve prevalecer o entendimento de que o acusado é inocente.

O terceiro e último caso analisado é do processo nº 10372.000025/2016-12, julgado em 11 de dezembro de 2018, também sob relatoria de Sérgio Cipriano dos Santos.

Nele, conforme aponta relatório da CVM acerca dos fatos ocorridos, a empresa 3G Capital Partners Ltd. (“3G”), que é uma gestora de recursos, teria atuado mediante a sociedade de investimentos Hookipa Investments LLC, para adquirir units ESTC11 entre os dias 10/04/2008 e 08/05/2008, alienando-as logo após a divulgação de um fato relevante em 11/05/2008, que informou a celebração de Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças, em que a Moena Participações S.A. adquiriu 20% do capital social da Estácio Participações S.A.

Com a operação envolvendo as units da Estácio, a sociedade de investimentos Hookipa obteve lucro de R\$11.615.602,00. Em decorrência de oscilação atípica na negociação desses papéis da Estácio, foi efetuada análise pela Gerência de Acompanhamento de Mercado 1, resultando na abertura de inquérito administrativo para apuração da infração de *insider trading* secundário.

Em sede de primeira instância, o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, absolver a Hookipa Investments LLC da acusação de insider trading, diante da ausência dos pressupostos para a caracterização do ilícito administrativo. No julgamento do CRSFN, o relator acompanhou a decisão formulada pela CVM, reafirmando todos os fundamentos para a absolvição do acusado.

De acordo com a Diretora Relatora do processo na CVM, os argumentos trazidos pelo acusado foram suficientes para invalidar os indícios apontados pela acusação. Os argumentos da defesa destacados pela julgadora compõem-se pelos seguintes contra-indícios: a) manutenção das ações em carteira após a divulgação do fato relevante, e até mesmo a compra de mais ações após esse período; b) fundamentação econômica plausível para as operações realizadas; e c) falta de comprovação de proximidade em relações pessoais que supostamente poderiam ter gerado o acesso à informação. O relator do processo no CRSFN se limitou a reproduzir a fundamentação utilizada no julgamento de primeira instância, destacando os mesmos contra-indícios da defesa.

Aqui, novamente, a CVM desenvolve a linha de raciocínio necessária quando não se tem a confirmação de que um possível *insider* teve acesso à informação relevante. Ou seja,

a prova indiciária, segundo a autarquia, torna-se indispensável para comprovar essa troca de informações entre um *insider* primário, que é aquele que obtém a informação de forma direta, e o secundário, que se vale de uma relação pessoal com aquele indivíduo para obter a informação privilegiada.

Nesses casos, o apontamento de indícios pela acusação, quando suficientemente mais convincentes que os contra-indícios apresentados pela defesa, formaria o raciocínio indutivo segundo o qual o acusado praticou o ato ilícito. Caso contrário, a tese absolutória prevaleceria.

Entretanto, é preciso salientar que a mera sobreposição dos indícios aos contra-indícios não é fundamento suficiente a sustentar a condenação, quando ausentes outros meios probatórios que forneceria maior confiabilidade acerca da tese da acusação. Isso pois, o princípio da presunção da inocência atua limitando a pretensão punitiva, na medida em que impõe regras de tratamento ao acusado no curso do processo, transferindo ao Estado o papel de demonstrar todos os elementos do ilícito, sem que reste qualquer dúvida razoável na mente do julgador.

Desse modo, a decisão tomada pela CVM e pelo CRSFN no caso analisado estão em conformidade aos preceitos constitucionais ora trabalhados, já que determinaram a absolvição do acusado, frente a ausência de provas robustas que indicassem a prática da conduta delitiva.

Em conclusão, com a análise dos casos em que há a absolvição dos acusados da prática de *insider trading* secundário, é possível confirmar que a prova indiciária é instrumento jurídico que promove um grande auxílio no esclarecimento das situações que envolvem um alto nível de complexidade, nas quais não é possível estabelecer um nexo muito claro entre o vazamento de uma informação e sua utilização por determinado sujeito. Por isso, e levando em conta que esse esclarecimento está longe de representar o ideal de aproximação do Direito com a verdade dos fatos, é que este instrumento deve ser usado em paridade a outros meios probatórios, sempre buscando a construção de um provimento jurisdicional suficientemente embasado, especialmente quando se promove a condenação de um indivíduo.

Desse modo, ao valer-se da prova indiciária o julgador deve sempre considerar os princípios decorrentes de um devido processo legal e constitucional, em especial o da

presunção de inocência. Somente assim o Poder Estatal pode promover uma condenação justa e que seja congruente com o Estado Democrático de Direito em que ele está inserido.

CONCLUSÕES

Tendo em conta o exposto neste trabalho, é possível concluir que a apuração pela CVM da conduta de *insider trading* secundário no mercado de valores mobiliários, perpassa institutos jurídicos que vão além da mera normativa processualista em esfera administrativa.

É preciso, antes de tudo, conhecer os fundamentos do exercício do Poder Punitivo Estatal que, embora não se manifeste como *ius puniendi* único, possui uma base principiológica que emana para as diferentes esferas.

Isso se deve em razão do papel do Estado em fornecer os direitos, garantias e deveres fundamentais consagrados no texto constitucional, que é, em última análise, expressão dos ideais e valores presentes em determinada sociedade, permitindo a proteção-emancipação-plenipotencialização do Estado Democrático de Direito.

Ou seja, os princípios que integram a ordem jurídica brasileira são vetores de construção, interpretação e atualização dos referidos direitos, garantias e deveres fundamentais, devendo ser observados em todas as relações jurídicas, incluídas aquelas decorrentes da manifestação da potestade estatal que surge como necessidade de reprimir alguma conduta lesiva praticada por um indivíduo.

É por isso que, quando do julgamento do *insider trading* secundário deve se levar em conta não apenas o dever do Estado em propiciar uma resposta à coletividade frente ao cometimento do ilícito, mas também o dever de não violar os direitos individuais daquele que é acusado.

Nesses termos, pelo necessário equilíbrio no exercício dos diversos deveres estatais, e pela reflexão de qual direito ou garantia fundamental deve prevalecer em detrimento de outro no caso concreto, é que o uso da prova indiciária deve ser adotado com cautela.

É evidente que não se pode negar a sua aplicação como meio de alcance de uma verdade processual em casos denominados de alta complexidade probatória, mas também não é possível sustentar a sua predominância como subterfúgio do papel do Estado em provar as alegações que faz contra um acusado.

Isso porque, prevalece no Direito brasileiro a aplicação do princípio da presunção da inocência, que impõe a regra de tratamento no curso do processo segundo a qual somente

uma prova cabal tem o condão de provar o cometimento do ilícito e sustentar um provimento final condenatório.

Em outras palavras, a condenação de um acusado, seja em processo judicial penal, ou ainda em Processo Administrativo Sancionador, só deve ocorrer quando as provas produzidas não deixem qualquer dúvida razoável de que este acusado é responsável pelo cometimento do ilícito.

Nesses termos, o mais prudente, e mais congruente com os princípios constitucionais aplicáveis ao processo, dentre eles o da presunção da inocência, seria utilizar da prova indiciária apenas como caminho para a construção do raciocínio desenvolvido pelo julgador, necessitando-se da convergência de demais meios de prova que apontem para a confirmação da veracidade desse raciocínio.

Apenas procedendo assim é que se efetivaria o papel estatal como regulador da vida em sociedade, mas que está igualmente submetido aos ditames do Estado Democrático de Direito.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACOSTA, Felipe Guerra. *O dano aos investidores em casos de fraude ao mercado de capitais: uma análise da jurisprudência brasileira à luz da teoria dos mercados eficientes*. Monografia (Bacharelado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18711/TCC%20-%20Felipe%20Guerra%20Acosta%20-%20Vers%C3%A3o%20Final.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: mar de 2021.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes. *Col. DDJ – A Regulação brasileira do mercado de capitais*. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

ARÊDES, Sirlene Nunes. *Limites constitucionais ao Poder Legislativo na tipificação de infrações administrativas de polícia e na determinação do regime jurídico de suas sanções*. Tese (Doutorado em Direito Público) - Faculdade de Direito e Ciências do Estado, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2013.

BITENCOURT, Cezar Roberto. *Coleção tratado de Direito Penal*. v. 1. 26. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

_____. *Lei 10.406/2002. Institui o Código Civil*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm

_____. *Lei 9.784/1999. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9784.htm

_____. *Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm

_____. *Lei 6.404/1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.* Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm

_____. *Lei nº 4.728/65. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.* Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm

_____. *Decreto-Lei nº 3.689/41. Código de Processo Penal.* Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm

_____. *Instrução CVM 358/2002.* Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>

_____. *Resolução CVM 44/2021.* Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cvm-n-44-de-23-de-agosto-de-2021-340157281>

CARNELUTTI, Francesco. *A prova civil: parte geral: o conceito jurídico da prova.* Tradução e notas de Amilcare Carletti. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Editora Pillares, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Comitê Consultivo de Educação. *Direito do mercado de valores mobiliários.* 1. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: ago de 2018.

_____. *Mercado de valores mobiliários brasileiro.* 4. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: jan de 2021.

_____. *uso indevido de informação privilegiada (insider trading), (Cadernos CVM, 11).* Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em:

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>. Acesso em: mar de 2021.

CHAVES, Antônio. *Tratado de Direito Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982-1985.

DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. *As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções*. 1. ed. 2. tir. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2018.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 32. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2019.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://dominiopublico.mec.gov.br/download/teste/args/cp077207.pdf>. Acesso em: abr de 2021.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 1 – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. *A Lei das S/A comentada*. v. 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FERREIRA, João Henrique. *Indícios, presunções e ficções no Direito Penal: aspectos principais*. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/download/teste/args/cp009410.pdf>. Acesso em: abr de 2021.

FERNANDES, Bernardo Gonçalves. *Curso de Direito Constitucional*. 9. ed. rev. ampl. e atual. Salvador: JusPODIVM, 2017.

FREITAS, Cinthia Obladen de Almendra; NEVES, Rubia Carneiro; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Direitos autorais e música: tecnologia, direito e regulação. *Revista brasileira de políticas públicas*, Brasília, v. 7, n. 3, p. 512-537, dez. de 2017. Disponível em: <https://www.publicacoes.uniceub.br/RBPP/article/view/4799/3667>. Acesso em: jul. de 2021.

GUARDIA, Gregório Edoardo Rapahel Selingardi. Princípios processuais no Direito Administrativo Sancionador: um estudo à luz das garantias constitucionais. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 109, p. 773-793, jan./dez. 2014. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/89256/96086>. Acesso em: jan de 2022.

KELSEN, Hans. *Teoria pura do Direito*. Tradução de João Baptista Machado. 6. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1998.

LEÃES, Luís Pais de Barros. *Mercado de capitais e "insider trading"*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LOPES JR., Aury. *Direito Processual Penal*. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

MANSOLDO, Mary. *Verdade real x verdade formal*. Disponível em: <http://www.arcos.org.br/artigos/verdade-real-x-verdade-formal/#topo>. Acesso em: mar de 2021.

MEDEIROS, Alice Bernardo Voronoff de. *Por um discurso de justificação e aplicação para o direito administrativo sancionador no Brasil*. Tese (Doutorado em Cidadania, Estado e Globalização) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: https://www.bdt.d.uerj.br:8443/bitstream/1/9347/1/Alice%20Bernardo%20Voronoff%20de%20Medeiros_Total.pdf. Acesso em: jan de 2022.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. Tese (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20%28clean%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: mar de 2021.

OLIVEIRA, Márcio Luís de. *A Constituição juridicamente adequada*. 1 reimp. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016.

PACELLI, Eugênio. *Curso de Processo Penal*. 24. ed. São Paulo: Atlas, 2020. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597023763/cfi/6/32!/4/2/4@0:0>. Acesso em: abr de 2021.

_____, Eugênio. *Curso de Processo Penal*. 25. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Responsabilidade civil*. 12. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PIMENTA, Eduardo Goulart. *Direito societário*. [recurso eletrônico]. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2017. Disponível em: <https://www.editorafi.org/073eduardo>. Acesso em: ago de 2018.

PRADO, Luiz Reges. *Curso de Direito Penal brasileiro, volume 1: parte geral: arts. 1º a 120*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista do Tribunais, 2002.

PRETTI, Gleibe; SILVA, Cintia Maria Trojano da. *Contrato Social*. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/94831/contrato-social>. Acesso em: jun. de 2022.

REIS, Tiago. Chinese Wall: o que é e como ele evita o conflito de interesses. *Suno Artigos*, 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/chinese-wall/>. Acesso em 12 de fevereiro de 2022.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Função regulatória. *Revista eletrônica de Direito Administrativo Econômico*, Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 13, fev./mar./abr. de 2008. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/redae.asp>. Acesso em: jul. de 2021.

SOUZA, Wildson de Almeida Oliveira. *Poder Administrativo Sancionador do Estado: discussão do princípio bis in idem pela interface com o Direito Administrativo e o Direito Penal*. Dissertação (Mestrado em Direito Constitucional) – Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2020. Disponível em: https://repositorio.idp.edu.br/bitstream/123456789/3361/1/DISSERTA%C3%87%C3%83O_%20WILDSON%20DE%20ALMEIDA%20OLIVEIRA%20SOUSA%20_MESTRADO%20EM%20DIREITO.pdf. Acesso em: jan de 2022

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário*, v. 1. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2017.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial: sociedade por ações*. v. 3. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.