



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO – FD
GRADUAÇÃO EM DIREITO

SANDRYELLE CRISTINA ALVES DA SILVA

**DIÁLOGO DA RELAÇÃO ENTRE AS ESFERAS ADMINISTRATIVA E PENAL NA
RESPONSABILIZAÇÃO PELA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL**

Brasília – DF

2022

SANDRYELLE CRISTINA ALVES DA SILVA

**DIÁLOGO ENTRE AS ESFERAS ADMINISTRATIVA E PENAL NA
RESPONSABILIZAÇÃO PELA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL**

Banca Examinadora:

Profa. Dra. Lilian Manoela Monteiro Cintra Melo - Orientadora
FD/UnB

Professor(a) Mônica Tiemy Fujimoto
FD/UnB

Professor (a) Vanessa Meneguetti
Externa

Brasília, DF

2022

SANDRYELLE CRISTINA ALVES DA SILVA

**DIÁLOGO ENTRE AS ESFERAS ADMINISTRATIVA E PENAL NA
RESPONSABILIZAÇÃO PELA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na
Faculdade de Direito de Brasília como requisito para
outorga de bacharel em Direito

Orientadora: Profa. Dra. Lilian Manoela Monteiro
Cintra Melo

*“O caminho até o paraíso passa por milhas de
inferno nublado, direto ao topo, não olhe para trás,
voltando aos trapos e deixando as comodidades para
uma próxima oportunidade”*

— Imagine Dragons, trecho da música *It's time*

Brasília – DF

2022

Dedico esse trabalho à Ana Cristina Alves da Silva,
Sandro Ferreira da Silva, Gabriel Alves da Silva e a
Luke, nosso companheirinho de quatro patas.

Agradecimentos

Optei por escrever essa parte por último, pois até os últimos momentos deste trabalho tive a sorte de receber as mais diversas contribuições daqueles que acompanharam, nem que só um pouco, a construção desse TCC.

Primeiramente gostaria de agradecer à minha orientadora, Professora Lilian Manoela, por toda a sua paciência e atenção comigo durante esses meses. Sem suas indicações e observações eu não teria conseguido atingir tão bem o objeto de pesquisa que gostaria de alcançar. Agradeço também aos professores presentes na banca, Professora Mônica e Professor Luiz Guilherme, por sua disposição em participar deste momento tão importante da minha graduação.

Ainda não parece real que cheguei ao final do curso. Em 2016 fui aprovada no vestibular para cursar Direito na Universidade Federal de Campina Grande, isso deu início aos 2 semestres que morei na cidade de Sousa-PB longe da minha família, mas rodeada de pessoas por quem guardo um enorme carinho e que me ajudaram a passar por todos os percalços de ser uma menina de 18 anos recém completados tendo que se virar sozinha pela primeira vez. Agradeço imensamente a todas essas pessoas que, apesar dos problemas, fizeram com que eu me sentisse acolhida e nunca sozinha. Este é um agradecimento que, apesar de ser direcionado a todos os que estiveram presentes nesta época da minha vida, faço em nome da minha amiga de longa data Jackelyne Oliveira. Obrigada por ser tão presente mesmo com toda a distância que nos separa.

Em 2017 passei por uma mudança difícil, transferei meu curso para a UnB e, mesmo que eu não soubesse na época, viriam 5 anos de muita felicidade e muito amor pela frente. Por isso e por tanto mais, dedico esta conquista aos amigos que a faculdade me deu desde o primeiro semestre e que me acompanharam até o último, dividindo as dores, alegrias, surtos, glórias, frustrações e conquistas.

Em especial agradeço a: Alessandra Araújo, Laura Roriz e Lorena Xavier, por adotarem uma caloura maluquinha que estava desesperada para se sentir menos sozinha e queria ter amigos; Gabriel Felipe, por ser meu primeiro amigo na FD e se recusar a me deixar sozinha nessa cidade; Arthur Zaire, Gabriela Leão, Eduarda Torres e Karine Martin; Geovana Guimarães, pelos chocolates e conversas da tarde que sempre me

motivam e me trazem de volta à realidade sem deixar a ansiedade atacar; Isabela Gurgel, Izabela Lemes, Letícia Amorim, Mackson Marinho, Maria Eduarda; Marcela Araújo, por ser minha gêmea de segundo nome, companhia de escrita, de falar de Harry Styles, de tomar café, de almoço e de uma vida inteira; Marcella Castro, Natalie Catarina, Pedro Reis, João Victor Foss, Sâmella, Sofia Vergara, Thiago Sancler e Tayná Frota por serem algumas das pessoas que mais me inspiram a dar o melhor de mim sempre independente das circunstâncias e por serem o significado real de amizade.

Cito também aqui pessoas que me ajudaram e estiveram presentes na minha vida durante todo o curso: Ana Gabriela Matos, Bruna Franco, Caio Borges, Carlos Sousa, Elisa Boaventura, Gabriel Batalha, Gabriel Lima, Grazielly Guimarães, Julia Sousa, Karen Paiva, Lucas Orsi, Luis Eduardo Sampaio, Maria Antônia Beraldo, Maria Letícia Borges, Isabella Pires, Suelen Rocha, Thaís Lopes, Thaísa Galvão, Thamires Camacho e Victor Frank. Vocês melhoraram consideravelmente todos os meus dias na UnB e fora dela.

Aproveito ainda para agradecer àqueles que me acompanharam durante os meus estágios. Destaco nesses agradecimentos algumas das pessoas com quem tive a honra de trabalhar e de aprender: André Araújo, a quem devo grande parte do que sei sobre Direito Penal e Daniel Romeiro, com quem aprendi o outro lado do Direito Penal, o lado do acusado; Nina Pencak e Gabriela Sena, que em diferentes Tribunais me ensinaram sobre a importância e relevância do Direito Tributário.

Por fim, agradeço à Camila Crivilin que, além de minha chefe, hoje é minha amiga. Eu amo compartilhar as tardes, nosso espaço seguro, minhas aleatoriedades, loucuras e todas as mais diversas histórias da minha vida contigo. Obrigada por me deixar ser sua estagiária e amiga, já estou com saudades antecipadamente da nossa rotina.

Dedico ainda este trabalho aos amigos que a vida de atleta me deu de presente, obrigada a todos vocês - os que fizeram parte no início e aqueles que entraram bem depois - por me fazerem renascer diariamente, por me tirarem de momentos ruins e me darem motivos para esperar ansiosamente para acordar cedo em um domingo de manhã e ficar jogando debaixo de sol ou chuva por horas e horas. Espero que saibam o quanto eu amo cada um e o quanto sou grata por sermos um time.

Agradeço ainda aos meus amigos da Revista dos Estudantes de Direito da UnB o que faço especialmente com carinho ao Conselho Diretor do ano de 2022 e à minha querida Editoria de Projetos. Muito obrigada por me entenderem, me ajudarem e por perdoarem todas as vezes que sumi por conta do TCC.

Não posso finalizar esse trabalho sem mencionar diretamente pessoas muito importantes para mim, que estiveram comigo nos meus melhores e piores momentos. Obrigada à Victória Rocha, Marina Amaral, Clara Lacerda, João Victor Sampaio e Rodrigo Monteiro. Vocês são o que a UnB me deu de mais precioso, obrigada por simplesmente existirem ao mesmo tempo que eu e deixarem eu fazer parte da vida de vocês.

Não menos importante, cito aqui todos aqueles que, mesmo de longe, fizeram questão de sempre se fazerem presentes na minha vida. Agradeço imensamente a Taynara Laranjeira e Paulo Otávio, meus primos, irmãos e amigos; a Jayanne Gadelha, que fez questão da minha amizade mesmo depois que eu saí da UFCG; a Beatriz, minha amiga virtual que mesmo de Fortaleza me manda todo amor, carinho e suporte possíveis; a Marluce Alves e Maria Tonê, minhas avós que eu não vejo a hora de rever; aos meus tios, Ana Cláudia e Ricardo Gomes e aos meus padrinhos Ricardo Laranjeira e Silvana Ferreira por nunca me desampararem e mesmo distantes sempre se preocuparem.

Dedico esse trabalho também aos amigos que fiz na pandemia, a João Victor Rettore, Natália Amorim e Walkíria Lajoia, por toda a preocupação, conversas, acolhimento, consideração e acima de tudo pela amizade que tem importância inversamente proporcional ao tempo. E, é claro, à minha dupla Isadora Morozzo, obrigada por me ensinar que para sermos e termos melhores amigos o tempo não significa nada, o que de fato importa é a conexão entre as almas. Sou muito feliz que minha alma se conectou tão fortemente à sua.

Por fim, esse trabalho só foi possível por conta de três pessoas e de um cachorro que se recusava a me deixar sozinha. Eu tenho muita sorte de ser imensamente amada e cuidada por um casal de pernambucanos que se aventurou pelo Brasil inteiro e enfrentou os mais diversos obstáculos aos vinte e poucos anos. Mais sorte ainda tenho por esse casal ter me dado um irmão que sonhei tanto em ter e que desde então se tornou minha maior companhia.

Eu sou extremamente grata a vocês, Ana Cristina, Sandro e Gabriel, por me amarem tanto e por nunca deixarem de acreditar em mim. Esse trabalho não seria possível sem vocês - e Luke - para me apoiarem, me darem força quando eu não tinha mais, me acalmarem antes do desespero, me impulsionarem a ser melhor do que fui ontem, e nunca me deixarem sozinha - especialmente Luke. Não apenas este trabalho como toda a minha graduação não seriam possíveis se não fosse por vocês. Tenho muito orgulho de dizer que metade de tudo que eu sou hoje e de tudo que eu conquistei eu devo a vocês.

Essa conquista é compartilhada com todas essas pessoas e com muito mais. Eu não seria capaz de fazer o que fiz durante esses quase 6 anos se não fosse por toda a ajuda e presença de vocês. Por isso, deixo aqui o meu muito obrigada.

RESUMO

O uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários é conduta expressamente vedada pelo direito brasileiro. Nesse sentido, a legislação prevê que aquele que venha a praticar tal ato ilícito deverá ser responsabilizado conforme o direito administrativo e o direito penal. Ocorre que, por ser algo relativamente novo, ainda existem muitas dúvidas sobre o que caracteriza esta conduta que também é conhecida como *insider trading*. Ademais, o ordenamento jurídico pátrio tem como um dos seus principais princípios a vedação da dupla responsabilização de um mesmo indivíduo com base nos mesmos fatos e argumentos. É a partir disso que este trabalho pretende entender como funciona cada tipo de responsabilização, penal e administrativo, observando seus conceitos, suas críticas e casos reais.

PALAVRAS CHAVE: *Insider Trading*. Direito Penal Econômico. Direito Administrativo Sancionador. Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The misuse of privileged information in the securities market is a conduct expressly prohibited by the Brazilian law. In this sense, law provides that anyone who commits such an illicit must be held liable under administrative and criminal law. However, because it is something relatively new, there are still many doubts as to what characterizes this conduct, also known as insider trading. Furthermore, the Brazilian legal system prohibits that one individual to be held liable twice based on the same facts and arguments. In this context, this study intends to understand how each type of liability works, criminal and administrative, observing its concepts, criticisms and cases.

KEY WORDS: Insider Trading. Economic Criminal Law. Administrative Sanctioning Law. Securities Commission. Securities Market.

SUMÁRIO

Introdução	1	Uma análise geral sobre insider trading – O que caracteriza essa prática?	35	2.1. Histórico	4
		2.2. O que é insider trading?			6
		2.3. O bem jurídico tutelado			8
		2.4. Os deveres dos administradores das companhias abertas.			12
As diferentes Formas de responsabilização e suas limitações	15	responsabilidade	15	3.1. Os tipos de	15
		3.1.1. Responsabilidade administrativa			16
		3.1.1.1. Competência da Comissão de Valores Mobiliários conforme a Resolução CVM nº 44/2021.			17
		3.1.1.2. A competência da CVM para responsabilizar o insider conforme a Lei nº 6.385/76.			20
		3.1.2. Responsabilidade penal			23
		3.2. As críticas aos tipos de responsabilização			28
A responsabilização por insider trading conforme a Justiça Federal e a Comissão de Valores Mobiliários	35		35	4.1. Caso Petrobrás	34
		4.2. Caso Sadia-Perdigão			36
		4.2.1. Responsabilização Administrativa			36
		4.2.2. Responsabilização criminal			39
		4.3. Caso Mundial			40
		4.3.1. Responsabilização administrativa			40
		4.3.2. Responsabilização criminal			42
		4.4. Caso OGX			43
Conclusão			46	Referências Bibliográficas	48

1. INTRODUÇÃO

Com a complexidade que as operações econômicas vêm apresentando, torna-se imprescindível a presença do direito como método de regulação e garantia da efetividade, transparência e boa-fé das ações.

O uso indevido de informação privilegiada é uma das práticas abusivas que vai de encontro com todos os princípios basilares do mercado de capitais e, além disso, viola conceitos jurídicos protegidos. Conhecida mundialmente por *insider trading*, esta é uma prática que não apenas prejudica as negociações de valores mobiliários, como a economia nacional.

Resumidamente, o *insider trading* é a prática por meio da qual, um participante do mercado, com o intuito de obter para si ou para outrem vantagem indevida, utiliza de informação relevante ainda não divulgada para gerar o resultado que pretende. Esta conduta é vedada administrativamente – art. 155 da Lei nº 6.404/76 – e penalmente – art. 27-D da Lei nº 6.385/76 – por desestabilizar as relações de mercado e a economia.

Por esta razão, a conduta será punível em ambas as áreas, de forma que a responsabilização perante a esfera administrativa não exclui a responsabilização perante a esfera criminal. Entretanto, muito se discute sobre o que de fato configura a prática, se a mera posse de informação sigilosa já configura o ilícito, se qualquer pessoa pode praticá-lo, qual o momento que separa a atipicidade da tipicidade da conduta.

Decerto que trata-se de questão extremamente recente, pois os referidos diplomas legais passaram por aperfeiçoamentos no decorrer dos anos, de modo que, o uso indevido de informação privilegiada apenas se tornou conduta explicitamente proibida com o advento da Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001 que altera tanto a Lei nº 6.385/76 como a Lei nº 6.404/76.

Por tratar de questões sensíveis ao mercado de capitais, o qual gera grande influência na economia brasileira, as práticas abusivas que lhe seguem também devem ser tratadas de forma sensível. Nesse sentido:

“A análise das questões relativas ao uso de informações a que se tenha acesso privilegiado bem como a tarefa de se responsabilizar quem haja negociado irregularmente devem ser orientadas por redobrada cautela. É preciso, pois, ter

os olhos postos também na saúde do mercado como um todo, de modo a não desestimulá-lo – nem a ele nem ao seu desenvolvimento. Afinal, o investidor não tem condições de negociar em um ambiente de incertezas, se estiver inseguro de que qualquer operação poderá vir a ser questionada, mesmo que sem qualquer base comprobatória. A confiança é pressuposto da existência do mercado” (MUSSNICH, 2017, p. 20-21)

No entanto, o grande questionamento a ser enfrentado aqui é se o tratamento pela esfera administrativa e criminal não poderia violar o princípio do *ne bis in idem* uma vez que o indivíduo viria a ser processado e, caso condenado, punido em duas diferentes áreas do direito. Nesse sentido, é importante analisar tanto a responsabilização administrativa quanto a penal para entender seus principais pontos, suas diferenças e os limites impostos para que o *bis in idem* não seja mais um problema a ser enfrentado.

O grande objetivo desta proposta é compreender a dinâmica entre a prática abusiva e as consequências que dela decorrem. Não há equívoco em afirmar que a temática aqui discutida é de extrema relevância para o direito comercial brasileiro, de modo que esta análise traz à academia um estudo importante por mesclar a teoria e a prática tornando a problemática mais compreensível e, a partir disso, mais acessível ao público geral.

Do ponto de vista metodológico, o presente estudo será baseado em pesquisa predominantemente bibliográfica com enfoque em doutrinas e estudos publicados em revistas científicas. Também será escopo desta pesquisa a legislação pátria abrangendo principalmente as Leis nº 6.404/76 e nº 6.385/76 e Instruções Normativas e Resoluções consideradas relevantes.

Assim, o presente trabalho se inicia buscando conceituar a prática de *insider trading* e o que lhe caracteriza em todos os aspectos – seu bem jurídico, seu histórico e sua definição legal e doutrinária e todos os seus quesitos específicos.

A partir desta compreensão, o segundo capítulo do trabalho passa a analisar a responsabilidade administrativa e penal individualmente, observando seus critérios específicos, seu campo de atuação, suas penalidades e competência, além de seus pontos positivos e negativos.

Neste mesmo capítulo, será realizado um paralelo entre as duas esferas de responsabilização ponderando-as juntamente ao princípio do *ne bis in idem* aplicado pelo

ordenamento jurídico cujo principal objetivo é impedir que um mesmo indivíduo seja processado, e quiçá condenado, duplamente pelos mesmos fatos e argumentos.

Por fim, o terceiro capítulo será destinado à análise de casos brasileiros relevantes, tanto da esfera administrativa como da criminal a fim de ilustrar como tudo o que foi discutido nos setores anteriores se porta na realidade, verificando se de fato há violação ao princípio do *bis in idem*. Ao final, conclui.

2. UMA ANÁLISE GERAL SOBRE *INSIDER TRADING* – O QUE CARACTERIZA ESSA PRÁTICA?

Antes de entrar na discussão específica quanto à prática em específico, é importante compreender todos os seus principais aspectos. Para tanto, é preciso começar o trabalho observando o contexto histórico em que a regulação do mercado de capitais tornou-se imprescindível.

Isso posto, o tema central da pesquisa será introduzido a partir de uma conceituação da prática de *insider trading*, tendo como principal objetivo entender o que caracteriza esta prática, quem pode ser seu sujeito ativo e o que vem a ser “informação relevante”, objeto central da conduta.

Com isso, torna-se necessário para o desenvolvimento deste estudo, ponderar acerca do mercado de capitais, bem juridicamente tutelado, compreendendo as razões pelas quais o direito precisa intervir de forma tão árdua, especialmente no que diz respeito ao uso indevido de informações nas negociações de valores mobiliários.

Encerrando esta primeira parte, o presente trabalho traz uma análise mais aprofundada dos deveres do administrador da empresa uma vez que é justamente a violação desses deveres que dá ensejo ao *insider trading*.

2.1.Histórico

Historicamente, os períodos pós-guerra são acompanhados por diversas mudanças socioeconômicas, nos anos que seguiram o fim da primeira guerra mundial não foi diferente. O avanço econômico na década de 1920, principalmente no que se refere aos Estados Unidos (EUA), são um grande exemplo de impacto econômico decorrente do fim da guerra.

Neste contexto, tanto as relações exteriores dos EUA como o consumo interno foram significativamente impactados, tendo crescido de forma desenfreada durante todos esses anos. Consequentemente, esse *boom* econômico gerou efeitos na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

Entretanto, com uma falta de regulamentação clara do mercado, esse crescimento desenfreado rapidamente se tornou um problema que acabou por ocasionar um dos momentos econômicos de maior importância histórica, a Crise de 1929.

Em 1929, milhões de titulares de ações na bolsa de valores de Nova Iorque resolveram colocá-las à venda, fazendo seus valores despencarem e causando prejuízos de bilhões de dólares. O próspero e poderoso *american way of life* estava em declínio o que afetou não apenas os Estados Unidos como também outras nações que dependiam do comércio internacional do país.

Em uma tentativa de refrear essa queda livre da economia, o então Presidente Franklin Roosevelt implementou a política do “*New Deal*” que possuía três grandes objetivos: *Recovery, Relief and Reform*¹. O primeiro estava relacionado às políticas de governo para estancar a crise e recuperar a confiança do povo nas instituições bancárias, o segundo, por sua vez, engloba os programas de auxílio para a população norte-americana em geral, e o terceiro diz respeito às propostas políticas de segurança econômica, incluindo a questão de regulamentação.

Com efeito, foram criadas leis regulando todos os setores da economia a fim de garantir uma maior segurança. E é justamente nesse cenário histórico que se dá o *Security Exchange Act* de 1934, o qual foi responsável pela criação da *Security Exchange Commission (SEC)*, com responsabilidades tais quais fiscalizar e disciplinar o mercado econômico. É nessa seara que a prática de *insider trading* começa a ser vista sob a tutela do direito.

Apesar de ser algo previsto desde a primeira metade do século XX nos EUA, no Brasil essa regulamentação tardou um pouco mais a ser aplicada. Apenas em 1976 a prática veio a ser reconhecida como um ilícito pela legislação através da Lei nº 6.404/76, mais especificamente pelo seu art. 155 que dispõe sobre o dever de lealdade dos administradores da empresa.

Além do diploma legal mencionado anteriormente, o *insider trading* também está presente na Lei nº 6.385/76, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM e lhe confere o status de órgão da administração pública.

Entretanto, antes de nos debruçarmos sobre como essas três áreas observam essa prática, é importante entender o que de fato caracteriza o *insider trading*, ou seja, devemos primeiro entender como este é visto pelo direito brasileiro e qual a razão de ser considerado um ato ilícito.

¹ Em tradução literal: Recuperação, Alívio e Reforma.

2.2. O que é *insider trading*?

Antes de adentrarmos na conceituação própria da prática é importante compreender o papel do sujeito ativo do crime, bem como o que caracteriza as “informações relevantes” que são o ponto central do *insider trading*.

O executor da prática é chamado de *insider*, a partir de um acesso privilegiado a informações que têm grande relevância principalmente no que se refere às negociações de interesse de sua empresa. Nesse sentido, o empresário toma conhecimento de elementos que dizem respeito à cotação de valores mobiliários de emissão da empresa e, com isso, têm o poder de interferir diretamente nas transações de compra, venda e até de retenção desses valores.

Apesar de a legislação brasileira não trazer uma previsão expressa de quem seria o *insider*, a partir da conceituação tratada observa-se que este, na verdade, é um sujeito ativo próprio, uma vez que são poucos aqueles que podem ter acesso a esse tipo de informação privilegiada.

Nesse sentido, são capazes de praticar *insider trading* os administradores da sociedade empresária – englobando os diretores e conselheiros –, os membros dos órgãos de aconselhamento aos administradores, os membros do Conselho Fiscal e, além deles, os que lhe são subordinados, bem como terceiros que são de sua confiança. Além das pessoas supracitadas, também podem ser *insiders* os acionistas controladores da empresa.

Essa qualificação nos faz questionar o que caracteriza essas “informações relevantes”. De acordo com a Lei nº 6.404/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, é dever dos administradores comunicar à bolsa de valores e tornar público fatos internos que sejam capazes de influenciar o mercado de valores (art. 157, §4º da Lei).

Ora, se esse tipo de situação tem o condão de interferir diretamente nas decisões de investidores é evidente que ela tem certos privilégios de tratamento. É exatamente por isso que o art.155, §1º da Lei nº 6.404/76 determina ao administrador que mantenha em sigilo qualquer informação que não tenha ainda sido divulgada para conhecimento do mercado.

Mesmo que, à primeira vista, pareça algo contraditório, o que o §1º do art. 155 faz, na verdade, é vedar que essas informações sejam utilizadas para obtenção de vantagens no mercado de valores.

Ainda no que se refere à importância conferida a esses dados, a Lei nº 6.385/76 impõe à CVM a competência de expedir normas acerca da apresentação dessas informações bem como da sua divulgação (art. 22, §1º, V e VI). Nesse mesmo sentido, inovando e atribuindo maior gravidade à violação dessas regras, a referida legislação criminaliza a prática do uso indevido de informação privilegiada.

Portanto, o *insider trading* nada mais é que a utilização de informação verdadeira e precisa, referente aos fatos do mercado, da qual se tem conhecimento em virtude de sua função ou cargo na sociedade empresária e que ainda não tenha se tornado pública com o objetivo de obter vantagem para si ou para outrem em negociações de valores mobiliários.

A partir dessa análise conceitual é possível definir três requisitos para a caracterização da prática de *insider trading*, são eles: a existência de informação privilegiada não divulgada no mercado; o acesso à esta informação; a negociação com o intuito de obter vantagem em decorrência da posse de tal informação.

O primeiro requisito tem por base a ordem ética e econômica. Ética porque o nível de reprovabilidade do uso de informação ao qual os demais não têm acesso é bastante elevado.

Econômica porque essa discrepância de acesso pode resultar em operações nas quais os títulos sejam vendidos por preços desconexos da realidade, o que acaba por violar a confiança nas relações negociais (MÜSSNICH, 2017, p. 36). Nesse sentido:

“A proibição do *insider trading* deverá ser observada não somente na proteção dos acionistas, mas também da companhia e notadamente do público investidor em geral. Trata-se, com efeito, de antijuridicidade de interesse público, pois o administrador, ao praticar esse ilícito, conturba o próprio conjunto dos negócios que se realizam no mercado de capitais e a confiança dos investidores na lisura dos seus intervenientes”. (CARVALHOSA, Modesto, 1998, p. 255)

O segundo requisito é referente ao acesso a este tipo de informação, ou seja, a mera existência de informação privilegiada não caracteriza o ilícito, é necessário que alguém tenha acesso a essa informação.

Como citado anteriormente, este agente, conhecido como *insider* é aquele que de forma direta ou indireta tenha o poder de utilizar da informação à qual tem acesso. Entretanto, a simples posse dessas informações sigilosas também não caracteriza o *insider trading*. Modesto Carvalhosa (1998, p. 263) estabelece que o elemento central da prática, na verdade, é o aproveitamento dessa informação para fins de negociação.

A soma da existência de informação privilegiada e de um agente que tenha acesso a ela só se consuma como ilícito com a ocorrência do terceiro requisito, ou seja, a partir da utilização efetiva desta informação com o intuito de obter vantagens em negociações.

Assim, pouco importa se a vantagem foi alcançada ou não, a mera intenção do agente já configura o *insider trading*. A materialização do dano é desnecessária, pois basta haver um risco considerável de dano para que fazer incidir responsabilização jurídica.

Aqui já começam as diferenças entre as diferentes áreas de responsabilização, pois ao passo que no âmbito administrativo o dano não precise estar materializado, no âmbito cível ele é um pressuposto imprescindível para que seja possível a responsabilização (MÜSSNICH, 2017, p. 49).

Em que pese as diferenças de tratamentos, há um entendimento mais uniforme no que se refere ao bem jurídico tutelado na proibição desta e de outras práticas abusivas: o mercado de capitais.

2.3.O bem jurídico tutelado

A regulamentação acerca do *insider trading* e das demais práticas abusivas do mercado, surge em um contexto de verdadeiro colapso econômico. Partindo deste pressuposto, fica claro o porquê o mercado de capitais é o bem jurídico aqui tutelado, mas isso fica ainda mais evidente quando observamos que este mercado contribui para a própria formação do capital.

Isto é, os valores de ações e investimentos são matéria intrínseca do mercado de capitais, de forma que o aumento ou queda dos preços são reflexos diretos da posição dos “mercados” diante das decisões tomadas por investidores. Por conseguinte, esse instituto está constantemente lastreado em incertezas, não há como prever se as estratégias que serão tomadas e as expectativas dos agentes econômicos.

Nesse sentido, Júlio Lobão ao tratar dessas incertezas observa o problema a partir do impacto que essas expectativas podem gerar, principalmente em decorrência da suscetibilidade dos investidores. Em suas palavras:

“A incerteza acerca do futuro torna pois os mercados de capitais muito sensíveis às variações nas expectativas dos investidores. O impacto das alterações nas expectativas é especialmente evidente nas alturas de crise, uma vez que é nestes períodos que os investidores estão mais suscetíveis a pôr em causa aquilo que julgavam ser o futuro mais provável. É também a incerteza que caracteriza os mercados de capitais que os torna o lugar ideal para alguns intervenientes de mercado tentarem alterar as expectativas a seu favor, manipulando quer a informação que vai sendo divulgada quer os preços que vão sendo formados.

A suscetibilidade dos investidores a estratégias de engano e manipulação torna necessária a intervenção dos reguladores para que os mercados de capitais se aproximem, na medida do possível, das condições necessárias para que os investidores decidam de maneira informada”. (LOBÃO, 2018, p. 11)

Assim, como bem diz o autor, é imprescindível a intervenção de reguladores para que o mercado de capitais funcione sem a interferência de práticas abusivas. Entretanto, com essa reflexão também surge o questionamento acerca dos motivos que levam o mercado de capitais a ter tanta importância.

Entretanto, nos resta entender o que de fato consiste este mercado, quais suas características e por que possui tal relevância de modo a necessitar da intervenção jurídica para o seu bom funcionamento.

Conforme Juliano Lima Pinheiro (2019) o mercado de capitais seria um conglomerado de instituições e instrumentos de negociação de títulos e valores mobiliários com o intuito de canalizar recursos tanto para os vendedores como para os compradores, ou seja, promovendo uma distribuição dos valores mobiliários que serviria para possibilitar a capitalização de empresas e fluidez dos títulos que por elas são emitidos.

A partir dessa conceituação conclui-se que o mercado de capitais surge da necessidade de desenvolvimento econômico, uma vez que atua justamente como um meio de impulsionar investimentos e tornar viável uma maior participação de sociedades plurais nos resultados advindos das negociações feitas nessa esfera mercantil.

O mercado de capitais, portanto, possui função essencial na economia, permitindo às empresas que obtenham recursos para seus financiamentos ou liquidação de suas dívidas, através da emissão pública de valores mobiliários. Por se tratarem de investimentos, não há qualquer responsabilidade por parte da companhia em “devolver” a quantia adquirida, na verdade, não há qualquer garantia ao investidor de que ele receberá algum retorno do investimento feito (EIZIRIK, 2019, p. 8-9).

Vale ainda mencionar algumas outras funções igualmente importantes exercidas pelo mercado de capitais. Além do que já foi exposto, Nelson Eizirik (2019, p. 9-10) ainda menciona que o mercado de capitais exerce papel fundamental nas seguintes hipóteses: na conciliação de interesses entre aqueles que querem oferecer recursos a curto prazo e as companhias que precisam adquirir recursos de médio e longo prazo; na transformação de pequenos e médios montantes de capital e de recursos em grandes e consolidados montantes de capital; na transformação da natureza dos riscos convertendo investimentos de alto risco individual em investimentos de maior segurança com prazos mais curtos; na celeridade da transferência de recursos; e na obtenção de maiores informações acerca da oferta e demanda dos recursos.

Nesse sentido, entende-se o mercado a partir da perspectiva da criação de títulos e capitalização das empresas - fase primária - que tem como objeto principal as transações diretas entre os negociantes, dando liquidez aos valores mobiliários - fase secundária. Assim:

“A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus adquirentes possam vendê-los rapidamente. Sem a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por ele adquiridos” (EIZIRIK, 2019, p. 10)

É justamente nesta última fase que podem ocorrer práticas abusivas como a de *insider trading*, ora objeto de análise deste trabalho. Portanto, entender o funcionamento dessas negociações, seus princípios e características é crucial para compreender a ilicitude na prática supracitada.

Vale ressaltar que esta fase é complementar à primária, ou seja, é a partir do bom funcionamento das operações de venda que o mercado cresce e, conseqüentemente, a

capitalização das empresas. Assim, é imprescindível que as transações sejam pautadas em três princípios: eficiência, liquidez e transparência.

A eficiência está diretamente relacionada à velocidade com que os preços serão ajustados, por sua vez a liquidez garante que as transações sejam realizadas com mínimo risco de prejuízo, de modo que “quanto menor a diferença entre o preço de compra e de venda das ações, maior será a eficiência do mercado” (PINHEIRO, 2019).

Finalmente temos a transparência que diz respeito ao acesso às informações, ou seja, de acordo com este princípio tudo que puder influir positiva ou negativamente no mercado de capitais deve ser disponibilizado de forma livre e de fácil acesso. É justamente contra este princípio que a prática de *insider trading* atenta, uma vez que retém essas informações valiosas, que deveriam ser levadas a público, para obtenção de vantagens pessoais.

Ainda de acordo com Juliano Lima Pinheiro (2019), é justamente essa transparência que garante a credibilidade e segurança do mercado. Em outras palavras, a partir do tratamento igualitário entre os compradores e vendedores de ações é que o mercado se torna mais transparente e mais atrativo para novos investimentos.

Nesse sentido:

“De outro modo, pode-se dizer, sucintamente, que o bem jurídico protegido pelo Direito Sancionador, no âmbito do mercado de capitais, é a higidez do sistema no qual este se erige e se desenvolve, valor abrigado pela vigência do conjunto de normas jurídicas sancionadoras especiais aplicáveis, tanto na esfera penal quanto na esfera administrativa” (DOS SANTOS et al., 2012)

Portanto, tratando-se de um instituto essencial para a economia, é coerente observar o mercado de capitais paralelamente ao direito que lhe protege e, além disso, compreender práticas abusivas como o *insider trading* que acabam por provocar uma atuação mais incisiva do direito.

2.4. Os deveres dos administradores das companhias abertas.

Como visto anteriormente, a caracterização do *insider trading* está intimamente relacionada à uma ação praticada principalmente pelos administradores de companhias abertas. Na verdade, como a própria denominação sugere, o uso indevido de informação

privilegiada é uma clara violação de conduta por parte do seu sujeito ativo. A partir disso, torna-se imprescindível compreender os deveres e responsabilidades atribuídos aos administradores das empresas para entender o contexto em que se dá a prática repreendida.

Importante observar que a administração da companhia aberta é composta por dois órgãos obrigatórios: o conselho de administração e a diretoria. O primeiro seria um órgão colegiado, formado por no mínimo três membros eleitos pelos acionistas em assembleia, que tem como função primordial decidir as atividades da empresa, bem como fiscalizar as atividades dos diretores e, se entender necessário, destruí-los. Por sua vez, a diretoria será formada por no mínimo dois membros que tem como função principal representar a companhia além de exercer quaisquer outras atribuições que lhe sejam previstas no estatuto (CEREZETTI, 2015, p. 232).

Apesar de serem obrigatórios, os órgãos supramencionados não são os únicos que podem constituir a administração. Havendo previsão estatutária, a companhia poderá criar órgãos técnicos e consultivos para auxiliar nas atividades administrativas. Não obstante, os deveres e responsabilidades concernentes à administração da companhia aberta recairão sobre todos esses órgãos que a compõem.

Os deveres e responsabilidades dos administradores estão elencados nos arts. 153 a 159 da Lei nº 6.404/76. No rol de deveres destacam-se os deveres de diligência - o administrador necessariamente precisa atuar em prol dos interesses da companhia -, de lealdade para com a companhia e de informar quaisquer fatos relevantes para a empresa.

Evidente que, ao observar estas obrigações morais em paralelo com o que já foi discutido, percebe-se que o *insider trading* nada mais é que uma violação dos deveres do administrador. O uso indevido de informação privilegiada em proveito próprio ou de terceiro viola tanto o dever de diligência, uma vez que não remonta aos interesses da companhia, como os deveres de lealdade e de informar, pois para utilizar da informação em seu benefício, muitas vezes o agente deixa de levá-la a público agindo de forma desleal para com a companhia aberta.

Nesse sentido:

“Corolário deste dever geral de atuação no estrito interesse da companhia é a exigência de que o agente responsável pela administração da companhia aja com independência, afastando-se, assim, a possibilidade de ingerências por

parte de outros interessados. O centro da disciplina apresenta-se, portanto, como a garantia de independência entre as decisões sociais e os interesses, próprios ou indiretos, dos responsáveis pela condução da companhia, sejam estes entendidos como membros da administração social - especialmente em casos de controle disperso -, ou sejam eles os próprios acionistas controladores - como sói acontecer em cenários de controle concentrado” (CEREZETTI, 2015, p. 238)

Em outras palavras, deverá o administrador agir em função da companhia com ética e observando sempre o melhor interesse da empresa, independente de quaisquer ganhos ou prejuízos pessoais que venha a ter. Isto é, havendo um conflito de interesses, interesse da companhia x interesse do administrador ou de terceiro, o primeiro sempre deverá prevalecer em detrimento do segundo.

No que diz respeito objetivamente ao dever de informar, vale ressaltar que, faz parte desse dever, que a informação seja passada a todos de forma mais detalhada, completa e inteligível possível. Trata-se do “princípio da informação completa e acessível a todos” que discorre sobre a importância de informar qualquer fato relevante, os quais, de acordo com Salomão Filho (2019, p. 282), “serão todos os atos, ou conjunto deles, que tenham efeito direto ou indireto sobre as perspectivas da companhia e o valor de suas ações”.

Contextualizando com o tema aqui discutido, vê-se que o *insider*, em virtude de sua posição privilegiada tendo acesso à informações que ainda não são públicas, as utiliza em proveito próprio ou de terceiro. Ou seja, se o dever de informar juntamente com o princípio da informação completa e acessível a todos surge para diminuir a assimetria de informação, o *insider trading* é a prática que age de forma contrária desequilibrando ainda mais essa balança.

Sobre isso:

“A diferença de informação entre os *insiders* da companhia (controladores e administradores) e os *outsiders* (minoritários e investidores) é imensa. Em especial em relação a informações econômicas e financeiras (de resto, as mais importantes), a diferença se faz sentir principalmente em operações societárias (incorporação, fusão, etc.). Permitir a supressão de informação tende a fazer com que o mercado seja composto apenas de companhias de pior qualidade - em matéria de práticas de governança corporativa -, pois não é possível para o comprador de ações ou o minoritário, que deve decidir entre permanecer na

companhia ou não, diferenciar uma das outras, desaparecendo virtualmente o mercado para as boas companhias” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 289)

Com isso, percebe-se que a problemática trazida pelo *insider trading* é muito maior do que simplesmente a omissão de uma informação qualquer. Na verdade, observando a fundo os aspectos da conduta - desde o sujeito ativo até o objeto central da ação - é visto que se trata de questão muito mais complexa e passível de responsabilização, como será discorrido no capítulo seguinte.

3. AS DIFERENTES FORMAS DE RESPONSABILIZAÇÃO E SUAS LIMITAÇÕES

Após analisar a conduta do *insider*, chegamos a um ponto chave do estudo, a forma de regulação que o Estado encontra para o mercado de capitais. A Lei nº 6.385/76 foi a responsável pela criação da CVM, órgão responsável por tratar dos assuntos relativos ao mercado de valores mobiliários, lhe cabendo inclusive julgar administrativamente os casos de *insider trading*.

Definida como uma autarquia de regime especial, a CVM tem como objetivo disciplinar, fiscalizar e controlar algumas atividades além de possuir natureza jurídica de direito administrativo (BANDEIRA DE MELLO, 2004).

Não obstante, apesar de ser competente para lidar com questões de *insider trading* administrativamente, isso não exclui a competência dos órgãos judiciais para tratar dos mesmos casos penalmente. A grande questão é que não há uma clara diferença fática que delimite o campo de competência para o julgamento do caso.

Por essa razão, é comum nos depararmos com casos em que há uma aparente dupla perquirição dos mesmos fatos. A problemática central na aplicação de responsabilidade pela prática de *insider trading* é justamente essa diferença de percepções jurídicas que podem ou não culminar em resultados distintos. Portanto, é preciso entender os limites dessa responsabilização, quais as suas influências e diretrizes.

É exatamente este o ponto central do presente estudo – e que será abordado a partir de agora –, ou seja, compreender o possível *bis in idem* que pode existir nesta tripla possibilidade de responsabilização, bem como entender o que as difere.

Assim, o capítulo começa abordando os tipos de responsabilização possíveis para o *insider*, com enfoque na responsabilidade administrativa e penal em conformidade com a legislação e demais normas vigentes. Com isso, serão introduzidas críticas feitas por estudiosos das áreas à atuação dupla do direito sobre o *insider*, bem como a questão da existência ou não de *bis in idem* neste modelo.

3.1. Os tipos de responsabilidade

Diferentes tipos de práticas geram diferentes tipos de responsabilização. A depender da situação fática em que o agente se encontra, este poderá ser responsabilizado por seus atos judicialmente, extrajudicialmente ou administrativamente.

No entanto, apesar de cada área do direito englobar alguns tipos específicos de condutas, nada impede que uma mesma situação esteja amparada por mais de um âmbito jurídico. Como na prática de *insider trading*, há uma previsão jurisdicional da esfera privada, da esfera penal e da esfera administrativa.

Portanto, sendo um mesmo ato regulado por mais de um campo do direito, é lógico concluir que a responsabilização que lhe será atribuída poderá vir de qualquer uma das áreas que lhe são competentes. No caso do *insider trading*, então, a responsabilidade poderá ser administrativa ou penal.

Vale ressaltar que o art. 158 da Lei nº 6.404/76 prevê que o administrador poderá responder ainda civilmente por prejuízos que venha a causar por violação da lei ou do estatuto e dentro de suas funções, seja com dolo ou culpa. Entretanto, por se tratar de uma camada mais subjetiva e menos gravosa, optou-se por dar ênfase apenas às responsabilidades administrativa e penal.

3.1.1. Responsabilidade administrativa

No direito administrativo, o *insider trading* é considerado uma infração administrativa passível de responsabilização pela própria administração pública através de seu órgão competente. Insta salientar que, conforme o art. 68 da Lei 9.784/1999² que regula o processo administrativo, as sanções aplicadas por entes da administração pública deverão ter caráter pecuniário ou consistir na obrigação de fazer ou não fazer algo.

Não cabe, portanto, à administração pública aplicar penas privativas de liberdade, as quais são restritas ao Poder Judiciário e, especialmente, ao direito penal. Isso não significa que a pena imposta pela esfera administrativa é menos gravosa que a pena aplicada judicialmente.

Os autores Manuel Gómez Tomillo e Íñigo Sanz Rubiales (2010, p. 62), por exemplo, defendem que quando a multa aplicada impede o exercício da atividade profissional do indivíduo, esta pena será pior que a privativa de liberdade. Nesse sentido:

“Desde nuestra perspectiva, en determinadas circunstancias cabe la posibilidad de que otras sanciones incidan mucho más negativamente em la esfera de los derechos individuales que la pena de prisión, por lo que merecen desde un

² Lei nº 9.784/1999: “Art. 68. As sanções, a serem aplicadas por autoridade competente, terão natureza pecuniária ou consistirão em obrigação de fazer ou de não fazer, assegurado sempre o direito de defesa”.

punto de vista político criminal un nivel de garantías y controles en su imposición próximo al de la pena de prisión. (...) En una sociedad donde el trabajo representa un bien muy escaso, la pérdida de derecho a trabajar puede ser tan grave como la pérdida del derecho a libertad”³

3.1.1.1. Competência da Comissão de Valores Mobiliários conforme a Resolução CVM nº 44/2021.

A responsabilização pela prática de *insider trading* ainda é fiscalizada pela Administração Pública através da CVM que, apesar de não ser uma agência reguladora ou órgão do Poder Judiciário detém competência similar relativamente ao mercado de capitais, conforme as diretrizes previstas na Lei nº 6.385/76 e na Lei 6.404/1976.

Nesse sentido, cabe à CVM regulamentar as informações que serão divulgadas no mercado quanto à sua natureza, momento de divulgação e demais fatos relevantes que possam acontecer no âmbito de deliberação da companhia aberta⁴. Essa competência se estende conforme o *caput* do art. 4º da Resolução CVM nº 44/2021⁵ - resolução esta que revoga a Instrução CVM nº 358/2002 - que determina que este órgão poderá exigir maiores esclarecimentos quanto às informações divulgadas se entender necessário.

Com relação ao momento que a informação relevante deverá ser divulgada, a referida resolução afirma, no *caput* do art. 5º, que essa disponibilização deverá ser realizada, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento das negociações

³ Em tradução livre: “De nossa perspectiva, em determinadas circunstâncias, há a possibilidade de que outras sanções tenham impacto muito mais negativo na esfera dos direitos individuais que a pena de prisão, de maneira que merecem, de um ponto de vista político criminal, um nível de garantias e controles em sua imposição próximos ao da pena de prisão. (...) Em uma sociedade onde o trabalho representa um bem muito escasso, a perda do direito de trabalhar pode ser tão grave quanto a perda do direito à liberdade”.

⁴ Lei nº 6.385/76: “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão. § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; (...) V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; VI - a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia; (...)”

⁵ Resolução CVM nº 44/2021: “Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante”

nas bolsas de valores e demais entidades do mercado que possam ter como objeto de negócios os valores mobiliários⁶.

As exceções a esta regra também estão devidamente citadas na resolução, de forma que se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que a divulgação dos atos ou fatos relevantes podem colocar em risco interesse legítimo da companhia. Entretanto, isso não implica dizer que esta isenção permanecerá caso a informação protegida venha a público de alguma outra forma. Nesse caso, os indivíduos mencionados têm o dever de divulgar imediatamente o ato ou fato relevante que porventura tenha sido vazado⁷.

No que diz respeito a essas exceções quanto ao dever de informar imediatamente, é importante trazer que:

“Em primeiro lugar, é importante sublinhar o óbvio: essa hipótese excepcional não diminui e nem poderia diminuir a importância da regra geral. A regra geral continua sendo a ampla divulgação. (...). A exceção prevista no art. 6º da Instrução CVM n. 358/2002, *i.e.*, o direito de não prestar informações, não se justifica com base na proteção de informações estratégicas contra a concorrência. O interesse legítimo da companhia restringe-se, basicamente (ressalva feita a situações excepcionais não enquadradas), a danos de imagem ou reputação que podem surgir da não prestação de informação. Ainda assim a situação deve ser reversível, de modo a justificar que se aguarde sua reversão. Isso significa que é da própria divulgação de informação que pode decorrer dano e não dos fatos que lhe estão na origem (e que podem ser revertidos)” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 284-285)

Ademais, por requerimento dos mesmos indivíduos, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM poderá decidir sobre prestação de informação que não tenha sido divulgada. Importante ressaltar que, caso a decisão seja contrária ao pedido de se escusar do dever de informar, a parte estará obrigada a levar o ato ou fato

⁶ Resolução CVM nº 44/2021: “Art. 5º A divulgação de ato ou fato relevante deve ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação”

⁷ Resolução CVM nº 44/2021: “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 por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a 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”

relevante a conhecimento das entidades administradoras dos mercados imediatamente, assim como no caso de vazamento dessa informação, conforme citado anteriormente⁸.

Após determinar a obrigatoriedade da divulgação de ato ou fato relevante, é necessário impor limitações ao uso desse tipo de informação. A prática definida por *insider trading* é expressamente proibida pelo art. 13, *caput*, da Resolução CVM nº 44/2021 que diz: “*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*”.

É lógico, portanto, que o mesmo artigo traga em sequência aqueles que podem cometer este ilícito, ou seja, do inciso I ao IV do §1º, o dispositivo se propõe a indicar a figura do *insider*. Por sua vez, os incisos V e VI do §1º deste mesmo artigo dispõem acerca da informação privilegiada, trazendo suas características principais e demonstrando de forma clara o momento em que elas podem ser objeto de *insider trading*⁹.

⁸ Resolução CVM nº 44/2021: “*Art. 7º A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, pode decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6º. § 1º O requerimento de que trata o caput deve ser dirigido à Superintendência de Relações com Empresas – SEP por meio de: I – correspondência eletrônica destinada ao endereço institucional da SEP em que conste como assunto “pedido de confidencialidade”; ou II – envelope lacrado, no qual deve constar, em destaque, a palavra “confidencial”. § 2º Caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, o interessado, ou o Diretor de Relações com Investidores, conforme o caso, deve comunicar, imediatamente, às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e o divulgar na forma do art. 3º desta Resolução. § 3º Na hipótese do parágrafo único do art. 6º, o requerimento de que trata o caput não exime os acionistas controladores e os administradores de sua responsabilidade pela divulgação do ato ou fato relevante*”

⁹ Resolução CVM nº 44/2021: “*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; III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso a informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada; IV – o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 3 (três) meses contados do seu desligamento; V – são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão; e VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos a tal pedido. (...)*”

Como se não suficiente essa vedação expressa, a Resolução CVM nº 44/2021 ainda determina que todas as infrações ali previstas – incluindo o *insider trading* – devem ser consideradas infrações graves para fins de responsabilização administrativa nos moldes do art. 11, §3º da Lei nº 6.385/76¹⁰.

3.1.1.2. A competência da CVM para responsabilizar o *insider* conforme a Lei nº 6.385/76.

Assim como já foi mencionado, a CVM detém competência para julgar eventuais abusos ocorridos no âmbito do mercado de capitais. Da mesma maneira, este órgão também possui competência para impor determinadas sanções além de fiscalizar a sua execução.

Nesse sentido, o art. 11 da Lei nº 6.385/76 determina um rol taxativo de penalidades que poderão ser aplicadas pela CVM em casos de infrações previstas não apenas nesta Lei, como também na Lei nº 6.404/76 – conhecida por Lei das S.A. –, nas resoluções que redigir e de outras normas legais que possuam alguma previsão quanto a esta competência¹¹.

Isto posto, além da pena pecuniária já citada anteriormente, a responsabilidade administrativa também poderá ensejar: (i) advertência; (ii) inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal da companhia aberta, por um prazo máximo de 20 anos; (iii) suspensão da autorização ou registro das atividades do mercado de valores mobiliários; (iv) inabilitação temporária para o exercício das atividades do mercado de valores mobiliários por um prazo máximo de 20 anos; (v) proibição dos integrantes de entidades que dependem de autorização ou registro na CVM, bem como de integrantes dos sistema de distribuição para o exercício de determinadas atividades ou operações por no máximo 20 anos; e (vi) proibição de atuação direta ou indireta em mais de uma modalidade de operação do mercado de valores mobiliários respeitando-se o limite máximo de 10 anos.

¹⁰ Diz o art. 19 da Resolução CVM nº 44/2021 que “*considera-se infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração às disposições desta Resolução*”

¹¹ O *caput* do artigo mencionado em redação dada pela Lei nº 13.506/2017 diz que: “*A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente*”

Vale ressaltar que das sanções supracitadas, apenas a advertência pode ser aplicada independentemente da gravidade do caso, todas as demais só poderão ser impostas em casos de reincidência ou de infração grave, como é o caso do *insider trading* em virtude do disposto, e já discutido, na Resolução CVM nº 44/2021¹².

No que se refere à já citada e discutida pena de multa, vale salientar que, em observância aos princípios da proporcionalidade e razoabilidade, ela deve ser aplicada levando-se em consideração a capacidade econômica do infrator e os motivos que justificam a sua imposição. Ademais, é importante perceber que mesmo com esses requisitos impostos, a própria Lei traz limitações concretas aos valores pecuniários que poderão ser sancionados.

Nessa perspectiva, a fim de evitar o problema anteriormente discutido em que as penas pecuniárias impostas impedem o exercício profissional do sujeito, a legislação trouxe quatro limitações expressas¹³. Assim, a pena de multa não poderá ultrapassar: o valor de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); o dobro do valor da operação irregular ou da emissão; o triplo da vantagem econômica obtida ou da perda evitada por conta da prática ilícita; e o dobro do prejuízo dos investidores em decorrência do ilícito.

A única exceção a estas limitações é o caso da reincidência. Isso significa que, em se tratando de sujeito reincidente, a pena de multa poderá ser de valor até 3 vezes maior que aqueles citados como parâmetro máximo de imposição¹⁴.

¹² Como já dito anteriormente, o art. 19 da Resolução CVM nº 44/2021 prevê que todas as infrações ali previstas, inclusive a do *insider trading* prevista no art. 13, serão consideradas infrações graves e deverão ser observadas conforme o art. 11, §3º da Lei nº 6.385/76 que diz: “§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do **caput** deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência”. Em outras palavras, exceto a pena de multa e de advertência, as demais penalidades serão aplicadas apenas em casos de infrações graves, de modo que, a prática de *insider trading* poderá ensejar esse tipo de responsabilização.

¹³ No §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 consta o rol com as limitações para a imposição de pena de multa, assim prevê: “§ 1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)”

¹⁴ Esta previsão está no §2º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 que diz: “§ 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)”

Outra penalidade que poderá ser imposta pela CVM é a de que, no período de 5 (cinco) anos, os acusados não poderão firmar contratos instituições financeiras oficiais e nem poderão participar de procedimentos licitatórios no âmbito da administração pública direta e indireta¹⁵.

Fixada a competência da CVM para imposição de tais penalidades, o §4º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 diz expressamente que “*as penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*”.

Ou seja, além de ter poder normativo, também concerne à comissão poder decisório e investigativo sempre que a conduta fraudulenta tiver sido praticada em território nacional ou puder inferir danosamente para sujeitos brasileiros¹⁶.

Com essa certa independência atribuída à CVM para não apenas regulamentar como também disciplinar as infrações ocorridas no mercado de capitais considerando que, por se tratar de um órgão especializado e sem interferências políticas, ela possuirá melhores condições de ponderar acerca das questões que lhe forem apresentadas (NEVES, 2013).

Nesse sentido:

“A CVM, enquanto órgão autárquico independente, tem condições de desenvolver o processo administrativo sancionador para apurar as infrações praticadas no âmbito do mercado de valores com resultados eficazes. Ressalta-se, entretanto, que para apurar, de fato, essas infrações é necessário que a mencionada entidade seja melhor aparelhada, e lhe seja fornecido material

¹⁵ Isso está presente no art. 11, § 13 da Lei nº 6.385/76, incluído pela Lei nº 13.505/2017, que traz a seguinte afirmação: “§ 13. *Adicionalmente às penalidades previstas no caput deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta*”

¹⁶ Lei nº 6.385/76: “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...)§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão. (...)§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: (Parágrafo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001) I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e (Inciso incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001) II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional. (Inciso incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)”

humano e financeiro suficientes para desempenhar essas funções” (NEVES, 2013, p. 156)

Entretanto, insta salientar que, nem sempre a responsabilização virá após uma investigação prosseguida de um processo administrativo sancionador e culminando em uma das sanções previstas no *caput* do art. 11. Na verdade, o mesmo artigo prevê que será possibilitado ao acusado a realização de um Termo de Compromisso de que cumprirá todas as exigências previstas nos parágrafos 5º, 6º, 7º e 8º desta Lei¹⁷.

Este Termo é uma solução prevista legalmente como forma de resolução de conflito que suspende a tramitação do processo, podendo inclusive motivar a sua extinção. Decerto que, o cumprimento regular das obrigações impostas é necessário para que haja efetividade na ação, de modo que, em caso de descumprimento, a suspensão processual é revogada e a celebração do Termo de Compromisso é cancelada.

Em suma, a responsabilização administrativa será analisada pela CVM que, dentro de suas atribuições, poderá investigar, processar, além de aplicar e executar penas nos casos de *insider trading*. Muito se discute nesse ponto, qual seria a grande diferença para a responsabilização penal.

3.1.2. Responsabilidade penal

Antes de adentrarmos especificamente na matéria da responsabilização criminal por *insider trading*, é importante entender que esta é uma conduta de domínio do Direito Penal Econômico. Em outras palavras, este não é um crime que integra a classe do Direito Penal Clássico que engloba os chamados “crimes comuns”. A grande diferença, em

¹⁷ Nesse caso, diz a Lei: "Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...) § 5o A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a: (Redação dada pela Lei no 13.506, de 2017) I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. § 6o O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada. § 7o O termo de compromisso deverá ser publicado no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, com discriminação do prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. (Redação dada pela Lei no 13.506, de 2017) § 8o Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis."

resumo, seria que enquanto o segundo grupo diz respeito a um campo de ofensas individuais do Direito Penal, o primeiro atinge toda a coletividade.

Em virtude disso, ao tratarmos de crimes econômicos não falamos em uma vítima predeterminada. Na verdade, esse tipo de delito normalmente ofende a um interesse comum, conforme Winifried Hassemer:

“A criminalidade moderna transcende os direitos individuais universais, não é o corpo, a vida, a liberdade, a honra, o patrimônio das pessoas como falava o Direito Penal Clássico, mas a capacidade funcional do mercado de subsídios, por exemplo, no caso das fraudes ao subsídio: a saúde pública nos casos dos produtos farmacêuticos, a capacidade funcional das bolsas. Esses são os bens jurídicos da criminalidade moderna e do Direito Penal Moderno. São bens jurídicos supra –individuais, são universais e são vagos, muito vagos, muito genéricos. Saúde pública, capacidade funcional do sistema de subsídios, capacidade funcional das bolsas, isso do ponto de vista do conteúdo praticamente, nada diz” (HASSEMER, 1994, p. 45)

A partir disso, podemos observar o delito de *insider trading* como uma conduta ofensiva à coletividade e, por isso, ilícita e tutelada não apenas pelo direito civil como também pelo direito administrativo – por ocorrer no âmbito do mercado de capitais – e pelo direito penal.

Nesse sentido, José Marcelo Martins Proença (2005, p. 319-320) afirma que a prática de *insider trading* desestabiliza o mercado e, conseqüentemente, compromete a sua eficiência. Além disso, a intervenção do Direito Penal estaria justificada uma vez que esta conduta viola a obrigação de informar aqueles fatos que possam influenciar na ação de compra e venda ou que possam colocar o negociante em posição vantajosa perante os demais.

Por sua vez, ao justificar a interferência do Direito Penal na esfera econômica e, especificamente o crime de uso de informação privilegiada, José Carlos Castellar (2008, p. 108) define que o bem jurídico tutelado penalmente será a proteção das relações de confiança que devem servir de base para o mercado de capitais. Isso porque o mercado de capitais é onde os investidores aplicam o seu patrimônio e é imprescindível que este tenha conhecimento de todas as informações relevantes antes de aplicar seu patrimônio em uma negociação arriscada.

Adentrando mais no tipo penal, nos resta entender as nuances deste crime. Os sujeitos ativos são os mesmos já descritos no primeiro capítulo deste trabalho podendo, inclusive, atuar em concurso de pessoas desde que os partícipes estejam também elencados no rol do art. 8º da Instrução CVM 358/2002¹⁸. Sobre isso, César Roberto Bitencourt afirma:

“Evidentemente, como os fatos relevantes em geral ocorrem por deliberação conjunta dos diretores, do conselho ou de outros órgãos estatutários, é perfeitamente possível a ocorrência do fenômeno do concurso de pessoas, especialmente na hipótese de coautoria, se a negociação a partir da informação privilegiada com quebra do dever de sigilo ocorre por duas ou mais pessoas previamente combinadas. No entanto, é vital enfatizar que o crime não pode ser praticado por terceiros que tenham conhecimento da informação sem possuir o requisito típico. Contudo, é possível que o *extraneus* responda pelo crime em concurso com o detentor do dever de sigilo, eis que a circunstância pessoal comunica-se ao partícipe, conforme a disposição do art. 30 do CP” (BITENCOURT, 2016, p. 189)

Por sua vez, o sujeito passivo ou a “vítima” do crime de *insider trading* será o Estado, por esse ser o titular do bem jurídico ofendido, ou seja, do interesse coletivo. Sobre isso, Bitencourt (2016, p. 189) afirma que “o ofendido imediato é o Estado, pois a credibilidade e a transparência das negociações no mercado de capitais são interesses que transcendem a mera expectativa dos agentes financeiros envolvidos”.

Em 2001 o uso de informação privilegiada no mercado de capitais passou a ser considerado crime através do art. 27-D da Lei nº 6.385/76 que diz:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem,

¹⁸ Conforme o art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002: “*Cumpra aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento*”. Em nova redação trazida pela Resolução nº 44/2021, o art. 8º prevê que: “*Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento*”.

vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 1o Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017).

§ 2o A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

Restringindo-se apenas ao *caput* podemos inferir que o verbo “utilizar” diz respeito a operar, manusear ou fazer uso da informação considerada relevante em negociação de valores mobiliários.

Ademais, o *insider trading* será um delito que se consuma pela mera realização da conduta, admitindo-se a tentativa para aqueles casos em que a ação é fracionada. É importante ressaltar que este ilícito não admite a modalidade culposa uma vez que o dolo – ou seja, a intenção de obter vantagem para si ou para outrem – é ínsita ao tipo penal.

Quanto ao §1º, o legislador buscou equiparar aquele que, em razão de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, repassa a informação sigilosa da qual tenha acesso por conta de sua posição no mercado. Em complementação, Luiz Regis Prado diz:

“A referida figura delitiva tem por objetivo punir aquele que, embora não envolvido diretamente na negociação de valores mobiliários, auxilia a outrem por meio do repasse de informação sigilosa. Despicienda a previsão de tal responsabilização, uma vez que a figura da participação, genericamente regulada pelo art. 29 do Código Penal, com agasalho da teoria monista ou unitária, já contempla tal possibilidade” (PRADO, 2021, p. 297)

Por sua vez, o §2º possui certa semelhança com o *caput* do artigo, a diferença entre eles é que, a gravidade prevista no §2º que irá aumentar a pena em 1/3 se dá em função da violação do dever de sigilo. Ou seja, se o crime for cometido utilizando-se de

informação relevante da qual o agente tenha a obrigação de manter o sigilo, este incorrerá na agravante prevista no art. 27-D, §2º da Lei nº 6.385/76.

Esta não é a única disposição legal que criminaliza essa prática, o art. 177 do Código Penal¹⁹ também veda a divulgação de informação falsa e a ocultação de fato relevante referente à sociedade por ações e sua fundação. Nesse sentido:

“O Código Penal faz referência à afirmação falsa ou ocultação fraudulenta em “prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembléia” (art. 177, §1o, I), enquanto a Lei de crime contra a economia popular menciona “afirmações falsas em prospecto ou anúncios” (Art. 3o, VII). Nelson Hungria leciona haver responsabilidade “qualquer que seja o modo de publicação de que os agentes se sirvam, posto que possibilite o engano de indefinido número de pessoas”. O ilustre jurista entende caracterizada a infração quando as informações falsas ou omissões “criam um dano potencial aos acionistas (progressividade de prejuízos) ou a terceiros (possibilidade de obtenção artificial de fundos)”. (MOTA, 2022, p. 255)

De todo modo, diferentemente da responsabilização administrativa que é feita através de um órgão estatal ligado ao Poder Executivo, a responsabilidade penal será aplicada através de órgãos judiciais ligados ao Poder Judiciário. No que refere à territorialidade a competência para julgamento do crime de *insider trading* será da Justiça Federal.

Ocorre que, a Lei nº 6.385/76 é omissa nesse ponto, de forma que se mostra necessário observar este delito conforme a Constituição Federal de 1988 que, em seu art.

¹⁹ O inteiro teor do artigo citado diz que: “Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular. § 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: (Vide Lei nº 1.521, de 1951) I - o diretor, o gerente ou o fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembléia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo; II - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade; III - o diretor ou o gerente que toma empréstimo à sociedade ou usa, em proveito próprio ou de terceiro, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembléia geral; IV - o diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite; V - o diretor ou o gerente que, como garantia de crédito social, aceita em penhor ou em caução ações da própria sociedade; VI - o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios; VII - o diretor, o gerente ou o fiscal que, por interposta pessoa, ou conluiado com acionista, consegue a aprovação de conta ou parecer; VIII - o liquidante, nos casos dos ns. I, II, III, IV, V e VII; IX - o representante da sociedade anônima estrangeira, autorizada a funcionar no País, que pratica os atos mencionados nos ns. I e II, ou dá falsa informação ao Governo. § 2º - Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembléia geral”

109, IV prevê que compete aos Juízes Federais julgar “os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira”.

Ora, sendo o *insider trading* uma prática ocorrida no mercado de valores mobiliários e, conseqüentemente, afeta a estabilidade econômica, não há equívoco em afirmar que se trata de um crime contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira nacional e, portanto, de competência da Justiça Federal.

Vale mencionar aqui o art. 26 da Lei nº 7.492/86²⁰ – responsável por definir os crimes contra o sistema financeiro nacional – que diz explicitamente que é função do Ministério Público Federal (MPF) promover a Ação Penal dos crimes ali previstos.

Observa-se que o próprio dispositivo legal menciona em seu parágrafo único que isto não impede a atuação da CVM como assistente quando o crime em questão tiver sido praticado na sua seara de atuação. Logicamente, é o caso do *insider trading*.

Assim, caberá aos órgãos judiciais de âmbito federal o processamento e julgamento do delito de *insider trading* quando forem provocados para tal, o que grande parte das vezes ocorre quando a responsabilização por vias administrativa e cível se mostrarem insuficientes para a repressão da conduta (GRANDIS, 2011, p. 141).

3.2. As críticas aos tipos de responsabilização

A grande maioria das críticas está direcionada à responsabilização criminal do *insider*. Autores como Luiz Flávio Borges D’Urso (2006) defendem que a conduta deste crime seria atípica pela falta de lesividade, por ser um crime de perigo abstrato, pela falta de um bem jurídico tutelado. Com efeito, conforme o autor citado, a própria existência do Direito Penal Econômico vai de encontro com o princípio da intervenção mínima valendo-se além dos argumentos já citados, do fato de que a conduta já é punida pela esfera administrativa.

²⁰ O dispositivo legal referido diz: “Art. 26. A ação penal, nos crimes previstos nesta lei, será promovida pelo Ministério Público Federal, perante a Justiça Federal. Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no art. 268 do Código de Processo Penal, aprovado pelo Decreto-lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941, será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia, e do Banco Central do Brasil quando, fora daquela hipótese, houver sido cometido na órbita de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização”

Ainda de acordo com D’Urso, a proteção do mercado financeiro como bem jurídico tutelado pelo direito penal seria demasiadamente punitivista visto da concepção garantista do direito, em suas palavras “a falácia de uma não estabilidade através de criação de tipos, não raro importados e com desculpas de ordem meramente econômicas, é que deve ser combatida, sob pena de liquidar-se a segurança ofertada pela ciência maior do Direito Penal” (D’URSO, 2006, p. 787). Tratando-se especificamente do uso de informação privilegiada no mercado de capitais, a crítica mais intensa do referido autor seria no sentido de que, em sua opinião, não haveria uma lesão efetiva ao bem jurídico.

Em contraponto a esse posicionamento, outros autores defendem que, muito embora a atuação do direito penal seja reconhecidamente repressiva em condutas que geram danos concretos, não podemos esquecer que também é papel do direito tutelar a ameaça do dano. Nesse sentido:

“Não se pode esquecer, entretanto, que o direito não protege apenas o dano em si, mas tutela, sobretudo, a ameaça de dano, consubstanciando tal tutela na própria Constituição Federal, em art. 5o, XXXV. Por outro lado, é também de se considerar que a prática de *insider trading* pode, não só ameaçar o mercado, como lesar, de forma literal, muitas vítimas. Muito embora tipificada como crime formal, necessitando apenas da conduta para se consumar, mesmo que descrevendo também um resultado, este deve ser, não apenas possível, mas factível, provável e, portanto, fazer parte do mundo real e não fictício” (OLIVEIRA, 2012, p. 381)

Em artigo publicado na Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, Natália Silva Teixeira Rodrigues de Oliveira defende a necessidade da tipificação do *insider trading* uma vez que esta seria uma conduta de relevante potencial ofensivo à um grande grupo de pessoas, de modo que a identificação dessas vítimas se torna impossível. A autora cita como exemplo de como a conduta pode ser lesiva ao citar o caso ocorrido na Alemanha entre os anos 2000 e 2003, onde o uso de informação privilegiada no mercado de capitais levou à quebra do *Neuer Markt* (OLIVEIRA, 2012, p. 2012).

Uma crítica direcionada especificamente ao modelo da dupla responsabilização seria a confusão das autoridades judiciárias em se desvincular da esfera administrativa. De acordo com os seus defensores, não há isonomia ou aplicação do princípio da presunção de inocência se o réu da Ação Penal já tiver sido condenado na esfera

administrativa pelo órgão que detém o conhecimento técnico acerca do assunto (NEVES, 2013, p. 130).

Sendo assim, a esfera penal perderia muito de sua independência por julgar casos que já foram apreciados pela CVM, uma vez que serviria apenas como um meio de homologar uma decisão já tomada. Entretanto, isso não implica dizer que o bem jurídico tutelado pelo Direito Penal Econômico seria menos relevante, na verdade, a dupla proteção deste implica apenas no fato de que sua relevância é tal que necessita de uma proteção mais eficaz (NEVES, 2013, p. 131).

Para muitos, a atuação do Direito Penal nesses casos em que cabe responsabilização administrativa, por exemplo, subverte o caráter subsidiário deste ramo tendo em vista que este é o âmbito de última *ratio*, ou seja, que só é provocado quando as demais áreas forem insuficientes para a resolução efetiva do conflito existente. Nesse sentido, alguns autores defendem que nesse ramo as decisões judiciais poderão ter dois vieses: o da não concretização, expondo o direito penal à insegurança jurídica por gerarem uma sensação de ineficácia; ou o das sanções demasiadamente elevadas para determinadas ações que poderiam ser tuteladas por outras áreas do direito (NEVES, 2013, p. 133).

Este, portanto, seria um direito penal simbólico uma vez que não alcança os objetivos requeridos tornando-se ineficiente no seu papel de tutelar os interesses da sociedade. Ademais, muitos defendem que há um caráter persecutório à figura do empresário nos delitos tutelados pelo direito penal econômico alegando existir uma “presunção de culpa” ao empresário acusado por crimes econômicos (NEVES, 2013, p. 134).

Outra discussão possível dentro das críticas feitas à essa dupla responsabilização é a possibilidade de *bis in idem*, ou seja, por uma mesma conduta o agente pode sofrer duas sanções diferentes.

Conforme já ficou explicitado neste capítulo, o *insider* poderá ser responsabilizado na esfera administrativa por meio da competência da CVM que entendendo pela ocorrência do ilícito, poderá impor alguma das sanções elencadas no art. 11 da Lei nº 6.385/76. Por outro lado, esta é uma prática que também acarreta uma sanção criminal conforme o art. 27-D do mesmo texto legal que prevê reclusão de 1 (um) a 5

(cinco) anos além de multa até 3 (três) vezes o valor da vantagem ilícita decorrente do delito.

É lógico deduzir que uma atuação completamente independente de cada área poderia gerar resultados bem diferentes, havendo imprecisões, divergências probatórias e, conseqüentemente, entendimentos diversos. Em uma tentativa de fazer tanto a esfera administrativa quanto a esfera judicial penal trabalharem em conjunto, o art. 12 da Lei nº 6.385/76 definiu que se o inquérito instaurado dentro da competência da CVM verificar a ocorrência de crime de ação pública, esta deverá oficiar o Ministério Público para que possa propor Ação Penal²¹.

A necessidade de cooperação dessas entidades é tamanha que foi necessário que a CVM e o MPF firmassem um “Termo de Cooperação Técnica”, datado de 8 de maio de 2008 e em vigência até os dias de hoje em virtude de seu segundo termo aditivo, visando maior efetividade na prevenção, apuração e repressão das práticas lesivas ao mercado.

Nesse sentido, ficaram definidos na Cláusula Primeira os seguintes objetivos para a referida cooperação entre os entes:

“1.1) Constituem objeto do presente Acordo: I) o estreitamento do relacionamento institucional da CVM e do MPF, de modo a imprimir-se maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais adotadas pelas Partes, em conjunto ou separadamente; II) o fornecimento e o intercâmbio de informações, documentos, estudos e trabalhos técnicos relacionados à regulação e a fiscalização do mercado de valores mobiliários, bem como à prevenção, apuração ou repressão de práticas lesivas a tal mercado ou aos seus respectivos participantes, respeitadas as prerrogativas e atribuições legais cometidas à CVM e ao MPF e observadas as regras de sigilo constantes da legislação aplicável; III) a ampla cooperação técnica e científica, no âmbito do mercado de valores mobiliários, por meio do desenvolvimento conjunto de estudos e pesquisas, podendo-se incluir a organização de grupos de trabalho para o aprimoramento dos órgãos das Partes com atuação junto ao mercado de capitais, bem como a participação recíproca em seminários, palestras, treinamentos ou outros eventos, entre outros projetos de interesse comum, dentre os quais se incluem publicações; IV) o desenvolvimento e o

²¹ Em sua literalidade, o artigo referido diz: “Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal”

aprimoramento das técnicas e dos procedimentos empregados na apuração, na prevenção e na repressão de práticas lesivas ao mercado de capitais e; V) as comunicações da CVM ao MPF para que este adote as medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários e dos seus respectivos investidores, nas esferas administrativa, civil ou criminal”

Essa cooperação é muito importante, uma vez que temos uma entidade de conhecimento técnico em auxílio ao órgão ministerial que não possui os mesmos níveis de entendimento específico. Ocorre que tanto a CVM como o MPF atuando de forma simultânea ou não, acabam por investigar e processar os mesmos sujeitos, acerca dos mesmos fatos e dos mesmos argumentos. Podemos afirmar que há uma violação ao princípio do *non bis in idem* que veda expressamente a possibilidade de um mesmo indivíduo sofrer uma identidade de processos e julgamentos em todas as suas nuances (NEVES, 2013, p. 146).

Correlacionando essa questão da dupla persecução com as críticas mencionadas anteriormente, percebemos que se justifica a posição contrária à atuação do direito penal nesta seara uma vez que seus defensores pugnam pelo excesso de punição. Ou seja, uma duplicidade de processos poderia ensejar em uma duplicidade de punições e em eventual excesso se não aplicadas com maior consonância entre as esferas administrativa e judiciária.

Conclui-se aqui que, apesar do termo de cooperação existente entre a CVM e o MPF, a parceria entre as duas esferas ainda não encontra o seu equilíbrio perfeito. Em outras palavras, apesar da importância da aplicação de ambas as áreas do direito para reprimir e prevenir a conduta do *insider*, é necessário que haja maior correspondência entre elas em nome da celeridade processual e da garantia da boa aplicação do direito.

Ademais, conforme discutido, a prática em si é de extrema dificuldade de verificação. A falta de clareza legislativa faz com que seja difícil identificar a conduta vedada. Assim, a ação do *insider* será punível a depender da interpretação legislativa do julgador, uma vez que a própria legislação não é explícita o bastante na caracterização do delito em todas as suas nuances – sujeito ativo, sujeito passivo, objeto, tipo e outros.

Não se exclui dessa questão a análise administrativa dos casos. Por ser uma prática que pode ser punida em duas esferas completamente diferentes, o *insider trading* é observado pela CVM através de uma perspectiva puramente abstrata, sendo suficiente

que a conduta tenha sido inquestionavelmente praticada, não havendo uma individualização do agente.

Em contrapartida, vale mencionar que, mesmo que haja uma identidade de sanções em ambas as esferas de responsabilização - a pena de multa -, a sua aplicação será completamente diferente em cada um dos âmbitos em razão da divergência da natureza jurídica das áreas.

É de conhecimento notório que a CVM não faz parte do Poder Judiciário, mas sim da Administração Pública e, conseqüentemente, este órgão estará submetido às regras do direito administrativo. Maria Sylvia Di Pietro (2022, p.632) diz que, apesar de não se tratar de uma agência reguladora, as funções aqui exercidas serão similares.

Com efeito, assim como as agências reguladoras, a CVM possui função regulatória especificamente com relação ao exercício do poder de polícia. Assim, lhe cabe fiscalizar, reprimir e impor sanções administrativas. Assim:

“Consiste a sanção administrativa, portanto, em um mal ou castigo, com alcance geral e potencialmente pro futuro, imposto pela Administração Pública, materialmente considerada, pelo Judiciário ou por corporações de direito público, a um administrado, jurisdicionado, agente público, pessoa física ou jurídica, sujeitos ou não a especiais relações de sujeição com o Estado, como consequência de uma conduta ilegal, tipificada em norma proibitiva, com uma finalidade repressora ou disciplinar, no âmbito de aplicação formal e material do Direito Administrativo” (OSÓRIO, 2005, p. 104)

O que o autor nos traz aqui é que a função da sanção administrativa é predominantemente disciplinar decorrente do poder de polícia do direito administrativo. Ocorre que, o direito penal também faz uso do chamado, sendo a principal diferença a existência ou não de ilícito penal. Mas, no caso do *insider trading*, que é tanto ilícito administrativo como penal, como diferenciar?

Maria Sylvia Di Pietro (2022, p. 166) responde esse questionamento especificando que, enquanto a polícia administrativa incide sobre bens, direitos e atividades, a polícia judiciária - regida pelo direito processual penal - irá incidir sobre pessoas. Trazendo essa distinção para a temática aqui discutida, observa-se que, enquanto caberá à CVM julgar a prática de *insider trading* com base no prejuízo causado ao interesse público, caberá à Justiça Federal considerar a conduta ilícita do indivíduo.

Conclui-se, portanto, que apesar de ambas as esferas poderem aplicar sanções específicas, a sua natureza será completamente distinta. Enquanto no direito administrativo a finalidade da imposição de pena é a satisfação do interesse público de reparação do prejuízo que lhe foi causado²², no direito penal essa finalidade será a de punir o agente pela conduta ilícita praticada.

Desse modo, uma vez que o princípio do *ne bis in idem* veda expressamente a dupla punição de um indivíduo pelos mesmos fatos, não há o que se falar em *bis in idem* quanto à dupla perquirição por *insider trading*. Basta compararmos, por exemplo, com aqueles crimes cuja lei prevê que cabe indenização na esfera cível além da sanção penal. Se não há *bis in idem* nesses casos em virtude da diferença da natureza jurídica das sanções aplicadas, também não haverá nas hipóteses aqui discutidas.

Nesse sentido, visando complementar o presente trabalho de forma ilustrativa, torna-se imprescindível que observemos alguns casos julgados tanto pela CVM quanto pelas Cortes brasileiras, para que seja possível verificar como cada área atua e como funciona, na prática, a interação entre a CVM e o MPF quando se entende ser um caso de dupla responsabilização.

²² Ainda nesse sentido, Maria Sylvia Di Pietro (2022, p. 169) discorre o seguinte sobre o objeto do poder de polícia no direito administrativo: “Quanto ao objeto, ou seja, quanto ao meio de ação, a autoridade sofre limitações, mesmo quando a lei lhe dê várias alternativas possíveis. Tem aqui aplicação um princípio de direito administrativo, a saber, o da proporcionalidade dos meios aos fins; isto equivale a dizer que o poder de polícia não deve ir além do necessário para a satisfação do interesse público que visa proteger; a sua finalidade não é destruir os direitos individuais, mas, ao contrário, assegurar o seu exercício, condicionando-o ao bem-estar social; só poderá reduzi-los quando em conflito com interesses maiores da coletividade e na medida estritamente necessária à consecução dos fins estatais”. Ela ainda destaca que, na aplicação do poder de polícia, a autoridade administrativa deverá considerar a necessidade, a proporcionalidade e a eficácia daquela sanção aplicada.

4. A RESPONSABILIZAÇÃO POR *INSIDER TRADING* CONFORME A JUSTIÇA FEDERAL E A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Diante do que foi discutido nos capítulos anteriores, vale analisar alguns casos que tratam da matéria para ilustrar a responsabilização aplicada em cada um. É imperioso ressaltar que os casos abaixo foram selecionados de acordo com os critérios de repercussão midiática (Caso Sadia-Perdigão e Caso OGX), relevância histórica (Caso Petrobrás) e resultados contraditórios (Caso Mundial). Além disso, a pesquisa bibliográfica, com ênfase em situações em que houve discussão acerca da responsabilização por *insider trading* também foi considerada.

Assim, serão examinados julgados da CVM e da Justiça Federal brasileira, por serem os órgãos competentes para a atribuição de responsabilização administrativa e criminal, respectivamente, no que diz respeito à conduta descrita.

Com efeito, os casos abaixo ajudam a ilustrar a conduta referida e a forma como o direito atua no mercado de capitais, especialmente, no que diz respeito àquelas situações que acabam tendo algum tipo de relevância nacional. O objetivo deste capítulo é observar se nesses casos o direito atua de maneira proporcional ao prejuízo causado por meio dos mecanismos de responsabilização.

4.1. Caso Petrobrás

Em 1977, pouco tempo depois da promulgação da Lei das S.A. e da Lei nº 6.385/76, tivemos a primeira suspeita de *insider trading* no Brasil. O caso em questão teve como objeto a celebração de um contrato de risco entre a *British Petroleum* e a Petrobrás para a perfuração do poço pioneiro LSPS-9 localizado na bacia de Santos, São Paulo.

Com isso, e apoiando-se em declarações públicas acerca da descoberta de petróleo na área, as ações da empresa brasileira sofreram grande valorização no mercado, o que impulsionou suas negociações. Contudo, pouco tempo depois veio a público a informação de que, na verdade, este mesmo poço era seco. Após essa grande revelação, as empresas abandonaram o poço e, conseqüentemente, as ações da Petrobrás foram duramente afetadas, tendo seus valores sofrido uma queda considerável.

À época, a CVM instaurou investigação acerca da possibilidade de utilização de informação privilegiada para obtenção de vantagens ilícitas e da possível manipulação de mercado. Entretanto, este inquérito administrativo não restou conclusivo em nenhum desses dois aspectos, conforme observa Regina Victoria Castello Branco (1984, p. 133-134) . Ocorre que, no mesmo documento em que declarou que os resultados das investigações foram inconclusivos, a CVM optou por condenar veementemente quaisquer condutas que pudessem colocar em risco as relações de confiança no mercado, bem como o próprio mercado de capitais.

Na pesquisa sobre o caso realizada por Horácio de Mendonça Netto e Nelson Eizirik (1984, p. 15-18), os autores criticam que:

“Conforme apontou com bastante acuidade a CVM, em nota divulgada em 22/3/78, não se pode confundir manipulação com *insider trading*, embora ambos possam aparecer juntos. (...). Os fatos que retratam o caso da Petrobrás estão farta e cronologicamente registrados na imprensa. Zelar pelos direitos dos minoritários consagra a receita maior para construção de uma economia pluralista representada por uma legião de investidores individuais. Resta, pois, esperar a divulgação pública dos resultados dos inquéritos administrativos que se possa mensurar - em etapa subsequente, nos Tribunais - a eficácia no Brasil do combate ao uso privilegiado de informações”

Apesar de tanto a Lei nº 6.404/76 como a Lei nº 6.385/76 já estarem em vigência na época dos fatos, a CVM entendeu necessário fazer algumas recomendações em prol da eficiência do mercado acionário. Dentre essas sugestões está a criação de um sistema de controle nas próprias companhias abertas, uma vez que, havendo uma fiscalização interna, mais fácil seria identificar e prevenir práticas abusivas daqueles que têm acesso a informações relevantes (BRANCO, 1984, p. 133-134).

O caso em questão não chegou a formar um Processo Administrativo Sancionador completo. Na verdade, sua resolução se deu com base em uma série de recomendações feitas pela CVM que, se seguidas pela Petrobrás, lhe isentaria de qualquer ação processual.

Isso porque, como bem explanado anteriormente, não restou comprovada a ilicitude da prática. Nesse sentido, observamos neste caso a limitação imposta pela própria CVM para a caracterização da prática de *insider trading*. Em outras palavras,

abriu-se um precedente para que apenas aquela conduta que cause prejuízos reais e efetivos ao bem jurídico seja passível de um processo administrativo sancionador.

É importante discutirmos essa questão da limitação pois, na esfera penal, o uso indevido de informação privilegiada é um crime de mera conduta, como descrito anteriormente. O presente caso nunca chegou a ser objeto de um processo criminal, entretanto, em virtude da independência entre as esferas, nada impediria que o Ministério Público porventura entendesse necessária a instauração de ação penal.

Por se tratar do primeiro caso de *insider trading* após a criação da CVM, foi também a primeira vez que este órgão se deparou com tal temática. Nas palavras de Horácio de Mendonça Netto e Nelson Eizirik (1978, p. 7) este foi o primeiro grande caso em que a CVM foi provocada a agir diretamente relativamente à regulação do mercado acionário.

4.2. Caso Sadia-Perdigão

4.2.1. Responsabilização Administrativa

Sendo o caso de maior notoriedade já julgado pela CVM, o caso Sadia-Perdigão ensejou não apenas um, mas três processos administrativos na CVM, os PAS nºs 2007/0117, 2007/0118 e 2007/0119.

Em meados de 2006, a Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (GMA-2) da CVM, que tem como funções principais coordenar, fiscalizar e supervisionar as entidades que participam do sistema de distribuição de valores mobiliários, verificou uma certa anomalia nos preços das ações de emissão da empresa Perdigão S.A. na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Dias depois, a empresa Sadia S.A. fez oferta pública de compra de 5% da empresa, no mínimo, além de ações de emissão da Perdigão por um valor mais de 20% maior que a cotação de cada ação. Conforme o estatuto social da empresa Perdigão S.A. o preço acabou sendo fixado em 135% em relação à cotação média de suas ações de emissão.

Posteriormente à oferta, ambas as companhias divulgaram fatos relevantes como a recusa da oferta por mais da metade dos acionistas da Perdigão, o aumento do valor da

oferta por parte da Sadia, nova recusa por parte dos acionistas da primeira empresa e, finalmente, a retirada da oferta por parte da Sadia S.A.

Vale ressaltar que, à época, as ações de emissão da Perdigão eram negociadas na BOVESPA e seus ADR's²³ são negociados na *New York Stock Exchange* (NYSE). Dito isso, tanto a CVM como a *Securities and Exchange Commission* (SEC)²⁴ solicitaram que as empresas prestassem esclarecimentos acerca dessas atividades. Contudo, importante salientar que antes mesmo dessa solicitação conjunta, a GMA-2 já havia requerido que a Sadia S.A. informações acerca da oferta, como as datas de análises, nomes de instituições contratadas e pessoas envolvidas, cópia das atas de reuniões do Conselho de Administração, cópia do Estatuto Social da Empresa e outros.

Com isso, algumas informações foram prestadas à autoridade brasileira, aqui abordaremos as informações relacionadas ao Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho – membro do Conselho de Administração da Sadia – e ao Sr. Luiz Gonzaga Murat Júnior – Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia.

Com relação a Romano Ancelmo Fontana Filho foi informado que lhe informaram acerca das discussões referentes à oferta, bem como participou de algumas reuniões sobre o assunto. Ainda, foi indicado que alguns advogados os aconselharam a não negociarem as ações de emissão da Sadia e da Perdigão em virtude da oferta pública e dos trabalhos que lhe envolviam e que participou da reunião que aprovou a proposta de realização da oferta.

Em sua acusação individual, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI afirmou que o conselheiro ordenou a compra de 18.000 (dezoito mil) ADRs referentes a ações de emissão da Perdigão por meio de uma conta bancária pessoal. Pouco tempo depois essas mesmas ADRs foram alienadas antes que a retirada da oferta da Sadia fosse divulgada, o que fez com que essas ADRs fossem vendidas por um valor superior ao que deveria ter sido com a divulgação da informação relevante.

Com relação a Luiz Gonzaga Murat, consta do relatório do PAS 2007/0118, além das informações comuns ao outro acusado, que o diretor de relações de investimento

²³ *American Depositary Receipt* são ferramentas que permitem que ações de uma empresa estrangeira sejam negociadas perante bolsas de valores dos Estados Unidos.

²⁴ É o órgão regulador do mercado de capitais nos Estados Unidos equivalente à CVM, conforme explicado no primeiro capítulo deste trabalho.

havia comprado em torno de 45.900 (quarenta e cinco mil e novecentas) ADRs e, pouco antes da retirada da oferta da Sadia ser divulgada, vendeu 15.300 (quinze mil e trezentas) ADRs por um preço superior ao que deveria ter sido com a divulgação da informação relevante.

Assim, ambos foram acusados pela prática de *insider trading* conforme o art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 – Lei das S.A. Suas defesas alegaram em resumo: que não houveram danos a residentes brasileiros; o acusado Romano não era administrador da empresa e, portanto, não poderia incorrer na conduta imputada; as negociações não trouxeram prejuízo à Sadia e nem à Perdigão; ambos já foram julgados pelos mesmos fatos pelas autoridades dos Estados Unidos; das aquisições das ADRs não constava ainda fato relevante a ser utilizado de forma ilícita; quando da venda das ADRs, a retirada de oferta pública pela Sadia já era de conhecimento geral; e o acusado Luiz Gonzaga Murat transacionou valores mobiliários da Perdigão S.A., empresa da qual não era administrador e, portanto, não poderia incorrer na conduta imputada.

Em seus votos nos PAS 2007/0117 e 2007/0118 referentes respectivamente a Romano Ancelmo Fontana Filho e Luiz Gonzaga Murat, os Relatores convergiram entendimentos de que é incontestável o uso de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais para obter vantagem indevida para si ou para outrem.

Resumidamente, os principais pontos dos votos de Eli Loria – Relator do PAS 2007/0117 – e de Marcos Barbosa Pinto – Relator do PAS 2007/0118 – são que: a CVM é competente para a análise do presente caso uma vez que tanto a Sadia como a Perdigão são empresas fundadas sobre a égide do direito brasileiro; a posição de administrador da empresa é irrelevante para a configuração do ilícito, bastando apenas a realização de operação com informação privilegiada ainda não divulgada; o fato de a informação relevante ainda não ser concreta no momento de aquisição das ADRs não exclui a conduta ilícita uma vez que a lei não exige a certeza, apenas a possibilidade de haver informação capaz de influir na cotação de valores mobiliários; e o *ne bis in idem* não é absoluto, tendo entendido o STF²⁵ que no âmbito administrativo ele será limitado, de modo que não há qualquer impedimento para a análise da causa pela CVM.

²⁵ Nos votos os Relatores referenciam o MS nº 23796/DF, MS 22728/PR e o HC 61480.

Diante disso, ambos os acusados citados foram considerados culpados das alegações por unanimidade. Nos dois casos foi aplicada pena de inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de 5 anos. Por fim, entendendo que havia indícios de conduta criminosa, foi enviado ofício ao MPF com o resultado do julgamento pela CVM para, se entender necessário, oferecer denúncia.

4.2.2. Responsabilização criminal

A partir dos fatos anteriormente narrados, o MPF entendeu ser o caso de oferecer denúncia e dar ensejo a uma Ação Penal (Autos nº 0005123-26.2009.403.6181), a qual foi julgada pela Justiça Federal do Estado de São Paulo que, em 2011, publicou sentença aplicando pena de multa no valor de R\$ 349.700,00 (trezentos e quarenta e nove mil e setecentos reais) além de pena de reclusão 1 (um) ano e 9 (nove) meses de reclusão, sendo esta última substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição de exercer cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo tempo de pena fixado ao ex-Diretor de Relações de Investimento. No que se refere ao Conselheiro de Administração, foi fixada multa no mesmo valor diferindo apenas na pena de reclusão que, neste caso, foi de 1 (um) ano, 5 (cinco) meses e 15 (quinze) dias de reclusão com a mesma substituição aplicada ao outro acusado.

Inconformado, o órgão ministerial recorreu ao Tribunal Regional Federal da 3ª Região (TRF-3) que reverteu a pena substitutiva para a privativa de liberdade, além de acrescentar à sanção o pagamento de indenização por danos morais coletivos além das multas já aplicadas.

Em recurso ao Superior Tribunal de Justiça (STJ), o Relator, Ministro Gurgel de Faria, reconheceu a prescrição punitiva com relação à conduta de Romano Ancelmo Fontana Filho nos termos do art. 109, V, e art. 110, §1º, ambos do Código Penal. Com relação a Luiz Gonzaga Murat, o STJ entendeu haver uma agravante em virtude do seu cargo de Diretor de Relações com Investidores. Isso porque todos os fatos que possam influir nas decisões de investidores devem antes ser notificados ao Diretor de Relações com Investidores, de modo que a conduta de *insider trading* se praticada por alguém que ocupe este cargo em específico, deve ser considerada de maior reprovabilidade.

Após detalhada análise, o STJ proveu parcialmente o recurso de Luiz Gonzaga Murat apenas para afastar a condenação de pagamento por reparação de danos morais coletivos uma vez que esse instituto legal só começou a vigor no Brasil no ano de 2008, como os fatos aqui discutidos são anteriores, a lei não poderá retroagir em prejuízo do réu.

A defesa ainda recorreu ao Supremo Tribunal Federal (STF)²⁶, porém a condenação foi mantida e o caso passou a ser conhecido nacionalmente como a primeira vez que os Tribunais Superiores confirmaram uma condenação pela prática de *insider trading*.

A partir da análise desse caso em específico, observa-se claramente a existência de uma complementaridade entre as duas responsabilizações aplicadas. Verifica-se que, o que havia de excessivo nas imposições feitas pelo TRF-3 foi prontamente afastado em sede recursal pelas instâncias superiores.

Isso mostra que, mesmo que possam existir excessos provenientes da dupla perquirição, o próprio ordenamento jurídico fornece os mecanismos necessários para reverter qualquer abuso sofrido. No caso em questão, o STJ afastou a indenização por danos morais imputada pelo TRF-3 por entender ser excessiva.

Desse modo, percebe-se que, mesmo nos casos em que há algum excesso, o *bis in idem* não se verifica uma vez que o modelo do Poder Judiciário brasileiro permite que este exerça um controle sobre si mesmo. Permitir uma indenização por danos morais, que tem caráter reparatório, poderia configurar *bis in idem*. Ao reverter esta punição, o STJ age entendendo que já existe uma condenação de reparação no âmbito da CVM, sendo desnecessária que também haja reparação no âmbito penal.

4.3.Caso Mundial

4.3.1. Responsabilização administrativa

Em 08 de dezembro de 2016, no Processo Administrativo Sancionador nº 2012/11002 da CVM de Relatoria do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes,

²⁶ ARE nº 971.036/SP, Rel. Min. Dias Toffoli, 2ª Turma, STF, j. em 16.06.2016.

administradores e acionistas da empresa Mundial S.A. foram absolvidos das acusações de uso de informação privilegiada e manipulação de preços do mercado.

Resumindo os fatos narrados pela acusação, em julho de 2010 os valores das ações da Mundial S.A. sofreram um aumento incomum nas negociações no mercado, aumentando sua cotação na Bolsa de Valores. Ao ser inquirida a apresentar explicações por conta dessa atipicidade, a empresa falou que não sabia o porquê de tamanho crescimento.

Posteriormente, a imprensa divulgou que estaria acontecendo uma negociação de ações de emissão da empresa citada pela Hypermarchas S.A., notícia que chegou a ser desmentida pela companhia ao mercado. Dias depois, foi divulgado fato relevante pela Mundial S.A. que, nesta oportunidade, tornou pública a redução dos débitos fiscais de ICMS que tinha com o Estado do Rio Grande do Sul.

A partir de então, muitos foram os fatos relevantes divulgados pela Mundial S.A., fatos estes que geraram diversas alterações nos valores de suas ações no âmbito da bolsa de valores. Vale ressaltar que quanto mais fatos relevantes eram divulgados mais a variação das ações restava positiva para a empresa, que sempre reafirmava desconhecer qualquer situação ou fato não divulgado que pudesse justificar esse aumento atípico.

Essa situação veio a mudar apenas em junho de 2011, quando a referida companhia anunciou publicamente que pretendia migrar para o “Novo Mercado” convertendo todas as suas ações para tal. Com isso, a CVM solicitou informações acerca daqueles que poderiam eventualmente ter acesso às informações desta migração, solicitação prontamente respondida pela Mundial que relatou o seu crescimento de 76% (setenta e seis por cento) no número de acionistas no curto período de 2 meses.

Em julho de 2011 a companhia divulgou ter recebido em torno de US \$50.000.000,00 (cinquenta milhões de dólares) advindos do fundo gerido pela *Yorkville Advisors, LLC*, de Nova Jersey, EUA. Dias depois dessa divulgação, as ações da Mundial S. A. entraram em uma decrescente, de forma que seus valores despencaram de forma contínua e rápida dia após dia. Como das outras vezes que foi questionada, a empresa afirmou desconhecer qualquer fato relevante não divulgado que pudesse explicar tal anomalia.

Com essa queda nas ações, um dos membros da administração da sociedade declarou publicamente que a queda nas cotações teria sido em decorrência de uma “denúncia” de que certos administradores e acionistas da companhia teriam praticado *insider trading*. A partir disso, a CVM indiciou acionistas majoritários, minoritários e administradores da Mundial S.A. por uso de informação privilegiada.

Durante seu voto, o Relator destacou pontos importantes acerca da acusação de uso de informação privilegiada: **(i)** a responsabilização só será aplicada quando existirem indícios sérios de autoria e materialidade os quais devem ser convergentes e unívocos, cabendo à acusação apresentar esse conjunto de indícios e; **(ii)** as relações de profissionais, de amizade ou parentesco não devem ser consideradas, por si só, como suficientemente fortes para garantir que houve o repasse de informação privilegiada.

Com base em tais argumentos, a CVM constatou que não houve comprovação por parte da acusação que fosse suficientemente convincente ao ponto de condenar os acusados pela prática de *insider trading*, sendo estes absolvidos da imputação.

4.3.2. Responsabilização criminal

Antes do julgamento pela CVM, os mesmos fatos foram investigados e denunciados pelo MPF, resultando na Ação Penal nº 5067096-18.2012.404.7100, de competência do Juízo da 1ª Vara Federal Criminal de Porto Alegre/RS. Nesta oportunidade, dez pessoas chegaram a ser indiciadas pelos crimes de formação de quadrilha e manipulação de mercado. Dois dos réus, além dos delitos já citados, também foram acusados da prática de *insider trading*.

Conforme a peça acusatória, o Presidente da companhia e o Diretor de Relações com Investidores teriam utilizado informações privilegiadas ainda não divulgadas no mercado com o intuito de obter vantagens ilícitas para si ou para outrem.

Diante dos fatos apresentados, ambos os acusados foram condenados pela prática de *insider trading* com base nos arts. 27-C e 27-D da Lei nº 6.385/76 a 3 (três) anos e 9 (nove) meses de reclusão em regime inicial aberto e ao pagamento das multas fixadas pelo mesmo Juízo.

Em Recurso Ordinário em Habeas Corpus ao Superior Tribunal de Justiça – RHC nº 46.315/RS –, um dos condenados alegou que, por ser operador de mercado autônomo,

não teria o dever de sigilo. Entretanto, a Corte entendeu que, apesar de não ser detentor do dever de sigilo, o acusado agiu em concurso com o acionista controlador da companhia, devendo ser equiparado a este como *insider*.

Neste caso em específico, vemos que a teoria discutida por muitos especialistas do Direito Penal de que não haveria autonomia na área para julgar o ilícito uma vez que apenas viria a reproduzir a decisão da CVM, não se sustenta. Não há como afirmar que faltaria independência no julgamento criminal se temos exemplos onde o judiciário divergiu expressamente da decisão administrativa, condenando os acusados pela mesma prática da qual haviam sido absolvidos pela CVM.

4.4.Caso OGX

4.4.1. Responsabilização criminal

Outro caso relevante é o caso da OGX no qual figura no polo passivo o famoso empresário Eike Batista. Nesta hipótese, o MPF ofereceu denúncia perante o Juízo da 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro (Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ) acusando o empresário – acionista controlador da OGX – pela prática de *insider trading* e manipulação de mercado visando estabilizar a situação da companhia que, à época dos fatos, enfrentava grandes crises.

A situação aqui discutida se passa no segundo semestre do ano de 2013, quando, após a divulgação de seu último balanço trimestral, a referida empresa entrou em um período cujas negociações de ativos não são recomendadas, também chamado de período de *blackout*.

Apesar disso, consta na acusação que, mesmo com essa recomendação, Eike Batista teria utilizado das informações privilegiadas das quais tinha acesso por seu alto cargo hierárquico, para vender algumas das ações da OGX que era proprietário sem que o mercado soubesse de quaisquer informações negativas acerca da companhia, valorizando o preço das ações negociadas.

Portanto, considerou-se que o referido empresário incorreu na prática prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76 e, em 2021, sendo condenado a pena de 11 anos e 8 meses de prisão, bem como ao pagamento de multa no valor de R\$ 871.000.000,00 (oitocentos e

setenta e um milhões de reais) pelo cometimento de *insider trading* e manipulação de mercado²⁷.

4.4.2. Responsabilização administrativa

Além da esfera penal, Eike Batista também foi responsabilizado na esfera administrativa, tendo a CVM, por unanimidade no PAS nº RJ2014/0578, aplicado multas que totalizam aproximadamente R\$ 540.000.000,00 (quinhentos e quarenta milhões de reais) pelas mesmas práticas supramencionadas²⁸.

Ao observar este caso em específico, a primeira impressão que se tem é a de que haveria um certo exagero nas multas pecuniárias aplicadas, as quais somadas ultrapassam o valor de 1 bilhão de reais. Entretanto, vale observar o caso em questão em comparação aos demais que tiveram imposições de multas muito menores. Ocorre que, o fato aqui penalizado (judicialmente e administrativamente) foi considerado de extrema gravidade, pois além do agente omitir informações relevantes para o mercado de capitais, ele manipulou publicamente essas informações de forma dolosa, ou seja, com a intenção de obter vantagens indevidas a partir da conduta praticada.

Ademais, pesa contra ele o fato de, no momento dos fatos, ocupar o cargo de Presidente do Conselho de Administração além de ser acionista controlador da OGX Petróleo e Gás Participações, o que torna sua conduta ainda mais reprovável.

Por fim, não podemos esquecer a natureza das penas impostas pelas esferas administrativa e criminal. Como dito anteriormente, enquanto o principal ensejo da CVM na aplicação de multa é a reparação do dano causado, no judiciário esta multa terá caráter punitivo. Desse modo, não seria prudente considerar as multas aplicadas ao caso em unidade de fins, mas sim observando seus diferentes aspectos e objetivos, o que nos faz perceber que, conforme a gravidade da prática, as penas aplicadas são proporcionais.

²⁷ EXAME. Eike Batista é condenado a 11 anos de prisão por crimes contra o mercado. 12/02/2021. Acesso em 06/09/2022. Disponível em: <https://exame.com/negocios/eike-batista-e-condenado-a-11-anos-de-prisao-por-crimes-contra-mercado/>.

²⁸ PIMENTA, Guilherme. CVM multa Eike Batista em R\$ 536 mi por insider trading e manipulação de mercado. Jota Info. 27/05/2019. Acesso em 06/09/2022. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/cvm-multa-eike-batista-em-r-536-mi-por-insider-trading-e-manipulacao-de-mercado-27052019>.

5. CONCLUSÃO

Decerto que, ao tratar de crimes contra o mercado financeiro, o direito brasileiro ainda sofre de grande inexperiência legislativa e jurisprudencial. Como vimos no capítulo anterior, por exemplo, apenas em 2016 – há pouco mais de 5 anos – o STF confirmou pela primeira vez uma condenação por *insider trading* (Caso Sadia-Perdigão).

Entretanto, não se pode confundir a ausência de casos e normas com a desnecessidade de repreensão. Observando os casos selecionados fica claro que, a depender da gravidade da conduta praticada, as penas podem variar consideravelmente. Enquanto a sanção penal do Caso Mundial não ultrapassou 4 anos de reclusão, no caso OGX a pena vai além dos 10 anos de reclusão.

Apesar disso, ainda existem muitas críticas ao modelo de dupla responsabilização por *insider trading*. Aqueles que defendem a existência de *bis in idem* argumentam que trata-se de um assunto completamente dominado pela esfera administrativa, sendo desnecessária a atuação do direito penal. Por sua vez, existem aqueles que defendem que em vista dos danos causados pela prática é crucial a dupla perquirição.

Diante do que foi trazido ao longo destas páginas, compreende-se que, apesar de o direito penal ser o âmbito jurídico mais estrito, existem certas situações em que ele deve incidir. Quando se considera o *insider trading* como uma conduta de possível atuação da esfera criminal, diz-se que esta é uma conduta que causa dano juridicamente grave ao ponto de necessitar da intervenção penal.

Nesse sentido, caberá ao direito penal econômico, dentro de sua especialidade, atribuir a responsabilidade nas devidas proporções dos fatos narrados e das provas apresentadas.

Vale rememorar que, não é sempre que o judiciário será provocado a agir contra alguma prática de *insider trading*. Na verdade, apesar de ser uma cooperação bastante iniciante, a CVM e o MPF mantêm um acordo em que, ao menor indício de crime, caberá à autoridade administrativa após julgar o caso, encaminhá-lo ao órgão ministerial para que este, se entender pela existência de crime, possa vir a oferecer denúncia perante a Justiça Federal.

Sendo assim, não vislumbra-se qualquer violação ao princípio do *ne bis in idem*. O que ocorre é uma dupla responsabilização, porém com naturezas de sanção diferentes - enquanto a administrativa possui caráter reparatório, a sanção penal possui caráter punitivo.

Não há também qualquer interferência excessiva de uma área em outra, o Caso Mundial trazido no capítulo anterior nos mostra claramente que, apesar de um duplo julgamento remeter à dupla aplicação de sanção, nem sempre é isso o que acontece. Nenhuma das áreas deixa de ter sua independência para formação de convicção por conta do que foi decidido na outra.

Em suma, o *insider trading* causa um dano considerável à economia brasileira ao abalar as relações de confiança no mercado de capitais, além de se tratar de uma conduta abusiva por parte do administrador que viola seus deveres legais em prol de obter uma vantagem indevida. Diante disso, é necessária a intervenção do direito para repreender a prática e prevenir novos abusos.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACAS, Lucas Maia Felipe. **Um intelectual a serviço do New Deal: o projeto reformista de Thurman Arnold para os Estados Unidos em The Symbols of Government e The Folklore of Capitalism (1935-1937)**. 2019. Dissertação (Mestrado em História Social) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, University of São Paulo, São Paulo, 2019. doi:10.11606/D.8.2020.tde-28022020-174806. Acesso em: 2022-07-02.

BANDEIRA DE MELLO, C.A. **Curso de Direito Administrativo**. 17. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

BITENCOURT, Cezar R. **Tratado de direito penal econômico, v. 1**. São Paulo: Editora Saraiva, 2016. E-book. 9788547210182. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547210182/>. Acesso em: 01 set. 2022.

BRANCO, Regina Victoria Castello. **A lei das sociedades anônimas e o “insider trading” no Brasil**. Revista de Ciência Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 3, abr. 1984. p. 133-134.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. DOU 28.01.2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20divulga%C3%A7%C3%A3o%20e,para%20a%20negocia%C3%A7%C3%A3o%20de%20a%C3%A7%C3%B5es>.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº SP2007/0117**. Rel: Diretor Eli Loria. j. em 26.02.2008.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº SP2007/0118**. Rel: Diretor Marcos Barbosa Pinto. j. em 26.02.2008.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/11002**. Rel: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. em 08.12.2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº [358](#), de 3 de janeiro de 2002, nº [369](#), de 11 de junho de 2002, e nº [449](#), de 15 de março de 2007. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol060.html>.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília. 05.10.1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.8488, de 7 de dezembro de 1940.** Código Penal. DOU 31.12.1940. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm>.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. DOU 9.12.1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm#art11iii>.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre a Sociedade por Ações. DOU 17.12.1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>.

BRASIL. **Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986.** Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. DOU 18.06.1986. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm>.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. DOU 01.11.2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2>.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.569.171/SP.** Rel: Ministro Gurgel de Faria. Quinta Turma. j. em 16.02.2016. DJe 25.02.2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Ordinário em Habeas Corpus nº 46.315/RS.** Rel: Ministro Sebastião Reis Júnior. Sexta Turma. j. em 25.08.2015. DJe 25.09.2015.

CASTELLAR, José Carlos. **Insider Trading e os novos crimes corporativos (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função).** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

CEREZETTI, Sheila C. N. Os deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas Brasileiras. In: **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais.** São Paulo: Saraiva, 2015. p. 231-252.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. **Termo de Cooperação Técnica que entre si celebram a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, por intermédio de sua presidência e o Ministério Público Federal, visando ao intercâmbio e à cooperação técnica e operacional relacionados ao mercado de capitais.** Brasília. 08.05.2008. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>>.

D'URSO, Luiz Flávio Borges. **Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do insider trading.** In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coords.) Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais. Visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FARIA COSTA, **O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)**. A informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 109-110.

FARIA, Marcus Vinícius Pinheiro de. **Insider trading: proibir é a melhor opção?**. 2019. 54 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito)—Universidade de Brasília, Brasília, 2019. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.26512/2019.TCC.24817>>.

GRANDIS, Rodrigo de. **Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos** - São Paulo. Saraiva, Série GVLaw. 2011.

HASSEMER, Winifried. **Perspectiva de uma Moderna Política Criminal**. Revista Brasileira de Ciências Criminais. Ano 02. No. 8. out./dez. 1994.

HOBBSAWM, Eric. **Era dos Extremos: o breve século XX 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995, p. 104.

JAKOBI, K. B.; RIBEIRO, M. C. P. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2014.

MELO, Leonardo Freire de. **“Insider trading” no Brasil: uma análise dos julgamentos administrativo e penal e suas repercussões em controladores, administradores, acionistas e externos**. Profa. Amanda Athayde. Brasília: IDP, 2017. 53 f. Monografia (Graduação em Direito). Instituto Brasiliense de Direito Público. 2017. Disponível em: <<http://dspace.idp.edu.br:8080/xmlui/handle/123456789/2427>>.

MENDES, Wilson Coelho. **Insider trading e informação relevante: elementos no direito administrativo e penal**. 2017. 94 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Direito)—Universidade de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: <https://bdm.unb.br/handle/10483/17887>.

MOTA, Fernando de A. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. Grupo Almedina (Portugal), 2022. E-book. 9786556274706. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556274706/>. Acesso em: 02 set. 2022

MUSSNICH, Francisco Antunes M. **O insider trading no direito brasileiro - DIG**. Editora Saraiva, 2017. E-book. ISBN 9788547218225. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218225/>. Acesso em: 07 set. 2022.

NETTO, Horácio de Mendonça. EIZIRIK, Nelson. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás. *in: Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Vol. 4, Nº 10- Jan/Abr, 1978, p. 7-19.

NEVES, Heidi Rosa Florencio. **Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. doi:10.11606/D.2.2016.tde-18112016-105900. Acesso em: 2022-08-10.

OLIVEIRA, Natália S. T. R. de, **INSIDER TRADING: UMA REALIDADE À LUZ DO DIREITO PENAL**, Revista da Faculdade de Direito da UFMG, ed. 60, 2012.

Disponível em:
<https://www.direito.ufmg.br/revista/index.php/revista/article/view/P.0304-2340.2012v60p365>.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito Administrativo Sancionador**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do “insider trading”**. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro. Junho de 1978. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/aspectos-juridicos-do-insider-trading-norma-jonssen-parente-junho-1978/view>>.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. **Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559643042. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559643042/>.

PINHEIRO. A.C; SADDI, J. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo, SP: Grupo GEN, 2019. 9788597021752. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 22 jul. 2022.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, University of São Paulo, São Paulo, 2013. doi:10.11606/D.2.2013.tde-11082014-082203. Acesso em: 2022-07-02.

PRADO, Luiz R. **Direito Penal Econômico**. Grupo GEN, 2021. E-book. 9786559641192. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559641192/>. Acesso em: 02 set. 2022.

PRADO, Viviane M., RACHMAN, Nora M., VILELA, Renato, **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**, FGV DIREITO SP – Livros, 2016. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/17696>>.

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

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. **Intervenção pública e proibição do insider trading: eficiência e ultima ratio na responsive regulation**. *Revista de informação legislativa: RIL*, v. 53, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/53/210/ril_v53_n210_p211>.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Informação Completa, Direito Societário e Mercado de Capitais. *in: O Novo Direito Societário*. 5ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2019. p. 279-291.

SÁNCHEZ, Eduardo da Cruz Rios. **Insider trading e o dever de sigilo do insider primário com o advento da Lei nº 13.506/2017**. 2019. 70 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito)—Universidade de Brasília, Brasília, 2019. Disponível em: <https://bdm.unb.br/handle/10483/23441>.

SAYDELLES, R. S. R. **A Caracterização do Insider Trading no Direito Brasileiro**. Res Severa Verum Gaudium, [S. l.], v. 5, n. 1, 2020. Disponível em: <https://www.seer.ufrgs.br/index.php/resseveraverumgaudium/article/view/103773>. Acesso em: 15 jun. 2022.

TOMILLO, Manuel Gómez e RUBIALES, Íñigo Sanz. **Derecho Administrativo Sancionador**. Parte General. Teoría y Práctica del Derecho Penal Administrativo. 2a ed. Navarra: Aranzandi-Thomson Reuters, 2010.