

INSIDER TRADING NO BRASIL: UMA PERSPECTIVA A PARTIR DO CASO JBS

INSIDER TRADING IN BRAZIL: A PERSPECTIVE OF THE JBS CASE

Júlia Martins Amaral*

João Cenamo Baldi de Freitas**

Victor Luiz Pereira de Andrade***

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 O caso JBS. 3 Positivação do insider trading na legislação brasileira. 4 A economia, o direito e a expansão do Direito Penal evidenciada por Silva Sánchez. 5 A Constituição Federal de 1988, a ordem econômica e a possível abusividade na interferência do Estado regulador. 6 Conclusão.

RESUMO: O presente artigo busca analisar a prática do insider trading no Brasil e as diferentes sanções que podem ser aplicadas aos responsáveis por praticar tal conduta ilícita, que abrangem o âmbito administrativo, civil e penal. Para que a elaboração do debate seja aprofundada, trataremos inicialmente dos conceitos preliminares, estabelecendo a definição de assimetrias de informação, a fim de possibilitar um melhor entendimento para a conceituação da prática de insider trading e dos possíveis insiders, assim como apresentar-se-á o contexto histórico de tal conduta, dando ênfase ao pioneirismo norte-americano. Posteriormente, o artigo buscou trazer a análise da positivação dessa prática na

* Graduanda em Direito pela Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca. É membro do Grupo de Pesquisa Direito das Famílias, Cidadania e Direitos Humanos; do Núcleo de Estudos, Pesquisa e Extensão, “Constituição e Cidadania” (NEPECC); do Núcleo de Estudos e Extensão sobre Trabalho Infantil (NEETI); do Núcleo de Estudos da Tutela Penal e Educação em Direitos Humanos (NETPDH); é assessora jurídica de projetos da Empresa Júnior de Direito da Unesp (EJUR - Soluções Jurídicas); e pesquisadora bolsista da “Rede Estratégica e de Enfrentamento ao Desaparecimento de Crianças: Análise diagnóstica do desaparecimento de crianças no Brasil” (REDESPARC), que faz parte do conjunto de Redes Temáticas vinculadas à Universidade Estadual Paulista (Unesp).

** Graduando em Direito pela Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca. Membro do grupo de extensão Núcleo de Estudos, Pesquisa e Extensão, Constituição e Cidadania (NEPECC). Assessor jurídico de projetos da Empresa Júnior de Direito da Unesp (EJUR - Soluções Jurídicas).

*** Doutorando pelo programa de pós-graduação stricto sensu em Direito da Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca. Bolsista DS da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes).

Artigo recebido em 12/09/2022 e aceito em 24/03/2023.

Como citar: AMARAL, Júlia Martins; FREITAS, João Cenamo Baldi de; ANDRADE, Victor Luiz Pereira de. Insider trading no Brasil: uma perspectiva a partir do caso JBS. **Revista de Estudos Jurídicos UNESP**, Franca, ano 26, n. 44, p. 127, jul./dez. 2022. Disponível em: <https://ojs.franca.unesp.br/index.php/estudosjuridicosunesp/issue/archive>.

legislação brasileira, por meio da análise da Lei nº 6.404/76 à luz do Direito Empresarial e das possíveis responsabilizações a serem aplicadas aos indivíduos culpabilizados, com destaque para os administradores das companhias. Visando realizar uma análise crítica, o trabalho desenvolveu uma discussão a respeito da expansão do Direito Penal e da maior interferência estatal na economia e no mercado de valores mobiliários. Por fim, tratou-se da aplicabilidade prática do tema, expondo o Habeas Corpus nº 416.785, julgado envolvendo a JBS, que exemplifica o disposto no presente artigo, através da utilização de informações privilegiadas para a obtenção de vantagem indevida. Enquanto método procedimental, o artigo é construído a partir de uma revisão de literatura aliada à pesquisa documental e jurisprudencial, analisadas a partir de uma perspectiva dedutiva aliada à técnica dogmática da ciência jurídica.

Palavras-chave: Insider trading. Informações privilegiadas. Responsabilização administrativa, civil e penal. JBS.

***ABSTRACT:** This article seeks to analyze the practice of insider trading in Brazil and the different sanctions that can be applied to those responsible for practicing such unlawful conduct, which cover the administrative, civil and criminal scopes. Initially dealing with preliminary concepts, the article intends to contribute to the definition of information asymmetries, in order to enable a better understanding for the conceptualization of the practice of insider trading and possible insiders, as well as presenting the historical context of such conduct, emphasizing the North American pioneering spirit. Subsequently, the article sought to bring the analysis of the inclusion of this practice in the Brazilian legislation, through the analysis of Law No. 6.404/76 under Business Law and possibilities towards making company administrators responsible. Aiming to carry out a critical analysis, the article establishes a discussion on the applicability and expansion of Criminal Law and the greater state interference in the economy and in the securities market. Finally, as a means of demonstrating the subjects relevance and applicability, the article starts with the detailing of Habeas Corpus nº 416.785, a precedent involving JBS S/A, a case which exemplifies the provisions of this article, through the use of privileged information to obtain an undue advantage. As a procedural method, the article is built from a literature review allied to documentary and jurisprudential research, analyzed from a deductive perspective allied to the dogmatic technique of the legal sciences.*

Keywords: insider trading. insider information. administrative, civil and criminal accountability. JBS.

INTRODUÇÃO

Quais são os limites éticos, morais e, conseqüentemente, jurídicos, da instrumentalização da posição privilegiada de administrador de uma companhia em prol da obtenção de ganhos individuais perniciosos à própria sustentabilidade e rentabilidade da companhia à qual se devia lealdade em primeiro lugar? Até que ponto podem ser os administradores responsabilizados pela exploração “econômica” das informações a que possuem Acesso em: razão de sua função?

O presente artigo parte do questionamento fundamental: o que é, afinal, a prática conhecida pela expressão inglesa *insider trading*? Quais seriam os limites para a atuação do Estado brasileiro na regulação da atividade econômica, em especial com relação à conduta de administradores e agentes do mercado de capitais?

Assim, o presente artigo adota enquanto proposta a de se explicitar, a partir de uma revisão de literatura e pesquisa documental compreendida a partir de uma perspectiva dedutiva, a visão do ordenamento jurídico brasileiro acerca da prática delituosa conhecida como *insider trading*.

Buscando uma aproximação com a prática e realidade, propõe-se o estudo do conceito a partir de uma de suas mais célebres e reconhecidas demonstrações, o caso JBS, possibilitando a contextualização de seu conceito e, assim, alcançando uma maior abrangência sob a perspectiva pedagógica a que se destina. O caso em questão evidenciou a utilização de informações privilegiadas por parte dos controladores das empresas JBS S/A e FB Participações S/A na venda e recompra de ações, assim como na aquisição de contratos de dólar futuros e a termo, caracterizando o delito de *insider trading* tipificado no artigo 27-D supracitado e a influência negativa que tal prática pode trazer a terceiros e ao mercado de valores mobiliários como um todo. Outrossim, adota-se enquanto marco teórico para a construção de uma perspectiva crítica a obra de Silva Sánchez.

A partir da análise dos conceitos basilares prévios ao *insider trading*, propõe-se uma estratégia de compreensão para o seu contexto e finalidade, possibilitando uma profunda e detalhada qualificação, tanto de sua origem estrangeira, quanto de sua aplicabilidade no Brasil, visando conferir a devida ênfase ao pioneirismo norte-americano, notório por haver pioneiramente adotado uma postura punitiva à hipótese em questão tanto nas esferas penal quanto nas esferas administrativa e civil.

Em uma perspectiva de direito interno, o trabalho aborda o contexto em que se deu a positivação do *insider trading* na legislação brasileira, tomando como ponto de partida a Lei nº 4.728/65, que apenas trouxe uma previsão superficial, sem estabelecer uma sanção específica para punir a prática em questão.

Posteriormente, analisa-se a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), responsável por sistematizar de maneira mais desenvolvida e eficiente tal instituto, trazendo consigo a possibilidade de serem aplicadas sanções civis e/ou administrativas aos responsáveis. Para tanto, demonstrar-se-á os deveres incorporados aos administradores para que estes efetuem uma boa gestão para a companhia, como o dever de lealdade e, conseqüentemente, os deveres de sigilo e de zelo, e o dever de informar. Tendo tal progressão normativa e os conceitos preliminares postos, o artigo passa a analisar a

possibilidade de, assim como ocorre no ordenamento norte-americano, se responsabilizar os ditos “insiders” em todas as esferas jurídicas.

Em um primeiro momento, será explicitada a responsabilização administrativa, para a qual a Lei nº 6.385/76 assume grande importância ao instituir a Comissão de Valores Mobiliários, incumbir-lhe a função de fiscalização e trazer, em seu art. 11, as possíveis penalidades administrativas, em seus diversos graus de gravidade, que se prestam não para satisfazer o interesse individual do que possa ter sido prejudicado pela conduta ilícita, mas para buscar evitar que tal prática continue sendo utilizada, de forma a restabelecer o funcionamento adequado e seguro do mercado de valores mobiliários.

Em um segundo momento, analisa-se a responsabilização civil, que encontra previsão no art. 155, §3º da Lei das S.A. e busca satisfazer os interesses individuais dos indivíduos que vierem a ser prejudicados pela prática do ilícito em questão, possibilitando a indenização por perdas e danos. Destacar-se-á, também, o entendimento doutrinário no sentido de que a própria companhia prejudicada pelo ilícito poderia ajuizar ação de responsabilidade civil contra os administradores cujas ações trouxeram prejuízo, desde que observada e comprovada culpa, dolo, violação da lei ou do estatuto da empresa no exercício das suas atividades.

Por último, o artigo abordará a responsabilização penal, trazida com a Lei nº 10.301/01, responsável por incluir o artigo 27-D à lei nº 6.385/76, possibilitando que seja aplicada, mediante a análise de cada caso em concreto, pena de reclusão e multa pela utilização indevida de informações privilegiadas.

O trabalho aborda, ainda, algumas das discussões que permeiam de forma substancial o assunto em pauta, em uma proposta não exaustiva, na qual se aborda, como exemplo, a possibilidade de flexibilização do princípio *non bis in idem*, visto que administradores poderiam ser condenados administrativa, civil e penalmente por praticarem uma única conduta enquanto *insiders*.

1 O CASO JBS

Para fins de elucidação, demonstração e estudo do conceito de insider trading¹, propõe-se a análise do paradigmático Habeas Corpus (HC) nº 416.785 - SP (2017/0238762-5), do Superior Tribunal de Justiça (STJ), no qual atuou enquanto relator o Ministro Sebastião Reis Júnior, tratando-se do primeiro caso de prisão aplicada ao crime de insider trading no Brasil. No caso em questão, figuraram enquanto partes a impetrante Ana Fernanda Ayres Delosso, dentre outros, e o impetrado, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região.

Porém, antes de se passar à análise e desenvolvimento do estudo do caso supracitado, é importante se estabeleça uma própria contextualização do ocorrido. Trata-se de caso deflagrado a partir das investigações conduzidas pela Polícia Federal brasileira naquela que tornou conhecida como “Operação Lava Jato”, notória ação realizada no intento de se investigar a ocorrência de crimes de corrupção e lavagem de dinheiro, cujas proporções impactaram todo o país e, em maior especificidade, foram responsáveis por apurar em detalhes as atividades desempenhadas pela JBS S/A, entidade e então sob o controle da empresa FB Participações S/A, que, por sua vez, era pertencente à holding J&F Investimentos e que, finalmente, era controlada pelos irmãos Joesley e Wesley Batista.

Frente a tal situação, os irmãos optaram por realizar uma delação premiada, negociando com a Procuradoria Geral da República (PGR), de tal forma que em 11 de maio de 2017 tal delação foi homologada. Entretanto, as investigações contra os irmãos se seguiram, tomando forma na operação denominada “Tendão de Aquiles”, uma operação policial investigativa que possuiu por interesse descobrir o uso de informações privilegiadas e a manipulação do mercado financeiro pelas empresas JBS e FB Participações por meio de transações por elas realizadas no mercado de capitais.

¹ Também conhecido como “uso indevido de informação privilegiada” (WIEDMANN, 2012, p. 22), trata-se da comercialização de ações, debêntures, entre outros, denominados de valores mobiliários, na qual os *insiders*, valendo-se de informações privilegiadas que ainda não foram divulgadas para os demais investidores, ou seja, ainda não foram trazidas à conhecimento do público, auferem vantagem para si ou para outrem. Dessa forma, “o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008 apud WIEDMANN, 2012, p. 23). Segundo Scalzilli e Spinelli, *insider trading* se refere à utilização, por parte de uma pessoa que detém relação privilegiada com a companhia emissora, de uma dada informação, que seja considerada como sendo relevante e seja capaz de influenciar a negociação estabelecida no mercado de valores mobiliários, antes dessa ser divulgada ao público (SCALZILLI; SPINELLI, 2007 apud CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 144).

Dessa maneira, em vista daquilo que se instruíra a partir do Inquérito Policial nº 0006243-26.2017.403.6181, foi determinada a prisão preventiva dos irmãos Batista, uma vez que o inquérito conseguiu obter as provas necessárias para restar comprovado “a materialidade e indícios de autoria da prática do crime tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, crime conhecido por insider trading” (CABALINE, 2020, p. 67).

No relatório do HC, foi apresentado que o writ em questão interessou e foi ajuizado em nome de Wesley Mendonça Batista, relativo ao constrangimento ilegal referente ao indeferimento do pedido liminar disposto no Habeas Corpus anterior de nº 0003772-53.2017.4.03.0000, transcorrido no Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Além disso, o HC analisado também possuía relação com a manutenção da sentença de prisão preventiva decretada pelo Juízo Federal da 6ª Vara Criminal em São Paulo, exposta na Ação Cautelar nº 0012131-73.2017.4.03.6181.

Frente a isso, no teor da decisão prolatada ao HC nº 416.785/SP, o Ministro Relator Sebastião Reis Júnior defendeu a concessão da tutela de urgência requerida por Wesley Batista à Sexta Turma do STJ. Vale ressaltar que o motivo da impetração do HC analisado se deu porque a decisão monocrática do Tribunal Regional Federal da 3ª Região indeferiu a liminar acerca do writ anteriormente impetrado.

Então, como expôs o relator Ministro Sebastião Júnior, alegou-se que a prisão cautelar do réu, Wesley Mendonça Batista, foi colocada sem fundamento, perante a ausência de algum fato novo para a Justiça já nos autos primários da operação Tendão de Aquiles. Na mesma medida, propôs-se que era injustificada a presunção de reiteração delitiva, tendo em vista que nos autos do Inquérito Policial nº 0006243-26.2017.403.6181 ocorreu a exclusão do paciente, detentor do cargo de Diretor Presidente da empresa JBS, “das atribuições relacionadas ao objeto da investigação” (BRASIL, 2017, [p. 3]).

Além disso, dispôs-se que não havia nenhuma prova, relato ou documento indicando a possibilidade de fuga ou de aproveitamento de patrimônio no exterior pelo sentenciado, como também ressaltou-se a colaboração do réu para com a Justiça e a inexistência de análise de processo revisional em acordo firmado em 3 de maio de 2017.

Assim, o relatório sustentou que o paciente colaborou com todos os atos processuais, de sorte que não demonstrou nenhuma razão para haver uma interpretação de reserva ou de obstrução em suas atitudes. Também considerou que o poder e a capacidade econômica de Wesley eram conhecidos de antemão pelas autoridades, de tal maneira que no caso de receio de interferência ou de fuga, a medida cautelar relativa deveria ter sido decretada e requerida anteriormente.

No fim do relatório, o Ministro Relator Sebastião Reis Júnior apresentou a sustentação por parte dos impetrantes de que a aplicação de prisão preventiva contra Wesley Batista seria desproporcional, visto que a penalidade a ser aplicada ao delito por ele cometido seria mínima de um ano e não seria em regime fechado. Dessa forma, é colocado que:

Busca-se a superação do óbice da Súmula 691/STF em vista da flagrante ilegalidade da prisão decretada contra o paciente, a concessão de medida liminar a fim de que seja suspensa a custódia cautelar até o julgamento do mérito do writ, ou, subsidiariamente, seja substituída por medidas alternativas à prisão, nos termos do art. 319 do Código de Processo Penal (BRASIL, 2017, [p. 4]).

Por fim, é requerida a “concessão da ordem de habeas corpus para confirmar a medida liminar e revogar a prisão preventiva do paciente” (BRASIL, 2017, [p. 4]). Porém, caso ao final do julgado em questão se entenda pela não concessão do pedido acima descrito, é solicitado que a prisão preventiva seja substituída, quer por outra medida cautelar, quer pela prisão em domicílio.

Em sequência, o voto do ministro relator seguiu com o teor de que o caso analisado na ocasião, o Habeas Corpus nº 416.785 - SP, possuía caráter excepcional suficiente para superar a compreensão da Súmula 691 do Supremo Tribunal Federal (STF) adotada pelo STJ, segundo a qual não seria de competência do STF “conhecer de habeas corpus impetrado contra decisão do relator que, em habeas corpus requerido a tribunal superior, indefere a liminar” (BRASIL, 2003b). O magistrado também entendeu que houve demasiada desproporcionalidade na decretação da prisão preventiva para o paciente, muito embora tenha citado a compreensão contrária do Desembargador Federal, Maurício Kato, que indeferiu o pedido liminar feito no Habeas Corpus anterior, sustentando que deveriam ser aplicadas outras medidas cautelares, como por exemplo o seu afastamento da companhia.

Especificamente no que toca a prática de insider trading, o voto do Ministro-Relator Sebastião Júnior trouxe considerações e apontamentos relevantes acerca da suficiência de provas para a afirmação da materialidade e conduta delitiva, em razão da utilização ilícita de informações privilegiadas para a aquisição de vantagens. Como dissertou o magistrado, observou-se a situação de insider trading no instante em que ocorreu a venda de ações pela FB Participações, em conluio com a recompra de tais ativos pela JBS e a compra de contratos futuros em moeda de dólar com o aparato de informações confidenciais e privilegiadas obtidas nas negociações e colaborações premiadas com a justiça brasileira.

De acordo com informações do Ministério Público Federal (MPF), na ocasião em tratamento, a JBS teria um potencial de ganho na margem dos cem milhões de reais através da atuação com derivativos de câmbio e a subsequente valorização do dólar. Da mesma maneira, perante a venda e a recompra das ações - responsáveis pela desvalorização dos ativos -, segundo as estimativas do MPF, foram capazes de poupar da companhia uma perda patrimonial de cerca de 140 milhões de reais.

Na compreensão do desembargador Maurício Kato, todos os requisitos para a segregação cautelar de Wesley estavam presentes, bem como sustentou que não houve uma ostensiva ilegalidade na decisão tomada acerca da prisão, de tal forma que não caberia conceder a medida liminar requerida naquele momento. A medida cautelar fora solicitada em razão do Inquérito Policial nº 0006243-26.2017.403.6181, que, conforme já mencionado anteriormente, buscou averiguar a possível prática do ilícito de insider trading.

Dessa forma, por conta do Comunicado ao Mercado nº 02/2017, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) trouxe à público que procedimentos administrativos estavam sendo instaurados com o intuito de avaliar se as operações realizadas no mercado da bolsa de valores pela FB Participações S/A, mais especificamente no que tange à venda de ações da empresa JBS S/A, estariam dentro da legalidade, uma vez que o comportamento de venda e recompra de ações por parte das duas empresas, assim como a obtenção de contratos futuros e a termo de dólar, mostrava-se suspeito.

Além do mais, o Desembargador Federal expressou que, de acordo com o mesmo inquérito, notaram-se grandes oscilações nos preços de ativos e ações de empresas controladas pelo grupo JBS e J&F, no sentido da variação cambial dólar-real, como efeitos e consequências da mencionada colaboração premiada, a qual foi a público no dia 17 de maio de 2017.

Nesse sentido, seguiu a sua linha argumentativa comentando que, em função das informações privilegiadas detidas por Wesley Batista, haveria indícios suficientes para entender que ele estava comercializando ações pela FB Participações, além de estar comprando contratos não só futuros, mas também a termo de dólar no período de 24 de abril a 17 de maio daquele ano, aproveitando-se das informações privilegiadas que detinha por conta da delação, o que configura, por tal motivo, o delito de insider trading.

Dessa maneira, ele estaria, enquanto realizava as operações supracitadas, negociando acordo de colaboração premiada com a PGR. Por meio disso, estipula o Desembargador que no decorrer das negociações criminais iniciadas em março de 2017, com a assinatura de um termo de confidencialidade no dia 28 daquele mês e homologado em maio de 2017, o paciente teria feito o uso desses dados e informações para se aproveitar de

vantagens indevidas. Desse modo, destaca-se que os autos da investigação evidenciam provas suficientes para que tal prática fosse enquadrada no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76.

Brevemente, quanto à prisão preventiva, a decisão de Kato conteve o sentido de defendê-la, pelas razões de garantir a ordem pública e econômica e por assegurar o cumprimento da lei penal. Argumentou-se que a custódia cautelar se fundamentava em evitar que o paciente voltasse a praticar os delitos, visto que não havia nenhum indicativo de que a liberdade o faria ser honesto.

Finalmente, por meio da observação do voto do ministro-relator do Habeas Corpus nº 416.785 - SP, em comparação com o voto e a decisão do Desembargador Kato do TRF da 3ª Região, é possível notar que os crimes e as ilegalidades referentes ao plano econômico foram reconhecidos e punidos por ambos os magistrados. Porém, em contrapartida, o Ministro Sebastião Júnior compreendeu equivocada e exagerada a sentença de prisão preventiva, sustentada pelo Desembargador.

No sentido de acompanhar o entendimento do Desembargador, trazido no voto do Ministro relator e explicitado no tópico anterior, o Ministro Rogerio Schietti Cruz, responsável por proferir o voto vencedor e restar vencido o voto do relator, entendeu que não caberia, nesse caso em concreto, afastar a Súmula 691. Destacou, também, que por conta da magnitude do delito cometido, responsável por influenciar de maneira marcante o mercado financeiro, e pela reiteração delitiva, evidenciada já na decisão monocrática do Tribunal Regional da 3ª Região, a prisão preventiva de Wesley não se mostra “injusta nem absolutamente desnecessária”, de tal forma que entende, por tal motivo, não ser possível conceder a liminar e, conseqüentemente, intervir na competência do tribunal anterior para julgar o habeas corpus nele impetrado.

Levando a decisão em consideração, é possível perceber a importância que os delitos de insider trading assumem no cenário do mercado de valores mobiliários, uma vez que acabam por o desestabilizar, então podendo prejudicar terceiros e romper com toda a segurança e a confiança que deveria existir. Dessa maneira, a análise minuciosa de cada caso em concreto, como a realizada nas diversas ações judiciais transcorridas para avaliar a possibilidade de utilização indevida de informações privilegiadas por parte dos irmãos Batista, mostra-se essencial para garantir que o mercado funcione de forma eficiente, transparente e segura.

2 A POSITIVAÇÃO DO INSIDER TRADING NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

A fim de tornar possível uma discussão acerca da relevância e aplicabilidade do Direito Penal e, conseqüentemente, de penas privativas de liberdade em casos envolvendo a prática de insider trading, cabe estabelecer, em um primeiro momento, um sintético panorama de como tal conduta se encontra efetivamente positivada na legislação pátria.

Assim sendo, a primeira referência, ainda que superficial, acerca do insider trading no país, foi a Lei nº 4.728/65, que trouxe, em seu artigo 1º, a responsabilidade do Conselho Monetário Nacional em disciplinar o mercado financeiro e de capital, ao mesmo tempo que atribuiu ao Banco Central a função de fiscalização do mesmo. Frente a isso, em seu artigo 3º, inciso X, a legislação em análise trouxe que “Compete ao Banco Central: [...] X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso” (BRASIL, 1965).

Dessa forma, a legislação apenas condenava e sancionava condutas genéricas, sem estabelecer os parâmetros para que ocorresse uma efetiva fiscalização, sem que se delimitasse “os atos que podem configurar o privilegiamento de informações” (LEÃES, 1978 apud CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 147)².

² Destaca-se que o primeiro registro da prática de *insider trading* data do século XVII, com a formação das primeiras sociedades acionárias. Tornou-se possível visualizar um “clamor público contra abusos nas manipulações da Bolsa, o que deu causa à sua coibição mediante decretos de 1610” (FILHO; PEDREIRA apud CORDEIRO, 2013, p. 19), ou seja, certos grupos, que detinham informações privilegiadas, realizaram uma negociação de suas ações, prejudicando os investidores que não possuíam acesso às mesmas, investidores esses que passaram a denunciar a prática (WIEDMANN, 2012, p. 25). Frente a isso, é importante citar o “fenômeno conhecido como separação entre propriedade acionária e gestão” (CORDEIRO, 2013, p. 20-21). Inicialmente, o indivíduo responsável por fundar a empresa assumia, na maioria dos casos, a posição de acionista controlador, podendo dispor sobre as atividades da própria companhia mediante o seu interesse, de maneira que as noções de empresa e empresário e de administração e capital eram confundidas. Porém, com o advento da Segunda Guerra Mundial (1939-1945) e a formação de “uma nova ordem econômica e social” (CORDEIRO, 2013, p. 21), a complexidade das relações empresariais aumentaram, o que fez com que uma gestão empresarial estruturalmente organizada se tornasse essencial. Com isso, a administração da empresa passou a ser cedida a profissionais especializados e capacitados, fazendo surgir a figura dos administradores. Foi justamente com a alteração na gestão que se possibilitou uma utilização das informações privilegiadas da empresa de forma desleal por parte dos responsáveis pela administração, detentores de maior conhecimento, garantindo-lhes uma “superioridade, em comparação com as outras pessoas que não possuíam o mesmo fácil acesso” (MUSSNICH, 1979 apud CORDEIRO, 2013, p. 22) a informações.

Foi apenas com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações (S.A.) que a prática do insider trading foi sistematizada e melhor disciplinada pelo ordenamento brasileiro, de forma “a estabelecer sanções civis e administrativas aos insiders” (CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 148). Dessa maneira, foram estabelecidos deveres para os administradores, de forma a garantir um melhor funcionamento do mercado e evitar a prática do ilícito em questão.

O art. 155 desta lei estabelece que “o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo” (BRASIL, 1976b). A disposição faz surgir o dever de lealdade dos administradores para com a empresa na qual trabalham, de maneira a guardar para si as informações que obtiveram durante o exercício da sua função e que envolvam a companhia.

Ademais, o §1º desse mesmo artigo estabelece o dever de sigilo, de maneira que o administrador assume a responsabilidade de manter em sigilo as informações que ele possuir em razão de sua posição na companhia e que ainda não tiverem sido divulgadas ao público do mercado. O parágrafo veda, ainda, a utilização de tal informação privilegiada por parte do administrador para obter vantagem indevida, seja para si, seja para terceiro, no momento de negociação de valores mobiliários, devendo o administrador ter a cautela, conforme estabelece o §2º, para que a violação não ocorra “através de subordinados ou terceiros de sua confiança” (BRASIL, 1976b), tendo também, conseqüentemente, o dever de zelo. Dessa forma, o dever de sigilo, conseqüência do dever de lealdade, traz a vedação, de maneira expressa, do insider trading, juntamente com o §4º do art. 155, incluído pela Lei nº 10.303, de 2001, que também estabelece tal vedação.

Assim sendo, entende-se que o administrador possui o dever de “ser leal à companhia, devendo manter segredo sobre os negócios que dela fazem parte; não se aproveitar de oportunidades pelo conhecimento obtido em razão de sua função (insider trading); não agir de forma a conflitar os seus interesses pessoais aos da companhia” (TEIXEIRA, 2018, [p. 239]).

É estabelecido ao administrador, também, o dever de informar, que se encontra expressamente previsto no art. 157 da Lei das S.A. Frente a isso, cabe destaque o §4º, que estabelece a obrigatoriedade dos administradores de companhias abertas de informar a respeito de alterações ou informações relevantes que ocorram na empresa e nos seus negócios que possam vir a influenciar na decisão de possíveis futuros acionistas durante as suas negociações no mercado de valores mobiliários.

O dever de informar permite, mais uma vez, que a prática do insider trading seja condenada em nosso ordenamento, uma vez que corresponde ao “uso de informações internas e/ou sigilosas para obtenção de vantagem” (CRUZ, 2018, [p. 450]). Dessa maneira, há a omissão, para determinados indivíduos, de informações relevantes, as quais o administrador deveria ter divulgado de maneira igualitária e que, por tal motivo, auferem maior vantagem para uma certa pessoa, colocando os indivíduos interferentes no mercado de valores mobiliários em posições de demasiada desigualdade³.

Dessa maneira, é entendido que a prática ilícita de utilização abusiva de informações privilegiadas, no âmbito administrativo, pode ser realizada por qualquer agente atuante no mercado de capitais⁴, ou seja, qualquer pessoa que obtiver e utilizar de maneira abusiva dessas informações durante a negociação no mercado de valores mobiliários pode ser punida administrativamente.

Assim sendo, surge a importância da Lei nº 6.385/76 (Lei de Mercados de Valores), responsável por criar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que assumiu a responsabilidade de fiscalizar e verificar se atos ilegais estão sendo praticados, não só por administradores, mas também por “membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado” (CORDEIRO, 2013, p. 98), aplicando aos autores da prática ilícita as penalidades que encontram previsão no art. 11 dessa mesma lei, sem prejudicar uma possível responsabilização civil e/ou penal. Entretanto, a Comissão de Valores Mobiliários assumiu proporção diversa da SEC, uma vez que ela mesma não possui legitimidade para ajuizar

³ Situação que conduziria a uma falha de mercado, em razão da existência de assimetrias de informação, que ocorrem quando é observado um conhecimento desigual das informações por parte dos compactuantes do contrato econômico, levando ao rompimento com o equilíbrio e eficiência do mercado e das trocas nele realizadas. A conceituação de assimetrias de informação está, como restou demonstrado, intrinsecamente relacionada com a prática do *insider trading*, já que as vantagens ilícitas que o *insider* obtém ocorrem, justamente, por conta da sua capacidade de manipular essas assimetrias de forma a favorecer a si próprio nas relações que estabelece no mercado de valores mobiliários.

⁴ Os *insiders* podem se dividir em *corporate insiders*, *temporary insiders* e *traders*, também conhecidos como *tippers* ou *tippees* (AUGUSTO, 2004 apud RODRIGUES, 2016, p. 216). Os primeiros também podem ser designados de *insiders* primários e correspondem a indivíduos que possuem determinada relação baseada na confiança estabelecida com a companhia, como por exemplo os administradores, os diretores da empresa e até mesmo seus funcionários. Já os segundos, correspondem aos indivíduos que, de maneira temporária e eventual, desenvolvem relações com a empresa, de forma que obtém informações privilegiadas a respeito da mesma, como por exemplo advogados e consultores. Por último, os *tippees*, também denominados de *insiders* secundários, são os indivíduos que, apesar de não se encaixarem nas classificações anteriores, recebem de maneira direta ou indireta informações privilegiadas a respeito da companhia e realizam, a partir dessas, operações no mercado de valores mobiliários.

ações de responsabilidade civil contra os administradores (CARVALHOSA, 2009, p. 348).

Ademais, a Lei de Mercados de Valores estabelece, em seu art. 9º, §6º, que a Comissão de Valores Mobiliários pode fiscalizar e punir, como explicitado acima, as condutas fraudulentas ou ilegais que gerarem danos a indivíduos que residam no Brasil, não sendo relevante a localidade da ocorrência do ilícito, ou quando a prática tiver efetivamente ocorrido no país. Disso, podemos depreender que “a definição da competência punitiva da CVM não se prende ao local da realização do ilícito, mas sim à territorialidade dos efeitos lesivos deste” (MACIEL; MARTIN, 2014, [p. 13]).

As penalidades administrativas passíveis de serem aplicadas aos infratores encontram disposição, conforme já mencionado, no art. 11 da Lei nº 6.385/76, e possuem diversos níveis aflitivos, indo desde a mera advertência até a suspensão, de forma temporária, de certos direitos, como por exemplo o direito de exercício livre e desimpedido do administrador em sua profissão. Dessa maneira, a instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, ao disciplinar o insider trading, estabelece, em seu art. 18, que tal prática corresponde a uma infração grave, não podendo ser punida com a penalidade menos severa, a advertência, cabendo apenas a imputação das demais sanções.

Por último, cabe destacar que a sanção de multa administrativa, que pode ser aplicada de forma isolada ou cumulativa na punição da utilização abusiva de informações privilegiadas, não se presta para ressarcir o dano e satisfazer os interesses individuais dos prejudicados pela conduta ilícita, mas apenas busca desencorajar a continuidade dessa prática, a fim de restaurar a efetividade, bom funcionamento, seguridade e confiança do mercado de valores mobiliários. Portanto, caso os indivíduos lesados pretendam ressarcir os danos que sofreram, precisam propor ação de responsabilidade civil, conforme explicaremos a seguir, mas a penalidade administrativa de multa pela CVM, dentre todas as demais sanções administrativas, civis e penais, é a mais aplicada no contexto brasileiro para penalizar a utilização indevida de informações privilegiadas (CORDEIRO, 2013, p. 102).

A Lei nº 6.385/76, em seu art. 12, estabelece que, se a CVM, ao realizar a sua tarefa de investigação e fiscalização, produzir um inquérito administrativo que evidencie a ocorrência de um crime de ação pública, a mesma comunicará ao Ministério Público, que ficará responsável por ajuizar a ação penal, podendo a CVM participar como assistente de acusação. Porém, foi apenas com a Lei nº 10.303/01 que a responsabilidade penal frente à prática da conduta ilícita de insider trading passou a encontrar previsão no

ordenamento jurídico brasileiro, quando foi acrescentado o art. 27-D à Lei de Mercados de Valores⁵.

O dispositivo estabelece que será aplicada a pena de reclusão, que pode variar de 1 a 5 anos, e multa equivalente a até 3 vezes o valor obtido no crime por meio de vantagem ilícita para os casos de uso indevido de informações privilegiadas. Condena-se, assim, a utilização de “informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada no mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

Cabe destacar que, antes da criação da norma supracitada, o *insider trading* era equiparado aos crimes de estelionato, que encontram previsão no art. 171 do Código Penal (BRASIL, 1940). Porém, mesmo após a sua tipificação, ainda podem ser realizadas diversas discussões a respeito da classificação da prática de utilizar informações privilegiadas de maneira indevida para obter vantagens no mercado de valores mobiliários como crime.

Inicialmente, o art. 27-D trazia a necessidade de que o sujeito criminoso tivesse a obrigação de manter o sigilo das informações privilegiadas da companhia, caracterizando o delito como próprio, ou seja, exigia-se uma

⁵ Destaca-se que há a possibilidade de responsabilização civil pela prática do *insider trading*, podendo os prejudicados receber indenização por perdas e danos e verem, assim, seus interesses individuais protegidos. A responsabilidade foi transferida para os administradores, cabendo a eles impedir que a prática ocorra e cumprir com os seus deveres de lealdade, sigilo, zelo e de informar, a fim de “evitar que o investidor prejudicado ficasse à procura de quem responsabilizar pelo ato ilícito” (BRASIL, 1978, [p. 7]), sendo que esses poderiam, posteriormente, exigir o valor que tiveram de despende à quem efetivamente praticou o ato ilícito em questão, em respeito ao art. 934 do Código Civil, entrando com uma ação de regresso, exceto se o responsável efetivamente pelo dano for descendente do que ressarcir ou possuir alguma incapacidade civil, seja absoluta ou relativa.

A Lei nº 10.303/01 possibilitou que a reparação por perdas e danos pudesse ser pleiteada a “qualquer pessoa que se tenha utilizado de informações sigilosas ou reservadas, de caráter relevante, para negociar com valores mobiliários no mercado de capitais no período anterior à divulgação, pelos canais institucionais, dos respectivos fatos ou negócios” (CARVALHO, 2009, p. 314), ou seja, basta que haja uma demanda particular do indivíduo, do Ministério Público (possibilidade trazida pela Lei nº 7.913/89) ou da Associação de Investidores para pleitear o ajuizamento de uma Ação Civil Pública (MACIEL; MARTIN, 2014, [p. 15]). Poderia a companhia afetada, também, independentemente da propositura de ação de responsabilidade civil por terceiros (art. 159, §7º da Lei das S.A.), ajuizar ação de responsabilidade civil contra o administrador, a fim de recuperar eventuais danos que lhe foram causados, decorrentes de uma “publicidade negativa derivada da revelação do caso de *insider trading* ao público e da eventual diminuição da sua capacidade de recorrer à poupança popular na captação de recursos” (CORDEIRO, 2013, p. 96-97), por exemplo, com respaldo nos arts. 158 e 159 da Lei das S.A., de forma que os administradores respondem civilmente pelos prejuízos que suas ações trouxeram durante o exercício de suas atividades, com culpa ou dolo, ou caso viole a lei ou o estatuto da empresa.

condição especial do agente criminoso. Dessa forma, apenas podiam ser submetidos à responsabilização penal os insiders primários, que já foram definidos anteriormente no presente artigo.

Estabelecia-se também que os insiders secundários apenas seriam responsabilizados penalmente quando houvesse uma lei que os obrigasse a manter o sigilo, como ocorre com advogados e contabilistas. Isso é estabelecido na instrução CVM nº 358/02, no art. 8º, de maneira que não caberia responsabilização criminal caso um terceiro, por motivo fortuito, acabasse por ter acesso à informação privilegiada e sigilosa, uma vez que ele não possuía a obrigação de guardar o sigilo da mesma.

Porém, caso seja o insider o responsável por transmitir a informação sigilosa a um terceiro, ele deve cumprir com o seu dever de zelo e garantir que o terceiro em questão também mantenha o sigilo da mesma, pois caso ele não o faça, ambos respondem solidariamente pela utilização indevida dessa informação.

Entretanto, com a Lei nº 13.506, de 2017, a expressão fora removida, encerrando uma longa discussão doutrinária a respeito. A obrigatoriedade do indivíduo de ter de manter o sigilo da informação foi transformada em agravante da pena, estando prevista no §2º, art. 27-D, de forma que a pena é aumentada em $\frac{1}{3}$ nos casos de o indivíduo ter conhecimento da informação privilegiada e ter a obrigação de manter a mesma em sigilo.

Uma outra discussão doutrinária a respeito da tipificação do insider trading como crime envolve a sua adequação como crime formal, para o qual basta que houvesse ocorrido a conduta criminosa, ou como crime material, para o qual seria necessário avaliar o resultado produzido pela atividade. Frente a isso, a maior parte da doutrina entende se tratar de um crime formal, diferenciando a prática do estelionato, que se enquadra como crime material. É colocado que “o tipo penal não exige que o autor efetivamente obtenha a vantagem indevida, bastando que a informação privilegiada, caso utilizada na negociação de valores mobiliários, possa potencialmente acarretar benefício econômico” (LUCCHESI, 2011 apud WIEDMANN, 2012, p. 47). Dessa maneira, é entendido que o mercado econômico, em seu funcionamento, não costuma produzir resultados de maneira imediata, de tal forma que a conduta criminal não poderia ficar condicionada à “consumação do resultado esperado” (WIEDMANN, 2012, p. 47).

Ainda nesse sentido, podemos trazer o Projeto de Lei nº 236, de 2012, que ao propor a reforma do Código Penal brasileiro, pretendeu transformar o crime de insider trading em material, exigindo que haja a auferição de vantagem por parte do autor para que ele possa ser criminalmente responsabilizado e enquadrado na tipificação. Porém, conforme coloca o relator Senador Pedro Taques, em seu parecer nº 1.576, de 2013, passar o

crime em questão de formal para material seria ir em sentido contrário à própria motivação que levou à tipificação da conduta criminoso, defendendo, assim, que a prática, por não afetar somente os investidores prejudicados, mas também todo o funcionamento do mercado, compromete a confiança, transparência e segurança das relações nele estabelecidas, de forma que para manter um bom funcionamento, seria irrelevante “que a vantagem almejada pelo insider não seja obtida em razão, por exemplo, de condições de mercado desfavoráveis” (WELLISCH, 2012).

O dispositivo em questão estabelece a necessidade de que a informação divulgada e utilizada para obter vantagem seja relevante. Frente a isso, a Instrução nº 358/02 da CVM opera no sentido de regulamentar as espécies de informações divulgadas e utilizadas no tocante às companhias abertas, bem como no contexto de aquisição e venda de valores mobiliários.

De tal sorte, a Instrução elenca no art. 2º o que se entende por “ato ou fato relevante” (BRASIL, 2002a), preocupando-se justamente com os possíveis impactos socioeconômicos causados pela divulgação, ou pela não divulgação, de determinadas informações de grandes companhias.

O princípio do *non bis in idem*, derivado do direito romano, estabelece que um indivíduo não poderia ser processado, julgado e penalizado repetidamente pela mesma conduta. Apesar desse princípio não encontrar previsão expressa no ordenamento jurídico brasileiro, ele é amplamente discutido e aceito pela doutrina, sendo um “corolário do ideal de justiça” (IMMICH; MEDEIROS, 2015).

Ademais, o princípio foi evidenciado e aceito pelo Supremo Tribunal Federal no julgamento do habeas corpus HC 0071052-26.2007.3.00.0000 SP, cujo relator foi o Ministro Ilmar Galvão. Dessa maneira, entendeu-se que “a incorporação do princípio do *ne bis in idem* ao ordenamento jurídico pátrio, ainda que sem o caráter de preceito constitucional, vem, na realidade, complementar o rol dos direitos e garantias individuais já previstos pela Constituição Federal” (BRASIL, 2003a).

Porém, a Lei nº 6.385/76, em seu art. 9º, inciso VI, estabelece que a penalização administrativa, nos termos do art. 11 dessa mesma lei, conforme já explicado anteriormente, não impossibilita que sejam aplicadas sanções civis ou penais por meio de responsabilização do responsável pela prática de insider trading. Assim sendo, observamos uma flexibilização do princípio do *non bis in idem*, uma vez que o administrador, por exemplo, pode ser condenado em âmbito administrativo, civil e penal por conta de sua conduta ilícita na utilização indevida de informações privilegiadas. Dessa forma, ele apenas não poderia ser condenado a duas penas administrativas ou duas penas criminais por conta de uma mesma conduta-crime, mas a acumulação dessas seria permitida (CORDEIRO, 2013, p. 108).

3 A ECONOMIA, O DIREITO E A EXPANSÃO DO DIREITO PENAL EVIDENCIADA POR SILVA SÁNCHEZ

Em um contexto de grande crescimento da atividade econômica, passou-se a propagar a ideia de uma economia liberal que impedia a intervenção do Estado na economia. Entretanto, com a grave crise econômica de 1929, a liberdade exagerada dada ao setor econômico começou a ser vista como perigosa, de maneira que visando limitá-la, o Estado buscou realizar uma maior interferência na economia.

Frente a isso, Sánchez, em seu livro “A Expansão do Direito Penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais” (SILVA SÁNCHEZ, 2013), apresentou que, nas sociedades pós-industriais, tornou-se possível observar uma espécie de retrocesso no âmbito dos riscos permitidos, de modo que, ao buscar uma maior segurança, acaba-se por considerar muitas liberdades como perigosas, o que leva à uma maior restrição de liberdades, inclusive da econômica mencionada acima. Por ser a função prima de estabelecimento das mais severas restrições ser associada ao Direito Penal, este acaba por enfrentar, atualmente, uma grande expansão e administrativização⁶, principalmente com a tipificação dos crimes que envolvem o cenário econômico, deixando de afetar somente os crimes cometidos pelos powerless (indivíduos que integram classes sociais menos favorecidas), mas criminalizando, também, as condutas ilícitas cometidas no universo criminológico dos powerful.

Foi justamente com tal mudança e a conseqüente maior tendência de se observar maiores intervenções advindas do Estado, seja de forma direta ou indireta, para regulamentar o mercado quando sua autorregulação se mostra falha, o que possibilita os mais diversos e eventuais riscos, que surgiu a necessidade para uma tipificação da prática de insider trading enquanto conduta ilícita. Porém, estabelecendo uma análise crítica a respeito do assunto, o problema residiria não na expansão do Direito Penal em si, mas da aplicação de penas privativas de liberdade, como ocorrido no caso da JBS frente aos irmãos Batista, que se mostram, atualmente, ineficientes e falhas em sua função, acabando por apenas agravar a própria delinquência, conforme estabelece Michel Foucault (FOUCAULT, 1999).

Nesse sentido, Henry G. Manne, pioneiro na formação da disciplina de direito e economia, foi responsável pela publicação das obras *Insider Trading and the Stock Market* e *In Defense of Insider Trading* (CORDEIRO, 2013, p. 14), em 1966, nas quais propôs que a prática de insider trading

⁶ Entendida como sendo a “transferência da proteção de bens jurídicos do Direito Administrativo para o Direito Penal” (RODRIGUES, 2016, p. 231).

deixasse de ser regulamentada pela legislação, afirmando justamente que a mesma seria responsável por possibilitar que o mercado crescesse, sendo contra a sua punição pelo ordenamento (BAINBRIDGE, 2000, p. 5). Entretanto, a discussão que se instiga não se trata da desregulamentação e, conseqüentemente, não punibilidade, da prática de insider trading, mas sim, de punições alternativas, que não envolvam a aplicação de penas privativas de liberdade, ou até mesmo, do próprio Direito Penal.

A título de exemplificação, a legislação americana sobre o assunto⁷, fomentou a regra do “short-swing profit” (WIEDMANN, 2012, p. 29), que fazia com que os insiders tivessem de restituir os lucros obtidos por meio da prática ilícita. Apesar dessa legislação ter sido amplamente criticada, uma vez que acabava por excluir da aplicação legal os casos em que as informações privilegiadas eram obtidas de segunda mão, e não pelos administradores ou acionistas de destaque e por não outorgar à “SEC o poder de penalizar os infratores” (WIEDMANN, 2012, p. 29) que cometessem a prática de insider trading, servindo, na prática, apenas para aterrorizar os indivíduos que eram detentores de tais dados privilegiados e sigilosos, ela nos trouxe um exemplo de sanção que poderia ser aplicada, sem envolver o aprisionamento dos insiders e que poderia, na prática, ser muito mais eficiente para conter tais condutas ilegais.

Assim sendo, podemos concluir que o Estado regulador administrativo deve estabelecer um diálogo com o Estado detentor do jus puniendi, de forma a aplicar a melhor sanção para o caso prático de insider trading. Dessa forma, é entendido que a aplicação de pena privativa de liberdade, além de se mostrar falha no contexto prisional geral brasileiro, não seria a mais adequada para esses tipos de crime, uma vez que ela sequer seria a intervenção estatal mais temida pelos agentes responsáveis pela prática ilícita (RODRIGUES, 2016, p. 232-234).

Desse modo, caberia tentar aplicar uma sanção persuasiva adequada e, caso ela se mostrasse falha, poder-se-ia recorrer, em ultima ratio, para as demais possibilidades sancionatórias, aplicando uma responsive regulation. Por conseguinte, Ian Ayres e John Braithwaite elaboraram uma espécie de pirâmide de intervenção, na qual existiriam graus diferentes de penalidades a serem aplicadas, de menor grau a maior grau, como por exemplo persuasão, advertência, sanção civil, sanção penal, suspensão da licença e, posteriormente, revogação da mesma (AYRES; BRAITHWAITE, 1992, p. 35).

⁷Qual seja, a Seção 16 (b) do *Securities Exchange Act*, de 1934.

4 CONSTITUIÇÃO FEDERAL DE 1988, ORDEM ECONÔMICA E A POSSÍVEL INTERFERÊNCIA ABUSIVA DO ESTADO REGULADOR

A Constituição Federal de 1988 estabelece que a intervenção do Estado no mercado será mínima, buscando apenas garantir que haja um bom funcionamento do mesmo, ou seja, apenas se volta a “prevenir e corrigir os desvios e abusos dos agentes econômicos que ponham em questão a segurança do próprio mercado” (RODRIGUES, 2016, p. 220)⁸.

Porém, em uma análise crítica realizada por André Santa Cruz, tem-se que, por se tratar de um mercado, ao menos em tese, liberal, a utilização por parte de um investidor de informações que ainda não foram divulgadas para o público não seria algo errado por si só, uma vez que é a função deles, ao garantir o funcionamento do mercado de valores mobiliários, utilizarem-se de todas as informações acessíveis, inclusive as ainda sigilosas, para realizarem os seus investimentos da maneira mais eficiente possível. Para ele, o que importaria, na realidade, é que essas informações, sigilosas ou não, não fossem obtidas de forma ilícita, por meio de fraude ou violência, por exemplo (CRUZ, 2018, [p. 451-452]).

Ele estabelece, também, que pelo fato de que a noção da prática de insider trading enquanto crime ser razoavelmente recente e não muito explícita ou clara, muitas vezes responsável por gerar as mais diversas controvérsias, como já abordado anteriormente, cria-se uma grande insegurança jurídica. Isso possibilitaria ao Estado regulador influenciar no mercado econômico de capitais de maneira abusiva, podendo punir um investidor que obteve sucesso de forma legítima e honesta por não conseguir “diferenciar de forma clara e objetiva o insider trading que deve ser punido e as pesquisas especulativas legítimas feitas por um investidor” (CRUZ, 2018, [p. 452]).

Portanto, cabe realizar uma análise minuciosa com relação a interferência estatal na economia, a fim de evitar que uma expansão do Direito Penal, abordada no tópico anterior, possibilite que o Estado seja autoritário frente às relações no mercado de valores mobiliários e acabe por prejudicar o próprio funcionamento eficiente e eficaz do mesmo, podendo até mesmo configurar um abuso de sua competência de “fiscalização, incentivo e planejamento” (BRASIL, 2020, art. 174, p. 107) da atividade econômica,

⁸ Pontua-se que a opção do legislador de não possibilitar a anulação da operação derivada da prática de *insider trading* e apenas permitir que haja o ressarcimento dos danos causados mediante ajuizamento de ação civil, conforme já explicado, vem justamente para evitar que seja gerada uma insegurança para os investidores, uma vez que a estabilidade do mercado de valores mobiliários seria rompida, de tal forma que a reparação do dano por meio de indenização era preferível à um possível rompimento com a lógica e segurança do mercado de ações.

mediante o respeito ao princípio da legalidade, estabelecida no art. 174 da Constituição Federal de 1988. Dessa forma, discute-se a possibilidade dos estatutos das sociedades anônimas de capital aberto punirem seus administradores pelo compartilhamento de informações sigilosas, ou seja, pela prática de insider trading, que acarretaria uma quebra de confiança (CRUZ, 2018, [p. 452]), não só entre a empresa e os administradores, mas também entre o próprio mercado de capitais e a empresa, podendo se mostrar enquanto viável alternativa à punição exacerbada do Estado, diminuindo a interferência negativa desse no mercado e na economia.

CONCLUSÃO

Ao analisar a prática do insider trading, buscou-se desenvolver conceitos que correlacionam os campos da Economia e do Direito a partir da análise de possíveis falhas na estrutura jurídica do mercado e estabelecendo a conceituação preliminar do que se trataria a dita assimetria de informações. Posteriormente, buscou-se definir o instituto em questão como sendo o aproveitamento errôneo de informações privilegiadas com o intuito de auferir vantagem para si ou para terceiros, assim como diferenciar os tipos possíveis de insiders.

Aprofundando um pouco mais a temática, construiu-se uma perspectiva acerca do contexto histórico de surgimento de tal prática, com destaque para a progressão da mesma no cenário estadunidense, que se mostrou o país pioneiro a considerar o insider trading como conduta ilícita e puni-lo nas esferas administrativa, civil e penal. Para tanto, analisou-se o surgimento da SEC e de dispositivos normativos que buscavam dispor sobre a prática e fiscalizá-la, como consequência do cenário de crise financeira mundial trazido pela quebra da bolsa de Wall Street e Grande Depressão.

A posteriori, o artigo passou a desenvolver uma análise normativa do contexto de tipificação e normatização do insider trading na legislação brasileira, trazendo a descrição de importantes dispositivos legais, como por exemplo a Lei 6.404/76, mais conhecida como Lei das Sociedades por Ações, que foi responsável por atribuir deveres aos administradores, como por exemplo o dever de lealdade, sigilo, zelo e de informar, além de possibilitar que fossem aplicadas sanções administrativas e civis para os indivíduos culpabilizados de cometer a prática ilícita em questão.

Frente a isso, partindo para os tipos de responsabilização, começou-se analisando a administrativa, para a qual a Lei nº 6.385/76, conhecida como Lei de Mercados de Valores, assume demasiada importância. Isso ocorre porque a mesma não só foi responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mas também lhe forneceu a atribuição

de fiscalizadora, de tal maneira que a CVM passou a ser incumbida de verificar se a prática ilícita do insider trading estaria ocorrendo e, caso a ocorrência fosse comprovada, poderia aplicar aos autores as penalidades do art. 11 dessa mesma lei, que variam, em nível afinitivo, a depender do caso em concreto. Destaca-se, também, que a penalidade administrativa de multa, sendo a sanção mais aplicada, não se presta para satisfazer as necessidades individuais dos prejudicados pelo delito, mas para desencorajar a continuidade do mesmo, visando restabelecer a efetividade e segurança do mercado de valores mobiliários.

Em contrapartida, ao abordar a responsabilização civil, a pesquisa salientou a possibilidade dos prejudicados, de certa forma excluídos da responsabilização administrativa, serem indenizados por perdas e danos inerentes da atividade delitiva de insider trading. Ademais, enfatiza-se a admissibilidade da própria companhia impetrar ação de responsabilidade civil contra os seus administradores que, no exercício de sua função, agirem de maneira culposa, dolosa ou a violar a legislação ou o estatuto empresarial, e trouxerem prejuízos à empresa por conta da utilização ilegal de informações privilegiadas.

Em última instância, no tocante à análise da responsabilização penal, com destaque para o artigo 27-D, incluído pela Lei nº 10.301/01 à Lei de Mercados de Valores, responsável por tipificar expressamente a conduta de insider trading e estabelecer que ela poderia ser punida com pena de reclusão, aduz-se que o crime de insider trading, apesar de sua inclusão em dispositivos legais das mais variadas naturezas, segue incitando controvérsias, sendo de especial relevância a possibilidade de responsabilização não apenas penal, mas também administrativa, possibilitando a discussão sobre a hipótese de afastamento do princípio bis in idem.

Em uma perspectiva crítica, depreende-se a partir da teoria de Silva Sánchez (2013), que a expansão do Direito Penal consta atrelada e possui enquanto uma de suas consequências a amplificação da tipificação dos crimes que estão relacionados com o cenário econômico, de forma a criminalizar as condutas ilícitas assumidas pelos agentes detentores do poder e do capital. A possível problemática analisada centrou-se, sobretudo, na expansão da aplicação das penas privativas de liberdade, de tal forma que sustentou-se a realização de análises concretas, a fim de aplicar uma responsive regulation, sendo necessária a avaliação de cada caso jurisprudencial, de modo a optar pela melhor opção sancionatória, discutindo-se, inclusive, a necessidade de garantir que a interferência estatal no âmbito da economia ocorra apenas quando for necessária, com o intuito de manter o funcionamento eficiente e seguro do mercado de valores mobiliários.

Por fim, a análise do Habeas Corpus nº 416.785, conhecido por ter sido o primeiro caso em que os indivíduos culpabilizados pela prática da conduta ilícita de insider trading foram presos, retratou a prisão preventiva prolatada aos irmãos Wesley e Joesley Batista, controladores das empresas JBS S/A e FB Participações S/A, que após terem realizado uma delação premiada para a Procuradoria Geral da República, utilizaram de informações privilegiadas para manipular o mercado de valores mobiliários a seu favor, evitando grandes perdas e auferindo lucros com a venda e recompra de ações, assim como com a aquisição de contratos futuros e a termo de dólar.

Portanto, como ilustrado a partir do caso em evidência, no qual a aplicação da medida cautelar de prisão preventiva mostrou-se essencial, a prática de insider trading pode acarretar alterações e prejuízos consideráveis para o sistema financeiro e mercado de ações, de tal forma que a sua tipificação se mostra essencial para que esses continuem a ser eficientes, seguros e transparentes. Porém, o que incita discussão é justamente a necessidade de uma análise ampla e elaborada no âmbito concreto e verificação de quais casos o Estado deve realmente interferir e punir severamente com a pena privativa de liberdade, de modo a contrabalançar as interferências negativas que podem ser trazidas pela conduta criminosa do insider trading e a interferência abusiva do Estado no cenário de investimentos brasileiro.

REFERÊNCIAS

AYRES, I.; BRAITHWAITE, J. **Responsive regulation**: transcending the deregulation debate. New York: Oxford University Press, 1992. Disponível em: <http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2021.

BAINBRIDGE, S. M. **Insider trading**: an overview. Califórnia: UCLA School of Law, 2000. Disponível em: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?=&=289004112008115095021126108098028099057007057017006013098031066005024113031095094127100090073016075022086018071092084001004113125107093064010116000090076005125109020005118084079098082008&EXT=pd-f&INDEX=TRUE>. Acesso em: 8 nov. 2021.

BEZERRA, G. V. **A aplicabilidade da lei penal nos crimes de insider trading no Brasil**. Trabalho de Conclusão de Curso de Direito, Faculdade Doctum de Guarapari, Espírito Santo, 2019. Disponível em: <https://dspace.doctum.edu.br/bitstream/123456789/2881/1/A%20APLICABILIDADE%20DA%20LEI%20PENAL%20NOS%20CRIMES%20DE%20INSIDER%20TRADING%20NO%20BRASIL.pdf>. Acesso em: 31 out. 2021.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm. Acesso em: 1 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm. Acesso em: 30 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976a**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 2 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976b**. Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989**. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/17913.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002a**. 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, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 9 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002b**. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 1 nov. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Habeas Corpus HC 0071052-26.2007.3.00.0000 SP**. HABEAS CORPUS. PACIENTE ABSOLVIDO EM PRIMEIRA INSTÂNCIA. PRELIMINAR DE INCOMPETÊNCIA, NÃO SUSCITADA NA APELAÇÃO DO MINISTÉRIO PÚBLICO, ACOLHIDA DE OFÍCIO PELO TRIBUNAL, POR TRATAR-SE DE NULIDADE ABSOLUTA. ALEGAÇÃO DE QUE A SENTENÇA ABSOLUTÁRIA TRANSITOU EM JULGADO EM TUDO AQUILO QUE NÃO FOI OBJETO DO RECURSO DO PARQUET. PRETENSÃO DE APLICAÇÃO DA SÚMULA 160/STF, COM A MANUTENÇÃO DA ABSOLVIÇÃO DIANTE DA IMPOSSIBILIDADE DE HAVER NOVA DECISÃO MAIS GRAVOSA AO RÉU. O Tribunal, ao julgar apelação do Ministério Público contra sentença absolutória, não pode acolher nulidade - ainda que absoluta -, não veiculada no recurso da acusação. Interpretação da Súmula 160/STF que não faz distinção entre nulidade absoluta e relativa. Os atos praticados por órgão jurisdicional constitucionalmente incompetente são atos nulos e não inexistentes, já que proferidos por juiz regularmente investido de jurisdição, que, como se sabe, é una. Assim, a nulidade decorrente de sentença prolatada com vício de incompetência de juízo precisa ser declarada e, embora não possua o alcance das decisões válidas, pode produzir efeitos. Precedentes.

A incorporação do princípio do *ne bis in idem* ao ordenamento jurídico pátrio, ainda que sem o caráter de preceito constitucional, vem, na realidade, complementar o rol dos direitos e garantias individuais já previstos pela Constituição Federal, cuja interpretação sistemática leva à conclusão de que a Lei Maior impõe a prevalência do direito à liberdade em detrimento do dever de acusar. Nesse contexto, princípios como o do devido processo legal e o do juízo natural somente podem ser invocados em favor do réu e nunca em seu prejuízo. Por isso, estando o Tribunal, quando do julgamento da apelação, adstrito ao exame da matéria impugnada pelo recorrente, não pode invocar questão prejudicial ao réu não veiculada no referido recurso, ainda que se trate de nulidade absoluta, decorrente da incompetência do juízo. Habeas corpus deferido em parte para que, afastada a incompetência, seja julgada a apelação em seu mérito. Relator: Ministro Ilmar Galvão. Julgado em 20 de fevereiro de 2003a. Disponível em: <https://stf.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/771653/habeas-corporum-hc-80263-sp/inteiro-teor-100487808>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Súmula 691**. Aprovada em 24 de setembro de 2003b. Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/seq-sumula691/false>. Acesso em: 17 nov. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário 502.915-8 - São Paulo**. Competência: Justiça Estadual: processo por crime contra a ordem econômica previsto no art. 1º da L. 8.176/91 (venda de combustível adulterado); inexistência de lesão à atividade de fiscalização atribuída à Agência Nacional de Petróleo - ANP e, portanto, ausente interesse direto e específico da União: não incidência do art. 109, IV, da CF. 1. Regra geral, os crimes contra a ordem econômica são da competência da Justiça comum, e, no caso, como a L. 8.176/91 não especifica a competência para o processo e julgamento do fato que o recorrido supostamente teria praticado, não há se cogitar de incidência do art. 109, VI, da CF. 2. De outro lado, os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira devem ser julgados pela Justiça Federal - ainda que ausente na legislação infraconstitucional nesse sentido -, quando se enquadrem os fatos em alguma das hipóteses previstas no artigo 109, IV, da Constituição. 3. É da jurisprudência do Tribunal, firmada em casos semelhantes - relativos a crimes ambientais,

que “o interesse da União para que ocorra a competência da Justiça Federal prevista no artigo 109, IV, da Carta Magna, tem de ser direto e específico”, não sendo suficiente o “interesse genérico da coletividade, embora aí também incluído genericamente o interesse da União” (REE 166.943, 1ª T., 03.03.95, Moreira; 300.244, 1ª T., 20.11.01, Moreira; 404.610, 16.9.03, Pertence; 336.251, 09.6.03, Pertence; HC 81.916, 2ª T., Gilmar, RTJ 183/3). 4. No caso, não há falar em lesão aos serviços da entidade autárquica responsável pela fiscalização: não se pode confundir o fato objeto da fiscalização - a adulteração do combustível - com o exercício das atividades fiscalizatórias da Agência Nacional de Petróleo - ANP - cujo embaraço ou impedimento, este sim, poderiam, em tese, configurar crimes da competência da Justiça Federal, porque lesivos a serviços prestados por entidade autárquica federal (CF, art. 109, IV). Recorrente: Ministério Público Federal. Recorrido: João Fernandes More. Relator: Ministro Sepúlveda Pertence, 2007. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em: 11 nov. 2021.

BRASIL. Senado Federal. **Parecer normativo nº 1.576, de 2013.** Da COMISSÃO TEMPORÁRIA DE ESTUDO DA REFORMA DO CÓDIGO PENAL, sobre o Projeto de Lei do Senado nº 236, de 2012, que reforma o Código Penal Brasileiro, e proposições anexadas. Relator: Senador Pedro Taques. Brasília: Secretaria de Editoração e Publicações. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=3516855&ts=1630417804602&disposition=inline>. Acesso em: 9 nov. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Habeas Corpus nº 416.785 - SP (2017/0238762-5).** HABEAS CORPUS. INSIDER TRADING. IMPETRAÇÃO CONTRA DECISÃO DE DESEMBARGADOR QUE INDEFERIU PEDIDO LIMINAR. FLAGRANTE ILEGALIDADE NÃO EVIDENCIADA. ÓBICE DA SÚMULA N. 691 DO STF. HABEAS CORPUS INDEFERIDO LIMINARMENTE. 1. Nos termos do enunciado da Súmula n. 691 do Supremo Tribunal Federal, “não compete ao Supremo Tribunal Federal conhecer de ‘habeas corpus’ impetrado contra decisão do relator que, em ‘habeas corpus’ requerido a Tribunal Superior, indefere a liminar”. 2. O referido óbice é ultrapassado somente em casos excepcionais, nos quais a evidência da ilegalidade é

tamanho que não escapa à pronta percepção deste Superior Tribunal, o que, todavia, não ocorre na hipótese, em que foram apontados elementos concretos que, ao menos à primeira vista, evidenciam a gravidade concreta do delito em tese cometido, a ensejar, por conseguinte, a necessidade de manutenção da custódia preventiva para a garantia da ordem pública. 3. A magnitude da infração, relevante o bastante para impactar o mercado financeiro, e a notícia de nova investida criminoso, depois da prática de inúmeros crimes assumidos nas tratativas de colaboração premiada, sugerem audácia e certeza de impunidade, expressões que, ante as peculiaridades do caso, não traduzem mera retórica. 4. Habeas corpus indeferido liminarmente. Impetrante: Ana Fernanda Ayres Dellosso e outros. Impetrado: Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior. Autuado em: 15 set. 2017. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num_registro=201702387625&data=20171013&peticao_numero=-1&formato=PDF. Acesso em: 17 nov. 2021.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil**: promulgada em 5 de outubro de 1988. 29. ed. São Paulo: Edipro, 2020.

BRITO, G. C. **Da Crise de 1929 à Grande Depressão**: influências do padrão-ouro. Monografia de Bacharelado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia. Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2465/1/GCBrito.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2021.

CABALINE, T. F. **A (des)criminalização do insider trading à luz da criminologia crítica**: uma análise do caso JBS S/A. Monografia Graduação Direito - Unidade Acadêmica Especial de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal de Goiás. Goiás, 2020. Disponível em: <http://repositorio.bc.ufg.br/bitstream/ri/19734/3/TCCG%20-%20Direito%20-%20Thiago%20Ferreira%20Cabaline%20-%202020.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2021.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2009.

CHARÃO, A. P. ; RIBEIRO, M. C. P. A (in)eficiência da punição do insider trading à luz da análise econômica do direito e da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 142-157, jan./abr. 2019. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/8770>. Acesso em: 9 nov. 2021.

CORDEIRO, L. F. G. **Insider trading e o mercado de capitais:** tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate. Monografia Graduação em Direito - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/colecao.php?strSecao=resultado&nrSeq=22476@1>. Acesso em: 10 nov. 2021.

CRUZ, A. S. **Direito empresarial**. 8 ed. rev., atual e ampl. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2018.

DA SILVA, C. K.; LAGE, T. A. Insider trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Maranhão, v. 3, n. 2, p. 40-59, jul./dez. 2017. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/2360>. Acesso em: 6 nov. 2021.

ESTADOS UNIDOS. Suprema Corte dos Estados Unidos. **Strong v. Repide**, v. 213, U.S. 419, 1909. Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/213/419/>. Acesso em: 5 nov. 2021.

ESTADOS UNIDOS. **Securities Exchange Act of 1934** [as amended through P. L. 112-158, approved August 10, 2012], 1934. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2021.

FOUCAULT, M. **Vigiar e punir:** nascimento da prisão. Tradução de Raquel Ramallete. Petrópolis: Editora Vozes, 20. ed., 1999.

IMMICH, D. M. F. P. ; MEDEIROS, V. H. O princípio do no bis in idem no Direito Penal brasileiro. **Jusbrasil**, 2015. Disponível em: <https://michellipimmich.jusbrasil.com.br/artigos/321836790/o-principio-do-no-bis-in-idem-no-direito-penal-brasileiro>. Acesso em: 10 nov. 2021.

LIMA, M. A.; SILVA, H. L. B.; ALMEIDA JÚNIOR, C. P. O crime de insider trading em Portugal e no Brasil: análise comparativa. **Revista Ciências Jurídicas e Sociais**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 1, p. 77-95, 2021. Disponível em: <https://revista.institutouniversitario.com.br/index.php/cjsiurj/article/view/29>. Acesso em: 12 nov. 2021.

MACIEL, K. T. S.; MARTIN, A. Efetividade da repressão ao insider trading. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 149-176, mai./jun. 2014. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=40a65e5a692b1f5>. Acesso em: 30 out. 2021.

NUSDEO, F. **Curso de economia: introdução ao Direito Econômico**. 4. ed. rev. atual. Editora Revista dos Tribunais, 2005.

PORTUGAL. **Decreto-lei nº 486, de 13 de novembro de 1999**. Código dos Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosdosValoresMobiliarios/Pages/Codigo-dos-Valores-Mobiliarios.aspx?pg>. Acesso em: 10 nov. 2021.

REIS, T. **Ótimo de pareto e eficiência dos mercados**. São Paulo: Suno, 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/otimo-de-pareto/>. Acesso em: 29 out. 2021.

ROCHA, L. E. S. **A recorrência do insider trading nos negócios de fusões e aquisições**. Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Goiânia, 2020. Disponível em: <https://repositorio.pucgoias.edu.br/jspui/handle/123456789/242>. Acesso em: 8 nov. 2021.

RODRIGUES, F. A. Intervenção pública e proibição do insider trading: eficiência e ultima ratio na responsive regulation. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, DF, v. 53, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/522907>. Acesso em: 4 nov. 2021.

ROSATI, C. **Fair to all people: the SEC and the regulation of insider trading (in recognition)**. Pensilvânia: Securities and Exchange Commission Historical Society. Disponível em: https://www.sechistorical.org/museum/galleries/it/commonLaw_b.php. Acesso em: 5 nov. 2021.

SILVA SÁNCHEZ, J. M. **A expansão do Direito Penal**: Aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. Tradução da 2ª ed. espanhola por Luiz Otavio de Oliveira Rocha. 3. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. [Coleção Direito e Ciências Afins, v. 6].

TEIXEIRA, T. **Direito Empresarial Sistematizado**: doutrina, jurisprudência e prática. 7. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

TIMM, L. B. *et al* (Orgs.). **Direito e Economia no Brasil**. Organizador: Luciano Benetti Timm. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

WELLISCH, J. S. M. Novo Código Penal e o mercado de capitais. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 jul. 2012. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/novo-codigo-penal-e-o-mercado-de-capitais.ghtml>. Acesso em: 8 nov. 2021.

WIEDMANN, N. P. **A criminalização do insider trading no Brasil, suas principais controvérsias e o caso “Sadia Perdigão”**. Monografia - Bacharelado em Direito. Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2012. Disponível em: https://repositorio.uniceub.br/jspui/bitstream/123456789/586/3/20764837_Natasha%20Wiedmann.pdf. Acesso em: 30 out. 2021.