

Revista de
**Direito Econômico e
Socioambiental**

ISSN 2179-8214

Licenciado sob uma Licença Creative Commons



REVISTA DE DIREITO ECONÔMICO E SOCIOAMBIENTAL

vol. 11 | n. 2 | maio/agosto 2020 | ISSN 2179-8214

Periodicidade quadrimestral | www.pucpr.br/direitoeconomico

Curitiba | Programa de Pós-Graduação em Direito da PUCPR



Crime e compensação: uma análise do *insider trading* no Brasil

Crime and compensation: an analysis of insider trading in Brazil

Felipe Augusto Forte de Negreiros Deodato*

Universidade Federal da Paraíba (Brasil)

felipeaugustonegreiros@hotmail.com

Igor de Lucena Mascarenhas**

Universidade Federal da Bahia (Brasil)

igormascar@gmail.com

Patricia Lacerda de Carvalho***

Universidade Federal da Paraíba (Brasil)

patricialacerdac@hotmail.com

Recebido: 16/04/2020

Received: 04/16/2020

Aprovado: 17/12/2021

Approved: 12/17/2021

Como citar este artigo/*How to cite this article*: DEODATO, Felipe Augusto Forte de Negreiros; MASCARENHAS, Igor de Lucena. CARVALHO, Patricia Lacerda de. Crime e compensação: uma análise do *insider trading* no Brasil. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, Curitiba, v. 11, n. 2, p. 321-344, maio/ago. 2020. doi: 10.7213/rev.dir.econ.soc.v11i2.26620

* Professor Adjunto da Universidade Federal da Paraíba (João Pessoa – PB, Brasil). Doutor e Mestre em Ciências Jurídicas Criminais pela Universidade de Coimbra (Coimbra, Portugal). E-mail: felipeaugustonegreiros@hotmail.com

** Doutorando em Direito pela Universidade Federal da Bahia (Salvador – BA, Brasil). Professor da Faculdade de Ciências Sociais Aplicadas (Campina Grande – PB, Brasil) e do Centro Universitário de Patos (Patos – PB, Brasil). Mestre em Ciências Jurídicas pela Universidade Federal da Paraíba. E-mail: igormascar@gmail.com

*** Doutoranda em Administração pela Universidade Federal da Paraíba (João Pessoa – PB, Brasil). Mestre em Administração pela Universidade Federal da Paraíba. E-mail: patricialacerdac@hotmail.com

Resumo

Este texto busca fomentar discussão a respeito da figura do insider trading, o detentor de informação privilegiada em negociação de ações, no âmbito da legislação brasileira. Em vários países essa prática do insider é condenada, pois acarreta um desequilíbrio nas transações de agências. Nos EUA a prática do insider vem regulada em rígidas disposições legais, dentre elas no Securities Exchange Act, ao passo que no Brasil a legislação é extremamente tolerante e insuficiente para dissuadir e prevenir a conduta penalmente tipificada. Torna-se imperiosa a revisão da legislação nacional para endurecer as penalidades e, sobretudo, tornar a fiscalização mais efetiva.

Palavras-chave: insider trading; informação assimétrica; mercado de ações; crime; ordenamento jurídico brasileiro.

Abstract

This paper discusses the insider trading, the holder of non public information of the stock market and uses it to gain some benefit, under the Brazilian legislation. In many countries this insider practice is severely punished, as it leads to an imbalance in agency transactions. In the US, the insider practice is controlled by strict legal provisions, as the Securities Exchange Act, while the insider in Brazil is not enough cursed and it does not inhibit the criminalized conduct. In conclusion, we suggest a imperative review of the national legislation to make the repression and discouragement more effective.

Keywords: insider trading; asymmetric information; stock market; crime; brazilian law.

Sumário

1. Introdução. **2.** Governança corporativa. **3.** Assimetria de informação. **4.** O Direito Penal dos negócios. **5.** Os deveres dos administradores e o *insider trading* como violação da confiança. **6.** A política estatal do *insider trading*. **7.** Conclusão. Referências.

1. Introdução

O mercado é dominado por grandes corporações econômicas que no Brasil são reguladas pela Lei de Sociedades Anônimas - Lei 6.404/76. A caracterização como Sociedade Anônima é essencial para que a sociedade possa ter a emissão e negociação de ações no BM&FBOVESPA.

Nesse contexto, os administradores¹ e detentores de informação de mercado promovem o uso privilegiado de tais informações, desconhecidas do grande público, postura essa que reflete uma assimetria informacional, para aproveitamento individual ou egoístico de tais dados buscando maximizar os lucros particulares ou minimizar os eventuais prejuízos, em casos de grandes escândalos. É um meio de antecipação da análise econômica em razão da informação privilegiada.

A assimetria informacional existente no mercado de negociação de ações causa um prejuízo para os demais acionistas que se mantêm inertes às movimentações escusas dos detentores de informação privilegiada, causando severos prejuízos para tais acionistas e investidores e colocando sob perigo a estabilidade do mercado. “A esses indivíduos é atribuída a denominação inglesa de corporate insiders ou, simplesmente e de forma mais abrangente, insiders, os quais estão a par dos assuntos internos das sociedades de capital aberto e negociam seus papéis no mercado de valores mobiliários” (RODRIGUES, 2016, p. 216).

A utilização de informação privilegiada na negociação de ações, também chamada de insider trading, é qualificada como uma prática ilícita prejudicial ao mercado. Não raro, os administradores usam, intencionalmente, a informação privilegiada para manipular os preços de valores mobiliários da sociedade em benefício próprio ou de terceiros.

Em vários países essa prática do insider trading é condenada, pois acarreta um desequilíbrio diante das transações de agências entre os gestores e os potenciais investidores, que pode ocasionar um desequilíbrio informacional, resultando assim em fraudes e escândalos corporativos a exemplo dos ocorridos com a Enron e a ImClone, nos Estados Unidos da América, e com a AmBev, Copel e, recentemente, o escândalo do Grupo X no Brasil. Vale ressaltar que nos Estados Unidos a prática do insider trading vem regulada em diversas e rígidas disposições legais, dentre elas no Securities Exchange Act, de 1934, que submete seus infratores, quando o intuito for fraudulento, a multas de até USD 5.000.000 e a pena de prisão pode chegar a 20 anos.

No âmbito brasileiro, apesar do risco ser inerente ao mercado de ações, o prejuízo comissivo causado pelos insider trading é um crime no ordenamento jurídico brasileiro. Tal crime foi incluído na legislação no ano

¹ O presente trabalho generalizará o termo administradores como sinônimo de todo aquele integrante da estrutura empresária, uma vez que *insider* pode ser qualquer pessoa que obtenha a informação através do cargo como advogados, consultores, contadores, gestores etc.

de 2001, por intermédio da Lei nº 10.303 que acrescentou o art. 27-D à Lei 6385/1976, posteriormente atualizada pela Lei 13.506/2017:

Uso Indevido de Informação Privilegiada

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, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Em paralelo, a Instrução da CVM nº 358/2002 estabelece que:

Art. 8º Cumpre 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.

O insider trading é punido no campo cível, administrativo e criminal; neste último, todavia, a legislação penal brasileira merece críticas, por ser claramente insuficiente a dissuadir e prevenir a conduta penalmente tipificada. A pena de reclusão para o crime de uso indevido da informação privilegiada é de, no máximo, 05 anos. Ou seja, ante os inúmeros recursos processuais e o montante econômico movido, o risco, na maior parte das vezes, compensa.²

Em paralelo, é necessário destacar que houve uma mudança do tipo penal no sentido de ampliar o rol de condutas que merecem repressão estatal. Se até 2017 só era considerado crime de insider trading o uso em benefício próprio ou alheio de informação que deveria ser mantida sob sigilo e que ainda não era pública, a partir da inovação legislativa inserida em novembro de 2017, através da Lei 13.506/2017, o crime passou a contemplar a penalização pelo uso de informação não pública, afastando a natureza

² A mudança jurisprudencial/legal em relação à prisão em segunda instância, talvez seja um dos mecanismos de redução da utilidade esperada do crime.

sigilosa da informação e, portanto, ampliando as hipóteses de penalização. Logo, não apenas aqueles que têm o dever de sigilo poderão ser penalizados, como todos aqueles que participam do fluxo organizacional e têm acesso indireto ao conteúdo da informação, de modo que insiders primários e secundários passaram a ser sujeitos ativos do crime.

Apesar da norma existente, o Estado brasileiro tem enfrentado essa conduta delitativa de forma muito tímida, em especial pela brandura da pena imputada e pela baixa fiscalização, o que pode estimular o crime. Independentemente do uso da teoria aplicada, seja a “teoria da prevenção especial”, “teoria da prevenção geral” ou a “teoria da integração-prevenção”, parte-se da premissa que a finalidade da pena não é atingida no Estado brasileiro.

Através da análise bibliográfica, o presente estudo buscará analisar o crime cometido pelo insider trading diante da legislação brasileira, de modo a propor possíveis políticas estatais efetivas ou, ao menos, que minorem essa prática ilícita, visto que se torna imperiosa a revisão da legislação nacional no sentido de endurecer as penalidades e, sobretudo, tornar a fiscalização mais efetiva, coibindo, de forma preventiva, o crime.

2. Governança corporativa

A governança corporativa “lida com as formas com que os financiadores das empresas garantem a obtenção de um retorno sobre o seu investimento” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737) de forma a aperfeiçoar o desempenho das companhias. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2015), a governança corporativa se apresenta como um conjunto de práticas que tem a finalidade de otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital, além de minimizar os atritos entre acionistas e administradores (TORRES, 2012).

Diante do exposto, fica clara a atuação direta da governança corporativa frente aos conflitos de agência. O conflito de agência ocorre no mercado quando os interesses dos investidores (agentes) por vezes divergem dos interesses dos administradores (principal); sendo assim, a governança opera utilizando-se de mecanismos que permitam controlar e monitorar as negociações com a finalidade de proteger e assegurar que o comportamento do principal esteja simétrico às expectativas dos agentes.

La Porta et al. (1998) afirmam que investidores estariam dispostos a pagar mais por um ativo se seus direitos fossem mais bem protegidos pela lei. Esta disposição surge do conflito de interesses que existe entre o investidor e o gestor da empresa. No entanto, o cumprimento da aplicação da lei é fundamental para se concretizar este nível de confiança (ANDRES et al., 2010). Segundo Turnbull (2010) os escândalos e crises financeiras são sintomas de má governança corporativa com base em hierarquias e comando que são ultrapassados. As empresas não podem regular a si mesmas e são vulneráveis à corrupção. O autor supracitado defende uma nova geração de organização com base em capacidade da natureza de gerenciar a complexidade através da distribuição de tomada de decisões entre os membros.

As regulamentações nos mercados são necessárias para estabelecer patamares mínimos de práticas e procedimentos; contudo, não são o melhor instrumento para as companhias irem além e buscarem as melhores práticas, visto que as melhores práticas de governança não podem ser descritas como uma lista de práticas ou fórmulas que caberiam a todas as empresas. Conforme seu ciclo do negócio e estratégias as companhias deveriam estar constantemente reavaliando sua governança e reformulando-a para melhorar tanto o desempenho do negócio quanto a efetividade da governança (TODD, 2010), refletindo ainda na maximização do seu valor econômico.

Sistemas de governança corporativa variam consideravelmente em todo o mundo em termos de sua mistura particular de mecanismos e da eficácia resultante com que os fornecedores assegurem um retorno adequado sobre o capital investido. Estas diferenças são importantes. A governança corporativa é importante faceta de uma interação complexa que envolve também os sistemas jurídicos, desenvolvimento financeiro e econômico, política, história e cultura.

Shleifer e Vishny (1997) defendem que não há um país com a melhor governança corporativa, apesar de ter aqueles que se destacam, e que o passo inicial para alcançar essa boa governança corporativa não pode ser tentar imitar esses países de destaque, visto que há especificidades de cada local. Denis (2010) também corrobora com este pensamento, afirmando que as diferenças de origem legal, política, história e cultura são mais um motivo para que essa “imitação” não traga o sucesso desejado pelo país

(CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), tornando-se necessário trabalhar a partir das circunstâncias particulares inerentes a cada país.

Conforme Andres et al. (2010) países onde o sistema predominante são as leis comuns, determinadas por juízes em julgamentos e utilizadas como precedentes, os investidores têm seus direitos e interesses mais protegidos que em países baseados em leis civis fundamentadas em estatutos e código. Para La Porta et al. (1998), os mecanismos de governança corporativa, como a concentração de propriedade, emergem para compensar as debilidades de aplicação da lei, argumento esse reforçado por Andres et al. (2010).

Portanto, a Governança Corporativa atua no mercado econômico, diante da sua confiança e sua própria existência, como um “bem jurídico protegido pela repressão ao abuso da informação privilegiada”, conforme afirmam Maciel e Martin (2016, p. 53). Esses autores ainda acrescentam que com “globalização, da massificação e do anonimato das relações econômicas desenvolvidas no mercado de capitais, a confiança na ética, na equidade e na livre concorrência atua como pressuposto de existência e manutenção da ordem jurídica deste mercado” (MACIEL; MARTIN, 2016, p. 53). A ampliação do acesso ao mercado de valores mobiliários exige que haja uma maior proteção ao mercado, notadamente os pequenos investidores (CHARÃO; RIBEIRO, 2019).

3. Assimetria de informação

A grande maioria dos mercados é caracterizada pela assimetria de informações entre compradores e vendedores. Geralmente os mutuários conhecem mais de suas garantias que os credores. No caso dos empresários, eles possuem informações privilegiadas em detrimento dos compradores acerca do produto que está sendo vendido. Entretanto, segundo Leland e Pyle (1977), os credores deveriam conhecer as verdadeiras características dos mutuários. Porém, a verificação de características verdadeiras por terceiros pode ser muito cara ou quase impossível. Não se deve esperar informações inteiramente claras sobre suas características - devido ao risco moral, que prejudica a transferência direta de informações entre os participantes do mercado – já que podem existir recompensas para que se exagere nas qualidades positivas destes.

O valor de mercado deve refletir, segundo Leland e Pyle (1977), a qualidade média do projeto, porém os mercados podem ser mal executados,

por exemplo, quando se trata do financiamento de projetos cuja qualidade é muito variável. Enquanto os empresários conhecem a qualidade de seus próprios projetos, os credores não podem distinguir entre eles. Se o mercado fosse colocar um valor médio maior que o custo médio em projetos, a oferta potencial de projetos de baixa qualidade poderia ser muito grande, já que os empresários poderiam embuti-las em um mercado e ter um lucro certo.

Clarke e Shastri (2000) destacaram três categorias de medidas de assimetria de informação: (i) medidas baseadas em projeções de analistas; (ii) oportunidades de investimento; e (iii) microestruturas de mercado. Com relação à primeira categoria, muitos autores defendem que a dispersão entre as projeções de analistas pode ser usada como proxy já que as opiniões devem convergir de acordo com o volume de informações disponíveis. Porém, esta medida é criticada por outros autores dado que este tipo de análise normalmente é tendencioso e pode haver maior dispersão para empresas que se encontrem em mercados mais voláteis (CLARKE; SHASTRI, 2000).

As medidas utilizando oportunidades de investimento como proxy podem ser interessantes dado que os administradores de empresas com alto crescimento têm muito conhecimento sobre oportunidades de investimento e fluxo de caixa futuro dos ativos já existentes em sua companhia causando uma assimetria de informação. As mensurações utilizando microestruturas de mercado apresentam diversas vantagens potenciais já que não requerem longas séries de dados e os modelos podem ser elaborados em torno do evento de interesse. Por outro lado, este tipo de proxy mede somente os custos de operação de um pequeno número de ações e assim não pode indicar a extensão da assimetria de informação e os modelos existentes não dão as especificações necessárias de forma clara (CLARKE; SHASTRI, 2000).

Imagine que indivíduos operando em um dado mercado possuem diferentes percepções de risco e retorno de seus ativos e por isso tem portfólios diferentes. Com isso, eles estão incorrendo em riscos idiossincráticos porque acreditam que os ativos estão subestimados no mercado, o que gerará uma compensação adicional a este operador. Isso ocorre porque esses operadores tiveram acesso a informações diferenciadas que não estão completamente disponíveis para o mercado (EASLEY; HVIDKJAER; O'HARA, 2002).

Conforme Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002) o acesso a informações privadas faz com que o operador crie uma expectativa de obtenção de

retorno adicional. Se esta informação se tornar pública não terá mais o poder de geração de retorno e por isso pode-se concluir que informações privadas podem produzir um aumento nas expectativas de retorno (EASLEY; HVIDKJAER; O'HARA, 2002). Por outro lado, os operadores desinformados são racionais e diversificam sua carteira para possuir um nível ótimo de exposição e risco. Eles se beneficiam dos movimentos dos operadores informados já que os preços dos ativos mudam ao longo do tempo e, conseqüentemente, vão reajustando suas carteiras para manter o nível ótimo de exposição.

No Brasil, o Mercado de Capitais tem se desenvolvido, e gerado, por consequência, muitas discussões no que diz respeito à sua eficiência e à qualidade das informações utilizadas (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009). Diante da participação de diversas empresas e investidores de diferentes nacionalidades e tradições no mercado brasileiro nos últimos anos, a discussão acerca de negociações com informação privilegiada, provocadas por assimetria informacional, vem sendo alvo de atenção tanto no âmbito acadêmico quanto no profissional. De acordo com Martins e Paulo (2013) esse fato provavelmente se dá pela dificuldade de medir a assimetria informacional nos mercados, considerando a utilização, por parte de agentes controladores das companhias abertas, de informação privada.³

Tem-se por informação privilegiada aquela que ainda não foi divulgada ao público, proporcionando, assim, vantagens competitivas ao portador dessas informações nas negociações da empresa. A informação privilegiada decorre da assimetria de informações existente entre acionistas majoritários e minoritários, ou entre proprietários e controladores de uma empresa (MARTINS; PAULO, 2013). Conforme Maciel e Martin (2016, p. 49) o "juízo de valoração de tal prática passou a mudar a partir do início do séc. XX, primeiramente nos Estados Unidos da América e posteriormente na Europa, com a reiterada e insistente denúncia do enriquecimento daqueles insiders", que acabavam trazendo prejuízos para a própria companhia e seus demais stakeholders do mercado.

Conforme relata Barbedo, Silva e Leal (2009), nos países da América Latina, diferentemente dos Estados Unidos, por exemplo, o uso ilegal da informação privilegiada permanece impune. Sendo assim, os grupos controladores sentem-se confortáveis para expropriar os ganhos dos

³ Para Corsetti (2013) o desequilíbrio informativo vulnera não apenas a eficiência de mercado, bem como a ética econômica.

acionistas minoritários através do uso de sua informação privilegiada para negociar ações. Quando há suspeita do investidor sobre a ocorrência dessas atividades provoca o que se conhece por seleção adversa, fazendo com que o investidor evite aplicar naquele mercado ou naquele ativo devido ao receio de ser prejudicado na transação (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

Os autores supracitados afirmam que as empresas se interessam em sinalizar ao mercado que tais práticas ilícitas não ocorrem ou, pelo menos, que a empresa se empenha em evitar que elas ocorram. Como prática e política adotada voltada para a prevenção dos conflitos de interesse, tem-se a governança corporativa. Há uma lista de estratégias que são recomendadas por diversos autores e entidades, que demonstraram que o mercado “precifica” a qualidade da governança corporativa de uma empresa. Daí parte o interesse das empresas em passar essa sinalização custosa do seu comportamento em relação às boas práticas de governança corporativa (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

“Um mercado com alta assimetria de informação pode ter sérias implicações na negociação dos ativos, principalmente se ele for emergente, como é o caso do mercado brasileiro, pois abre espaço para insider trading” (MARTINS; PAULO, 2014, p. 44). Conforme o enquadramento legal contido no § 4º, art. 155 da Lei 6.404/76, a conduta proibitiva do Insider Trading é: “§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

Reyes (2013) destaca que o insider trading é a utilização de informação que não é de domínio público por parte dos administradores sociais. Quattrini (2014) estende o conceito, ao dispor que o insider trading é todo aquele que possui informação privilegiada em razão do seu cargo e que tal informação não é de conhecimento público, ou mesmo dos próprios acionistas. Corsetti (2013) exemplifica as seguintes condutas como atos de insider: uso de informações e riscos, formação de preço das ações e decisão dos investidores.

A utilização desse tipo de informação privilegiada por parte do insider trading em negociações é denominada na literatura internacional como prática ilícita em diversos mercados (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012), “tendo em vista que um dos incentivos para tal prática é a oportunidade de se auferir retornos anormais com base em informações desconhecidas ou ainda não divulgadas ao público em geral em negociações no mercado de

ações” (MARTINS; PAULO, 2014, p. 34). Ademais, conforme Mikalovski (2014) o *insider trading* viola o pressuposto básico de mercado: é a isonomia informacional.

Os EUA foram o primeiro país a impor regramentos para conduta do *insider trading*, motivado pela quebra de 1929, de modo que o surgimento do Securities Act de 1933 e o Securities Exchange Act de 1934 foi focado na proteção dos investidores e na política de *full disclosure*. Estes inspiraram a criação de normas repressivas à conduta do *insider* em todo o mundo, incluindo-se o Brasil (MACIEL; MARTIN, 2016). Em nosso país, a disciplina legal repressiva ao insider trading é bem mais recente. Sobre o tema, Maciel e Martin (2016) destacam que:

Inicialmente de maneira meramente programática na Lei 4728/65, art. 3º, X, que incumbia ao Banco Central “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”, sem, entretanto, definir os contornos dessas informações a permitir a efetiva fiscalização e punição desta conduta. Somente com a edição da Lei das Sociedades Anônimas de 1976, a vedação do insider trading foi efetiva e claramente definida. O art. 155, §§ 1º e 2º da lei, determina que o administrador, seus subordinados ou terceiros de sua confiança guardem sigilo sobre as informações da companhia que ainda não tenham sido divulgadas ao mercado e capazes de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários. Ademais, veda-lhes a utilização dessas informações para a negociação de valores mobiliários durante o período de sigilo (MACIEL; MARTIN, 2016, p. 49-50).

A existência de desnível de informações é quase que inerente ao mercado; todavia, o que se visa punir é o uso lesivo ou em benefício exclusivo de apenas uma parcela do mercado. Nesse contexto, “o acesso assimétrico a informações no mercado é algo inevitável e cada vez mais presente em uma economia tão complexa e dinâmica como a do mundo globalizado, podendo ensejar danos consideráveis no equilíbrio das relações negociais” (RODRIGUES, 2016, p. 211). Sendo assim, torna-se necessário a intervenção e instrumentalização do Direito para nortear e coibir possíveis práticas ilícitas e que prejudicam a dinâmica eficiente do mercado. A assimetria de

informações causa severos prejuízos para o funcionamento do mercado e da economia, de sorte que, para muitos, deve atrair a participação do Direito Penal com o fito de coibir e penalizar condutas que causam prejuízos à sociedade. Como destacam Beams, Brown e Killough (2003), o *insider trading* causa prejuízo, pois coloca em xeque a confiança e integridade do mercado acionário, o que poderá reduzir os investimentos, afetando diretamente o crescimento e desenvolvimento do mercado.

4. O Direito Penal dos negócios⁴

A lei deve ser um instrumento estatal para garantir a estabilidade política, social e econômica. Sob o prisma econômico, deve garantir a maior equidade possível, evitando um capitalismo voraz e desenfreado.

A atual intervenção do Estado em reprimir ou limitar condutas está fundada no objetivo de garantir o entrosamento social e uma maximização da utilidade total (SOUZA, 2002). A ordem econômica atual estabelece que os particulares devem observar um núcleo mínimo, intangível aos interesses e convenções privadas. Deste modo, tem-se que o capitalismo liberal evoluiu para um sistema neoliberal em que há um claro dirigismo estatal. A criminalização de determinadas condutas visa coibir a apropriação, por parte de alguns agentes econômicos, do bem-estar social, bem como evitar a quebra do sistema econômico. Logo, é, antes de tudo, um meio de subsistência do próprio sistema econômico.

O Direito Penal Econômico pode ser classificado como aquele que visa tutelar e regulamentar condutas que expõem a perigo determinada ordem econômica (SCHMIDT, 2015). O Direito Penal dos negócios, chamado de “*droit pénal des affaires*” pela doutrina francesa, pode ser entendido como uma classe do direito penal econômico, uma vez que restrito à criminalidade relacionada à atividade comercial decorrente do seu uso abusivo ou fraudulento (FRAGOSO, 1982).

Sutherland (1941) pontua que há uma necessidade de aproximar duas realidades distantes: a sociologia e a economia. Entendemos que o Direito Penal dos Negócios busca promover um estudo e análise de diversos ramos do saber como a Sociologia, Economia, Direito Penal, além de buscar fixar um posicionamento estatal frente a um novo fato econômico/social. O autor destaca que esse ramo do Direito Penal é destinado para pessoas de

⁴ Bandeira (2012) nomeia o ramo aqui trabalhado como Direito Penal do Mercado.

colarinho branco, chamadas de *white collar crime*, ao passo que o Direito Penal “genérico” tem maior incidência sobre pessoas de baixa renda e escolaridade. As condenações de pessoas de classe alta são restritas a apenas 2% do número total de condenados.⁵ De acordo com o estudo desenvolvido pelo autor, os danos causados por crimes de colarinho branco superam, em muito, os prejuízos causados pelo “problema criminal”, de modo que há uma necessidade de enfrentar os crimes dos negócios como crimes, sem ressalvas.⁶

Complementando tal observação, Dallagnol (2015) destaca que a política criminal é ineficiente, uma vez que crimes de colarinho branco usualmente prescrevem mediante a contratação de “advogados habilidosos, contratados a peso de ouro”⁷ que manejam petições e recursos protelatórios. Sob a ótica do autor, o sistema estimula a protelação e destaca que apenas 0,18% dos presos no Paraná cumprem pena por corrupção, por exemplo, o que demonstra que os crimes de colarinho branco, apesar de constantes, são pouco coibidos.⁸

A partir de uma análise étnica ou financeira dos nossos presídios, é possível afirmar que a legislação é falha e busca apenas assegurar impunidade aos integrantes da classe dominante. O público da legislação penal é claramente definido: pobres e, usualmente, negros. Criminosos de colarinho branco, ressalvados casos pontuais, não cumprem suas penas em presídios, uma vez que estão “acometidos” de doenças que lhes permitem a prisão domiciliar ou, em muitos casos, a pena é tão diminuta que o regime de cumprimento é aberto ou semiaberto ou ainda é substituída por penas restritivas de direitos, nos termos do artigo 45 e seguintes do Código Penal.

Em um ambiente capitalista sem que haja a participação estatal, o gestor busca maximizar seu lucro. Quanto maior o lucro, maior o risco a que o gestor deseja se submeter. Partindo do pressuposto que os empresários

⁵ Destaca o autor que o crime não está correlacionado com a pobreza, perfis psicóticos ou condições sociopatas. Logo, a persecução criminal de delitos dos negócios seria fruto de uma seletividade censitária, em que a condição econômica importa em um abrandamento da atividade estatal.

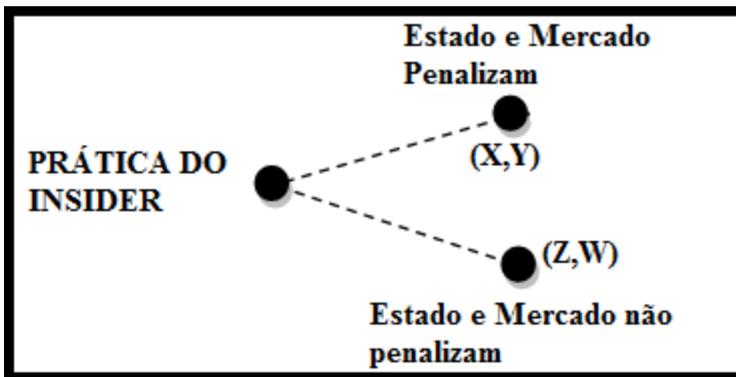
⁶ O efeito do crime de colarinho branco, de acordo com Sutherland, é maior, pois gera uma quebra na confiança, além de diminuir a moral social e impactar em uma desorganização social de larga escala. Apesar de respeitar o argumento do autor, entendemos que o crime comum também impacta negativamente na sociedade. Roubos e homicídios também geram uma desconfiança generalizada e, em muitas oportunidades, criam um desequilíbrio social.

⁷ Não concordamos com a imputação de responsabilidade aos advogados, uma vez que estes são contratados para buscar a absolvição, própria ou imprópria, dos seus constituintes. O fato de cobrarem pequenas fortunas para defender os interesses de seus clientes decorre de a advocacia estar inserida no sistema capitalista, apesar de não ser atividade mercantil.

⁸ Sutherland (1941) pontua que o crime é inerente à sociedade humana, existindo em todas as ocupações.

são *risk lovers*⁹, quanto maior a probabilidade de lucro, maior o risco que o empresário se dispõe a se sujeitar, inclusive sujeitando-se a prática de crimes.¹⁰ O criminoso econômico nada mais é que um empresário, um agente que irá alocar os seus recursos e fatores de produção para maximizar o lucro de sua atividade ilícita. Sob a perspectiva econômica, o crime é uma atividade e, por estar inserido em um ambiente capitalista, deve perseguir o lucro (SHIKKIDA; AMARAL, 2014). Becker (1974) também comunga do entendimento apresentado, no sentido de que o agente criminoso é um agente racional que analisará o custo-benefício do crime, uma relação lucro versus potencial punição. Essa relação pode ser analisada da seguinte forma, exposta na Figura 1:

Figura 1: Relações e penalizações no âmbito do *insider*



Fonte: elaboração própria

A partir da análise da Figura 1, utilizando a Teoria dos Jogos desenvolvida por Nash, percebe-se que a função do uso do aparato estatal é o retorno ao status quo. Ou seja, o Y no momento da penalização deveria resultar em uma anulação da conduta lesiva; todavia, o que se observa a partir dos escândalos e casos veiculados é que a repressão administrativa e judicial não absorve o produto gerado a partir do ilícito, de sorte que a repressão é deficiente, gerando, ainda que penalizado, um ganho para o

⁹ Em alguns casos, essa premissa pode ser violada, uma vez que algumas empresas possuem posições extremamente conservadoras. Todavia, até as empresas conservadoras, apesar do risco diminuído, apresentam riscos, como demonstrou o escândalo na Petrobras (VARIAN, 2006).

¹⁰ A expressão *risk lover* foi cunhada na doutrina americana e inglesa e indica a pessoa que está disposta a tomar maiores riscos quanto maiores forem os retornos decorrentes de sua conduta. A doutrina brasileira indica o *risk lover* como agente propenso ao risco (VARIAN, 2006).

infrator. De acordo com a situação apresentada, Estado e o Mercado podem penalizar ou não a conduta, mas a conduta determinante do administrador será de propensão ao crime, uma vez que o benefício gerado pela conduta criminosa, independentemente da penalização ou não, é positivo. O atual ordenamento jurídico não permite a coibição efetiva ao crime. Ou seja, a penalização, quando ocorre, considerando que muitos crimes não são nem sequer descobertos, é ineficiente. Como forma ilustrativa, podemos observar que mesmo que ocorra a penalização não há o retorno ao momento anterior à prática ilícita.

A informação no mundo moderno é meio para a construção de fortunas. De modo que uma informação reservada, se “bem” utilizada, pode gerar lucros incomensuráveis para o criminoso (FERREIRA, 2014). Logo, podemos inferir que, na atual conjuntura brasileira, o crime está compensando.

5. Os deveres dos administradores e o insider trading como violação da confiança

Os pressupostos de mercado apresentados pelos economistas neoclássicos são elementos teóricos não encontrados no “mercado real”. As falhas de mercado, falhas organizacionais e institucionais são elementos reais que devem ser considerados na análise econômica do Direito (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005). A adoção irracional e utópica da teoria neoclássica inviabiliza uma análise verossímil da realidade econômica.

“Os agentes econômicos podem descumprir promessas, motivados pelo oportunismo e pela possibilidade de apropriação de valor dos investimentos de ativos específicos” (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 8). Os agentes sentem-se estimulados a romper a lei, uma vez que o retorno financeiro supera o potencial prejuízo causado por eventuais penalidades previstas na legislação. A violação da norma ocorrerá quando os benefícios decorrentes do ilícito forem superiores aos prejuízos causados, sejam estes de ordem pública (penalidades legais) ou de ordem privada (contrato ou perda de reputação).

Sutherland (1941) pontua que o insider trading é fruto de uma violação de confiança por parte do detentor da informação. Para Corsetti (2013), o dever de confiança é tamanho que se confunde com o próprio bem tutelado. O conhecimento prévio decorre da natureza do cargo ocupado, porém o possuidor de tais dados não pode utilizá-lo no mercado. Deve

manter o conhecimento restrito, tal qual foi previsto. A apropriação da informação e seu consequente uso geram um desequilíbrio no mercado, causando um desestímulo à atividade comercial de ações. O sistema legal deve coibir a violação ao dever fiduciário de lealdade, em especial por causar prejuízos aos interesses da companhia e de seus sócios (REYES, 2013).

A informação sigilosa ou de circulação restrita é uma estratégia da companhia, jamais podendo ser utilizada por seus gestores, uma vez que em tal situação estar-se-ia diante de uma confusão de interesses e da apropriação, por parte do administrador, de informações corporativas e consequente aproveitamento e lucros injustificados mediante o uso de tais dados (REYES, 2013).

Para Rebelo (2015) o maior dever do administrador é o dever de diligência, da busca pelo interesse corporativo mediante a condução dos negócios de forma proba.¹¹ Em paralelo ao referido dever, continua o autor, há o dever de ser leal, antes de tudo com a companhia, mas, de igual modo, com os seus acionistas como um todo, em consideração à teoria comercial de relação de agência. Nesse diapasão, a lealdade surge como meio de se evitar o conflito de interesses, em que o administrador se utiliza de oportunidades geradas a partir da ocupação do cargo.

Corroborando com tais entendimentos supracitados, Mikalovski (2014, p. 141) destaca que a tipificação do crime previsto no art. 27-D da Lei 6.385/76 busca “proteger as relações de confiança, transparência e lealdade de todos os participantes do mercado de capitais”. Easterbrook e Fischel (1996) vão além e pontuam que o *insider trading* não representa uma mera violação do dever de confiança, mas pode ser equiparado ao delito de furto, uma fraude praticada em desfavor da companhia, tal qual aquele que subtrai montante dos cofres corporativos. Bandeira (2012), de forma contrária, coloca como um crime de privatização da informação, e, considerando a importância de manutenção da “saúde” financeira do mercado, tutelar a informação na qualidade de bem público.

6. A política estatal do insider trading

Fragoso (1982) advoga a tese de um direito penal mínimo, uma vez que a pena privativa de liberdade não corrige e não tem efeito preventivo.

¹¹ Carvalhosa (2003) destaca que o conceito do dever de diligência é variável, conforme a sociedade e a realidade sociopolítica em que está inserida a empresa.

Logo, devem ser utilizados remédios jurídicos não penais. O Direito Penal Mínimo, defendido por Shunemann (2005) e Roxin (2010), deve ser utilizado apenas como *ultima ratio*.¹² O Direito Penal seria utilizado apenas no momento em que as demais ferramentas jurídicas e administrativas são insuficientes para pacificar os conflitos.

Normas de âmbito administrativo e cível, além de pesadas multas, podem ser uma alternativa, em observância ao Direito Penal do inimigo efetivo. Há uma necessidade de se refletir sobre a punição efetiva do *insider trading*. As atuais normas no âmbito administrativo estão restritas à advertência, multa, suspensão do exercício de cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores, inabilitação para o exercício dos cargos, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades e cassação da autorização ou registro, nos termos do art.11 da Lei nº 6.385/76. Em paralelo, ações civis públicas podem ser utilizadas como meio de satisfação do prejuízo causado pelos *insiders*, através de um Judiciário mais célere e eficaz.

Os escândalos ocorridos nos EUA e a perda de investimento em razão da fragilidade do mercado resultaram em um controle estatal rígido sobre a postura do *insider trading*, notadamente com a aplicação de pesadas penalidades financeiras e penas de prisão que podem chegar até 20 anos. Em paralelo, a celeridade de repressão americana aos ilícitos cometidos é incrivelmente superior às investigações nacionais.¹³

Na realidade americana, de acordo com Reyes (2013), houve uma evolução da regulação estatal sobre o mercado de valores mobiliários, o que viabilizou um controle mais efetivo e a minimização dos riscos do *insider trading*. A adoção de pressupostos como transparência associada a comitês de fiscalização permite maior vigilância e reduz, significativamente, o potencial risco do uso da informação privilegiada.

Alternativamente, caso se entenda que a legislação cível, econômica e administrativa é insuficiente para regular condutas ilícitas tão caras a valores e bens sociais, é possível adotar uma linha totalmente divergente da apresentada, de modo que a lei penal seja mais rigorosa com os criminosos

¹² No âmbito espanhol, por exemplo, a estrutura penal só é utilizada para casos de *insider trading* em que o prejuízo causado pela conduta seja superior a 600.000 euros (MIKALOVSKI, 2014).

¹³ Apenas a título ilustrativo, no caso do processo de fusão Sadia/Perdigão ocorrido em fevereiro de 2006, a SEC (Securities and Exchange Commission) penalizou os envolvidos já em fevereiro de 2007, ao passo que no âmbito brasileiro, os processos na CVM só foram arquivados em março de 2008 e os processos criminais se arrastaram até o julgamento pelo STF em maio de 2017, ou seja, mais de 11 anos após o ocorrido.

de colarinho branco. O que não pode ocorrer é uma penalização parcial, em que o Direito Penal existe apenas “para inglês ver”. Com a adoção da tese do Direito Penal do inimigo, defendido por Jakobs e Meliá (2007), propõe-se um recrudescimento da norma penal, objetivando uma atuação severa, de modo a garantir que tais criminosos reflitam sobre o risco e retorno do crime.

Mikalovski (2014) defende a atuação da estrutura penal para coibir o *insider trading*, em razão do potencial desequilíbrio da economia local e mundial¹⁴, desequilibrando os mercados e podendo causar prejuízos incomensuráveis para a população, seja sob o aspecto econômico, seja sob o aspecto social, logo de natureza transindividual. Bandeira (2012) pontifica que o *insider trading* e a manipulação de mercado colocam em xeque o sistema financeiro, a própria integridade de mercado. Busca-se proteger os demais agentes econômicos da falta de informação em relação aos demais, em especial em um período de maior integração econômica, em que não há limites territoriais para o mercado de ações. Comumente é dito que o preso que cumpre sua pena, já “pagou seu débito” com a sociedade. Ocorre que enquanto o débito a ser pago for inferior ao potencial lucro da atividade criminosa, a incidência criminosa tende apenas a crescer (POSNER, 2014).

Na verdade, há uma indecisão na política criminal brasileira, uma vez que as penas previstas são pequenas, facilmente prescritas e, sobretudo, não desestimulam a prática criminosa. É imperativo que seja promovida uma análise econômica do Direito, como forma de verificar os impactos econômicos decorrentes das práticas humanas no âmbito jurídico, de modo a orientar a regulação da responsabilidade civil, penal e administrativa, seja no âmbito legiferante e/ou judicial (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005).

Independente da opção estatal adotada, é imperioso que seja adotado um posicionamento rigoroso frente às condutas ilícitas, sobretudo para proteger a sociedade do risco desnecessário. Beck (2013) projeciona um cenário quase apocalíptico, ao dispor que a economia capitalista moderna apresenta riscos para a forma de vida da sociedade atual.

A punição do *insider trading* é, na verdade, um meio de proteção da livre concorrência, uma vez que só pode haver concorrência livre e justa quando a assimetria informacional, sobretudo em um ambiente em que a informação é um ativo financeiro, for próxima de zero. Logo, representa apenas uma concretização do texto constitucional, garantindo um dos

¹⁴ Trata-se de um ilícito de natureza transfronteiriça e/ou multinacional (BANDEIRA, 2012).

princípios da ordem econômica e a efetivação de uma sociedade justa, um dos objetivos previstos no art. 3º da Magna Carta.

Discordando de alguns teóricos que defendem que o *insider trading* é uma atividade legítima, lucrativa e benéfica para o mercado, entendemos que a prática promove a inequidade, ao tratar alguns agentes de forma mais benéfica em razão da informação privilegiada. O investidor comum sentir-se-á desencorajado a transacionar, pois terá ciência que alguém pode deter mais informação que o público geral, violando, de forma frontal, a premissa neoclássica da informação simétrica e a paridade de armas dos agentes econômicos (POSNER, 2014).

Deste modo, entendemos que dada a potencialidade lesiva das condutas de *insider trading*, é essencial que se reconheça a dignidade penal do bem tutelado, em especial para garantir a proteção da ordem econômica pátria (SCHMIDT, 2015). Todavia, essa atuação deve ser pontual, de sorte que seja garantido que medidas alternativas não penais possam ser aplicadas de forma eficiente e minimizem o estímulo à prática criminosa.

A coibição do *insider trading*, sobretudo a sua criminalização, desde que eficiente, maximizará a confiança dos agentes econômicos e tutelar um dos motores da economia pátria que é o mercado acionário (INIESTA, 2006).

7. Conclusão

A conduta da utilização de informação privilegiada por parte do *insider trading* norteou todo o estudo deste texto, tendo como objetivo fomentar uma discussão a respeito da figura do *insider trading* diante da legislação brasileira. É bem sabido que em países como os Estados Unidos a prática do *insider trading* é regulada em diversas e rígidas disposições legais. No entanto, mesmo estando ciente das eficientes medidas tomadas pelos Estados Unidos para coibir tais condutas, ao propor mudanças no âmbito brasileiro é preciso analisar suas características de mercado, uma simples replicação não seria eficiente e suficiente para minorar tais danos causados pelo *insider* em território nacional, devido às suas particularidades intrínsecas.

Um instrumento utilizado por vários países, inclusive os Estados Unidos, para coibir esse crime de *insider trading* é a atuação direta da governança corporativa frente aos conflitos de agência. A governança opera utilizando-se de mecanismos que permitam controlar e monitorar as negociações com a finalidade de proteger e assegurar que o comportamento

do principal esteja simétrico às expectativas dos agentes. Assim, a coibição do crime do *insider*, sobretudo através da sua criminalização, elevaria ao máximo a confiança dos agentes econômicos, permitindo ao mercado a existência de um equilíbrio informacional.

Neste norte, torna-se imperiosa a revisão da legislação nacional no sentido de endurecer as penalidades e, sobretudo, tornar a fiscalização mais efetiva, coibindo, de forma preventiva, o crime. Há uma necessidade de recrudescimento das penalidades, sejam no âmbito administrativo, penal ou cível. Porém, além de tal endurecimento, é imperioso o aumento da fiscalização, como forma de garantir que as penalidades não sejam apenas destacadas em abstrato, de sorte que diante da violação da norma, os agentes criminosos possam, de fato, ser penalizados. Ou seja, não basta o temor relativo à potencial violação da lei. Uma vez violada, a lei deve ser fielmente aplicada.

A atual conjuntura jurídica nacional é pouco eficiente para coibir a prática do *insider trading*. A legislação brasileira atua de forma branda com o empresário-criminoso, o que reflete em uma relação superavitária entre benefício criminoso e penalidade aplicada. Além da penalidade ser diminuta, há o agravante de que pouco se investiga, prende e pune essa espécie de crime.

Criminosos de colarinho branco são beneficiados pela possibilidade de utilizar o produto criminoso para pagar vultosas somas de dinheiro com o único objetivo de protelar a atividade policial e jurisdicional, de modo que a pena prescreva e/ou obtenha a sua absolvição. O Brasil privilegia o crime de colarinho branco, de tal modo que as penalidades sugestionadas não desestimulam o crime.

Enquanto a relação apresentada na Figura 1 permanecer, o crime financeiro compensará e o uso da informação privilegiada perpetuará diante do mercado acionário brasileiro. Em paralelo, além de prejudicar inúmeros acionistas, alguns que podem ser encarados como hipossuficientes frente aos grandes conglomerados econômicos e poderosos administradores, esse tipo criminoso pode colocar em risco o desenvolvimento nacional, uma vez que o mercado acionário é uma das forças motrizes da economia pátria.

O Estado precisa definir qual a posição que irá adotar frente ao uso da informação privilegiada. Considerando o potencial lesivo da conduta, entendemos que o uso pontual do aparato penal, associado a penalidades severas no âmbito cível e administrativo, é essencial para uma eficiência de

mercado, porém, enquanto o Estado brasileiro estabelecer uma conduta de cumplicidade ou de não combatividade ao *insider trading*, haverá a perpetuação do crime e do risco para o mercado.

Referências

ANDRES, C. et al. Corporate governance systems. In: BAKER, H. K.; ANDERSON, R. (Ed.). **Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice**. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

AVELAR, I. E.; PEREIRA, N. A.; CAMARGO, C. Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais: Perfil das Publicações Nacionais e Internacionais. **RAGC**, v. 4. n. 5, 2016.

BANDEIRA, G. S. M. **Abuso de mercado e a responsabilidade penal das pessoas (não) colectivas**: Contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização. Curitiba: Juruá, 2012.

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 63, n. 1, p. 51-62, 2009.

BEAMS, Joseph D.; BROWN, Robert M.; KILLOUGH, Larry N. An experiment testing the determinants of non-compliance with insider trading laws. **Journal of Business Ethics**, v. 45, n. 4, p. 309-323, 2003.

BECK, U. **Living in the world risk society**. Disponível em: <<http://www.skidmore.edu/~rscarce/Soc-Th-Env/Env%20Theory%20PDFs/Beck--WorldRisk.pdf>>. Acesso em: 13 maio 2013.

BECKER, G. S. **Crime and punishment: An economic approach**. 1974. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c3625.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2015.

CARVALHOSA, M. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2003.

CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. 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**, v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metrics. **SSRN Working Paper**, p. 1-60, 2000.

COHEN, L.; MALLOY, C.; POMORSKI, L. Decoding *insider* information. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1009-1043, 2012.

CORSETTI, Michelangelo. **Insider Trading**. Informação privilegiada. O uso indevido no Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá Editora, 2013.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 22 jul. 2015.

DALLAGNOL, D. **Brasil é o paraíso da impunidade para réus do colarinho branco**. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/opiniaao/coluna/2015/10/01/brasil-e-o-paraíso-da-impunidade-para-reus-do-colarinho-branco.htm>>. Acesso em: 1º out. 2015.

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk determinant of asset returns? **The Journal of Finance**, v. 57, p. 2185-2221, 2002.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHEL, D. R. **The Economic Structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

FERREIRA, Renata Rodrigues de Abreu. **Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários**. 2014. Tese de Doutorado. Universidade de Coimbra, 2014.

FRAGOSO, H. C. Direito penal econômico e direito penal dos negócios. **Revista de Direito Penal e Criminologia**. Rio de Janeiro: Forense, n. 33, p. 122-129, 1982.

INIESTA, D. J. G. Fraudes en el mercado de valores. In: ZAPATERO, L. A. A.; MARTIN, A. N. **Fraude y corrupción en el Derecho penal económico europeo: eurodelitos de corrupción y fraude**. Ciudad Real: Universidad de Castilla-La Mancha, 2006. p. 159-204.

JAKOBS, G.; MELIÁ, M. C. **Direito Penal do inimigo: noções e críticas**. Org. e trad.: André Luís Callegari, Nereu José Giacomolli. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2007.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

MACIEL, T. K. S.; MARTIN, A. Efetividade da Repressão ao Insider Trading. **Revista a Barriguda**, Campina Grande, v. 6, n. 1. p. 48-73, jan./abr. 2016.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 249-280, 2013.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014.

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

POSNER, Richard. A. **Economic Analysis of law**. 9. ed. Nova Iorque: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

QUATTRINI, L. T. **Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos**. São Paulo: Saraiva, 2014.

REBELO, N. S. **Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015.

REYES, F. **Direito Societário Americano: Estudo Comparativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ROXIN, C. Tem futuro o Direito Penal? In: FRANCO, A. S.; NUCCI, G. S. **Direito Penal**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010. p. 569-589. v. 1.

RODRIGUES, F. A. Intervenção pública e proibição do *insider trading*: eficiência e última ratio na responsive regulation. **RIL Brasília**, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016.

SCHMIDT, A. Z. **Direito Penal Econômico: Parte Geral**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015.

SCHÜNEMANN, B. O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado de Direito liberal. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 53, 2005.

SHIKIDA, P. F. A.; AMARAL, T. B. Análise econômica do Crime. In: TIMM, L. B. **Direito e Economia no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2014. p. 296-317

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, n. 52, p. 737-783, 1997.

SOUZA, W. P. A. de. **Lições de Direito Econômico**. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris, 2002.

SUTHERLAND, Edwin H. Crime and business. **The Annals of the American Academy of Political and Social Science**, v. 217, n. 1, p. 112-118, 1941.

TODD, A. Corporate governance best practices. In: BAKER, H. K.; ANDERSON, R. (Ed.). **Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice**. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

TORRES, H. A. A. **A responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Belo Horizonte: Del Rey, 2012.

TURNBULL, C. S. S. What's wrong with corporate governance best practices? In: BAKER, H. K.; ANDERSON, R. (Ed.). **Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice**. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

VARIAN, H. R. **Microeconomia: Princípios Básicos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 1-15.