

INSIDER TRADING: RESPONSABILIDADE NAS ESFERAS PENAL, ADMINISTRATIVA,  
CIVIL E DE IMPROBIDADE (ADMINISTRATIVA E EMPRESARIAL)

*Insider trading: liability analyzed in the criminal, administrative,  
civil, and misconduct (corporate and administrative) areas*

Gonçalo Farias de Oliveira Junior

Mestre em Direito Penal Econômico (Universidade Estadual de Maringá). Pós-graduado em: Direito Penal (Universidade Estadual de Londrina), Direito Processual Penal (Centro Universitário Toledo – Unitoledo), Controle da Administração Pública (Escola Superior do Ministério Público da União – ESMPU). Assessor jurídico de carreira do Ministério Público Federal.

RESUMO

Dilucida-se em linguagem fluida e enfoques objetivos, como resultado de levantamento descritivo-qualitativo e leitura analítica da literatura, a responsabilidade por *insider trading* nas esferas penal, administrativa, civil e de improbidade (administrativa ou empresarial). Vincam-se em nível de justificação verticalizada, e desincumbindo-se de formulações práticas e enfoques com conotações econômicas e mercadológicas, certos matizes e aspectos-chave da responsabilidade quadripartida defluente da conduta de *insider trading*, segundo o sistema normativo de controle do mercado de valores mobiliários nacional. A serventia do estudo está em oferecer aportes doutrinários e jurisprudenciais, em profundidade e amplitude suficientes, à atuação dos órgãos e instituições de investigação, persecução e julgamento incumbidos da defesa de bens jurídicos, interesses e direitos coletivos nas preditas esferas de responsabilização.

PALAVRAS-CHAVE

*Insider trading*; responsabilidade; penal; administrativa; civil; improbidade administrativa; improbidade empresarial.

ABSTRACT

*The liability for insider trading in the criminal, administrative, civil and misconduct (administrative or corporate) spheres is explained in fluid language and objective approaches, as a result of a descriptive-qualitative survey and analytical reading of the literature. Certain nuances and key aspects of the quadripartite liability arising from insider trading conduct, according to the regulatory system for controlling the national securities market, are emphasized at the level of vertical justification, and by dispensing with practical formulations and approaches with economic and market connotations. The purpose of the study is to offer doctrinal and jurisprudential contributions, in sufficient depth and breadth, for the actions of the investigation, prosecution and judgment bodies and institutions responsible for defending legal assets, interests and collective rights in the aforementioned spheres of liability.*

KEYWORDS

*Insider trading*; responsibility; criminal; administrative; civil; administrative misconduct; corporate misconduct.

Recebido em 24.9.2024 - Aprovado em 18.10.2024

## NOTAS INTRODUTÓRIAS

O indivíduo – como ser livre, dotado de razão e vontade, integrado no mundo fenomênico e assente em elementos históricos, culturais, morais, religiosos, políticos e econômicos sedimentados no tecido social – responde por suas ações e omissões, e, por vezes, de terceiros, quando violadoras da ordem normativa posta institucionalmente. Essas condutas podem ser qualificadas, isolada ou concorrentemente, como destoantes de regramentos de índole administrativa, penal, civil etc., a depender da preexistência de normação abstrata que as definam como tal, das circunstâncias concretas e do grau de lesividade a interesses privados ou coletivos resguardados pelo sistema jurídico. É falar, o cometimento de ações e omissões contrárias ao Direito dá margem, nos regramentos competentes, a distintas responsabilidades, suscitando a cumulação de sancionamentos que variam de instância para instância linearmente independentes entre si, de acordo com as particularidades de cada uma delas. Ou seja, um mesmo fato pode caracterizar ilícito criminal, administrativo, tributário etc. e desencadear responsabilização, paralelamente ou não, mediante decisões não contrapostas. Dessa forma, a quebra de deveres funcionais dá margem à responsabilidade administrativa, o dano patrimonial e reputacional causado a terceiros enseja responsabilidade civil, a prática de conduta delituosa gera responsabilização penal, e assim por diante. Como quer que seja, cabe ao Estado a apuração de responsabilidade em face do sujeito responsável ou do próprio Estado quando atua na consecução de suas competências administrativa, legislativa e jurisdicional.

O referido acima encerra uma ideia sentencial: ante a contingência humana, as intersubjetividades que marcam as relações entre os indivíduos e as tensões delas resultantes, o Direito cria um conjunto de normas (regras e princípios) articuladas em múltiplas fontes do ordenamento jurídico, não abrindo espaço para coexistência indivisa de responsabilidades. Disso deflui que inexiste empecilho à responsabilização concomitante, em distintas searas, quando coincidente nos respectivos regramentos a tipicidade material da hipótese fática, conquanto dessemelhantes à *ratio*, as especificidades e os fins dos instrumentos de reação jurídica a comportamentos antinormativos. Melhor dizendo, não há óbice à incidência de preceitos jurídicos pertencentes a ramos diversos e, em complementação mútua, sobre fato simultaneamente configurador de ilícitos com idênticas ou distintas delineações ontológicas. Daí se poder falar categoricamente em responsabilidade multidisciplinar.

Pontifica-se na doutrina clássica que a ciência jurídica necessita da complementaridade inerente à união de suas diferentes partes, que não se situam uma ao lado da outra como coisas estáticas, o que caracteriza esse ramo do conhecimento humano como uma realidade: a) unitária, segundo uma unidade de composição de elementos distintos e correlacionados, cuja constituição é essencial à função exercida pelo todo; b) orgânica, que existe em virtude da harmonia das partes, em que os vários elementos, cada qual com sua função própria, não se desenvolvem como atividade bastante e de per si; c) teleológica, em que cada parte só existe em razão do todo no qual se estrutura e a que serve, obedecendo a uma função comum, irreduzível às partes componentes (Reale, 2013, p. 30-31).

Em termos linguísticos, o vocábulo “responsabilidade” indica “a obrigação de responder pelas ações próprias ou dos outros [...] [isto é, o dever] resultante da violação de determinado direito,

através da prática de um ato contrário ao ordenamento jurídico<sup>1</sup>. Na terminologia da Ciência do Direito, a palavra apresenta conteúdo jurígeno que remete ao que se denomina “esferas de responsabilidade”, preconcebidas como espaços de conformação legislativa em que – em face de uma contrariedade à ordem jurídica, sob o abrigo de cláusulas constitucionais, regras e institutos próprios, e dentro de limites de competência – é exercida com plenitude a potestade sancionadora do Estado para preservação de interesses dos indivíduos, da coletividade ou da sua própria autoridade. Como se explica, a responsabilidade é tema essencial ao Direito, estando integrada à Teoria Geral do Direito independentemente de sua abordagem pelo ângulo do Direito Administrativo, Civil, Penal etc. (Carvalho Filho; Almeida, 2022, p. RB-7.3).

No respeitante ao tema das instâncias de responsabilização, é de grande utilidade dividir, em termos conceituais, duas modalidades de responsabilidade que, apesar de se avizinham, não se embaralham: a punitiva e a reparatória. A primeira redundava essencialmente em punibilidade, ou seja, na materialização do *ius puniendi* por meio do Direito Penal ou do Direito Administrativo Sancionador. E a segunda importa em compensação do dano ocasionado pelo comportamento ilícito do agente. Numa e noutra, a espécie sancionatória e o *quantum* da pena aplicáveis ficam a depender da natureza, extensão e gravidade do dever jurídico violado (legal, regulamentar, contratual, extracontratual etc.), do desequilíbrio experimentado pela vítima ou ofendido e do restabelecimento ou não ao estado anterior existente (*status quo ante*).

Acoplada à responsabilidade jurídica, tem-se a questão nodal da independência dos sistemas de responsabilização, a qual orbita, de sua vez, a temática da (in)comunicabilidade entre a sentença pronunciada em determinada instância e a exarada por outra esfera de poder, influenciando ou não o conteúdo de um dos *decisuns*. Ressalta-se, a respeito da autonomia das esferas de julgamento, que a decisão proferida por uma instância em regra produz efeitos sem depender da ratificação de outra, à exceção dos casos sujeitos a recurso. A independência das responsabilidades é princípio associado ao dogma da separação de poderes, ambos conformadores do domínio político dos órgãos constitucionalmente institucionalizados e das funções desempenhadas por cada um deles. Pelo princípio da independência das responsabilidades, impossibilita-se a vinculação de um juízo a outro pertencente a diferente segmento jurisdicional ou administrativo<sup>2</sup>. Todavia, é imperioso acautelar que o vetor da independência entre as instâncias julgadoras, impedindo a subordinação de uma decisão a outra, não pode dar lugar à automática reiteração sancionatória fundada nos mesmos fatos e razões de decidir, devendo-se garantir, consoante anotado, a segurança jurídica, a proporcionalidade e a razoabilidade, a fim de impedir decisões incoerentes e punições excessivas (Araújo, 2021, p. 647), limitadoras de valores essenciais e direitos fundamentais positivados na Lei Máxima.

---

1 Cf. RESPONSABILIDADE. In: HOUAISS, Instituto Antônio. Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Ed. Objetiva, 2009.

2 Não custa comentar, nessa toada, que a independência das searas de jurisdição é avalizada pelo STF. Ilustra-se citando o entendimento, cristalizado na jurisprudência da Corte, de que a imposição de ato de demissão ou de cassação da aposentadoria, após procedimento administrativo regular, “não depende da conclusão da ação penal, tendo em vista a autonomia das instâncias” (RMS 24.791).

Outro assunto deveras intrincado, que urge explicação, é o concernente ao *ne bis in idem* ou *non bis in idem* (“não duas vezes pelo mesmo”), direito subjetivo fundamental que, a despeito de não estar corporificado expressamente no Texto Constitucional, é acolhido no Direito interno e enunciado no Estatuto de Roma do Tribunal Penal Internacional (art. 201): “Salvo disposição contrária do presente Estatuto, nenhuma pessoa poderá ser julgada pelo Tribunal por atos constitutivos de crimes pelos quais este já a tenha condenado ou absolvido”. Tal valor normativo contra o arbítrio do poder punitivo estatal, sabe-se, evita a sobreposição de respostas punitivas, garantindo que uma pessoa não seja punida, ou mesmo absolvida, mais de uma vez, em razão de idêntico evento materialmente ilícito, por um ou mais órgãos ou esferas jurídicas do microssistema de resolução de disputas, em processo jurisdicional ou em procedimento administrativo, independentemente da ordem cronológica do julgado. Assim é que, como corolário da proteção plasmada no *ne bis in idem* – própria do Estado Constitucional de Direito –, eventual duplicidade de condenações pelo mesmo fato desafia pedido recursal impugnativo para desconstituir os efeitos do julgamento contaminado pelo erro judicial. Sublinha-se que, na sistemática quadripartite de responsabilização por ato defluente da prática de *insider trading*, o apotegma do *non bis in idem* (“não aplicação de duas penas sobre a mesma falta”) não incide indiscriminadamente, porquanto, em frente aos ordenamentos penal, administrativo, civil e de improbidade, e devido às circunstâncias específicas do caso concreto, a ilicitude reveste natureza antijurídica materialmente diversa. Reforça-se, no ponto, que a coexistência desses âmbitos autônomos e interdependentes de responsabilidade está lastreada em razões de ordem teleológica. Enquanto o Direito Administrativo Sancionador tem por objetivo primacial a regulação daquela anomalia, o Direito Penal visa a exercitar o poder persecutório-punitivo estatal. No âmbito da Administração Pública nacional ou estrangeira, a repercussão sancionatória radica na salvaguarda da probidade em relação a agentes públicos (*lato sensu*) e pessoas jurídicas que praticam atos de corrupção. E, para o Direito Civil, a finalidade maior da responsabilização consiste em sujeitar o transgressor ao dever de reparação, em consequência do ato ilícito.

## 1 RESPONSABILIDADE PENAL

*Insider trading* é expressão inglesa, originária do sistema jurídico anglo-americano, designativa, na literatura internacional, da negociação de ações ou outros títulos de uma empresa, com base em informação materialmente relevante ainda não divulgada ao público em geral<sup>3</sup>. Na linguagem do Direito pátrio, a locução se apresenta exprimindo a ideia basilar de transação no mercado de investimentos, em que o acionista, o diretor, o membro do conselho de administração ou do conselho fiscal, o administrador etc. – ou seja, alguém “de

---

3 Um irremediável esclarecimento: ao contrário da crença generalizada, *insider trading* é prática comercial nem sempre caracterizadora de ilicitude. Ou seja, a depender da definição jurídica adotada pela legislação vigente de cada país, a conduta pode constituir ou não violação de normas protetoras do mercado de capitais. No sistema norte-americano, p. ex., o *insider trading* é legal quando *insiders* corporativos (executivos, diretores, funcionários etc.) negociam ações de sua empresa utilizando, desde que previamente disponibilizadas ao público investidor, informações relativas a questões de liquidez destes papéis.

dentro do negócio" (o *insider*)<sup>4</sup> – utiliza informação privilegiada<sup>5</sup> sobre valores mobiliários de emissão de uma companhia aberta antes de ser veiculada publicamente, intencionando locupletamento sem causa em seu benefício ou de terceiros, como, *v.g.*, a obtenção de lucro com a valorização de papéis ou a reversibilidade de prejuízo iminente<sup>6</sup>.

A infração – possuidora de muitas facetas – consiste, comumente, em uma pessoa, por força de exercício profissional ou não, negociar valores mobiliários antes que certos fatos circunstanciais se tornem conhecidos e a preços que não refletem o impacto de determinada informação de conhecimento exclusivo do *insider* (Krugman; Wells *apud* Ávila; Lacerda, p. 97). Por via de regra, a informação privilegiada se refere a perspectivas de compra e venda de ações com possibilidades de obtenção de dividendos elevados (Seyhun, 1998, p. 20). Igualmente, é possível que operações efetuadas entre a companhia e seus *corporate insiders*, ou entre a companhia por eles controlada e outras companhias abertas, criem condições artificiais de demanda ou oferta de valores. Seja como for, a manipulação de informação relevante presta-se à sustentabilidade financeira de determinada operação com valores mobiliários.

Um sobreaviso: o ordenamento positivo brasileiro não contempla nenhuma definição formal de *insider trading*. Em que pese isso, nosso sistema jurídico desfruta de preceitos normativos que, interpretados conjugadamente, servem de lastro conceitual. Assim, tem-se as previsões da Lei n. 6.404/1976, que impõem aos administradores das companhias abertas os deveres de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influenciar de modo ponderável na cotação de valores mobiliários (art. 155, § 1º), e de divulgar pela imprensa fato

---

4 Listam-se na doutrina comparada várias categorias de sujeitos que revestem as características de *insiders*: "I) 'Corporate insiders' – pessoas com relação de confiança com a sociedade e respectivos acionistas, como administradores, diretores ou mesmo empregados, também designados como 'insiders' primários; II) 'Temporary insiders' – pessoas que adquirem informação privilegiada através de relação esporádica e ocasional com a sociedade, como advogados, analistas ou consultores; III) 'Traders', 'tippers' ou 'tippees' – pessoas que não se enquadram em nenhuma das outras categorias e que recebem, directa ou indirectamente, uma informação privilegiada, realizando com base nela operações sobre valores mobiliários, também conhecidos como 'secondary insiders'" (Augusto *apud* Rodrigues, 2016, p. 216).

5 Realça-se que, em tema de *insider trading*, "informação privilegiada" (*insider information*) é expressão cuja acepção não discrepa de "informação relevante". Conquanto empregadas sinonimamente, vislumbram-se sutis singularidades conceituais. "Informação privilegiada" consiste num dado factual, não público, de natureza econômica, técnica, de gestão etc., cujo conhecimento pode influenciar substancialmente determinada decisão de investimento, conforme se explicita, "uma fusão pendente, um 'recall' de um produto, uma queda nos lucros ou o fracasso de um grande projeto" (Kenton, 2022). Por sua vez, "informação relevante" traduz-se num acontecimento que pode modificar ou não a percepção do mercado em relação a certo título financeiro. Naquela, o privilégio está relacionado à exclusividade da informação, já que esta não está à vista do público, sendo conhecida apenas por um número restrito de agentes financeiros. Nesta, a relevância refere-se à magnitude do elemento informacional, e não necessariamente ao seu caráter limitado. Ainda, toda informação privilegiada é relevante, mas nem toda informação relevante é privilegiada.

6 No ordenamento jurídico brasileiro, a vedação à negociação de valores mobiliários com uso de informações privilegiadas ainda não divulgadas alcança não apenas o *insider*, mas qualquer pessoa que tem acesso ao seu conteúdo e negocia com base nelas, extraindo proveito financeiro.

relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir na decisão dos investidores (art. 157, § 4º). Outro dispositivo legal que pode servir de parâmetro à conceituação da ilicitude é o constante da Lei n. 7.913/1989 (Lei da Ação Civil Pública de Responsabilidade por Danos Causados aos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários), que determina a adoção de medidas judiciais para evitar prejuízos ou para obter ressarcimento de danos decorrentes da compra ou venda de valores mobiliários “utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas” (art. 1º, caput e II).

Na esfera criminal, a prática de *insider trading* é tipificada no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 (na redação dada pelas reformas operadas pelas Leis n. 10.303/2021 e 13.506/2017) sob o *nomen iuris* “*Uso Indevido de Informação Privilegiada*”<sup>7</sup>. A norma incrementada dirige-se para a repressão da utilização ilícita de informação relevante, confidencial ou não, concreta e não publicizada, potencialmente capaz de refletir nos movimentos de preços de ativos financeiros e gerar enriquecimento em prejuízo de outros investidores do mercado de capitais. Como se deslinda, no *insider trading* o agente viola o dever jurídico de não se locupletar por meio de uma informação que detém, ainda não compartilhada com os demais participantes do referido mercado de alocação de recursos (Panoeiro, 2020, p. 168).

A par dessa ótica inicial, e tencionando uma escurteira intelecção acerca do alcance da tipificação, é de vital importância apreender, como antecipado, que o art. 27-D alberga duas figuras delitivas: uso de informação relevante não divulgada (*caput*) e repasse de informação sigilosa sobre negociação de valores mobiliários (§ 1º). Aqui, algumas observações sobre as Leis n. 10.303/2021 e 13.506/2017 fazem-se necessárias: o primeiro diploma incluiu o art. 27-D na Lei n. 6.385/1976, criminalizando a ilicitude<sup>8</sup>, e o segundo alterou a redação primitiva deste dispositivo, que só previa a figura do *insider* primário, isto é, do agente que possuía o dever de manter reserva sobre a informação relevante, tornando diferenciado o sujeito ativo em razão desta especial obrigação jurídica<sup>9</sup>. Dessarte, a Lei n. 13.506/2017 passou a incriminar a conduta do *insider* secundário, possibilitando que qualquer agente do mercado investidor que utilize informação relevante ainda não divulgada ao mercado também incorra no delito. Percebe-se, diante do exposto, que, antes da edição da Lei n. 13.506/2017, a punibilidade penal do injusto perpetrado por agente de mercado desobrigado do dever de sigilo profissional somente era viável na hipótese de concorrência delitiva, na forma,

---

7 Doutrina-se, quanto à gênese da disciplina penal do *insider trading* no Brasil, que a intervenção do Poder Legislativo tem como precedente histórico a crise econômica norte-americana de 1929, episódio que serviu de alerta ao mundo inteiro para a necessidade de regulação do mercado mobiliário, inclusive criminalizando a utilização indevida de informação relevante ainda não publicizada (Bitencourt, 2023, p. 1065-1066).

8 A Lei n. 10.303/2021 introduziu, ainda, na Lei n. 6.404/1976 (art. 155, § 4º), vedação, de natureza civil e administrativa, à “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”.

9 Do ponto de vista classificatório, a violação desse encargo profissional predica a tipicidade da conduta como crime próprio, inserindo-o na categoria de delito de dever.

consoante expõe-se, do art. 30 do Código Penal (Atencio, 2021, p. 96-97)<sup>10</sup>. Completivamente, a Lei n. 13.506/2017 tipificou no § 1º do art. 27-D o agir fraudulento de quem

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

Ademais de tudo, o legislador de 2017 inseriu na Lei n. 6.385/1976 (art. 27-D) causa de aumento da pena, em um terço, a quem cometer o crime “valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo” (§ 1º). Tal expansão de enquadramento resultou, para ambas as figuras delitivas (*caput* e § 1º), na manutenção da pena prevista originalmente: reclusão, de um a cinco anos, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida como resultado do crime<sup>11</sup>.

Prospectando o foco da tutela prenunciada no art. 27-D, vaticina-se, em primeira análise, que numa perspectiva ampla a persecução criminal do *insider trading* visa a resguardar a dinâmica natural das atividades de emissão e negociabilidade intermediada de títulos e contratos financeiros no mercado investidor. Como giza-se, a ausência de correlação entre o preço real do valor mobiliário negociado e o efetivamente praticado na transação é uma das consequências do *insider trading*, “tendo em vista que uma das partes não possuía todas as informações necessárias para mensurar o valor justo do título negociado” (Lage, 2011, p. 5).

Afora tal desiderato, os tipos incriminadores propõem-se, em uma concepção ainda mais abrangente, a preservar a credibilidade operacional do mercado mobiliário, interesse transindividual que converge em prol do Sistema Financeiro Nacional (SFN)<sup>12</sup>, o qual, conforme

---

10 É necessário ter presente, almejando dimensionar o problema e assim evitar grave incompreensão, que na dogmática penal a normativa prevista no art. 30 do CP enuncia critérios de imputação no concurso de pessoas (coautoria/participação), prevendo como regra geral a incomunicabilidade das circunstâncias subjetivas, “salvo quando elementares do crime”. A disposição distingue-se da diretriz do art. 29 do *Codex*, cláusula geral que permite, como derivação lógica dos princípios da culpabilidade e da individualização da pena, atribuir responsabilidade penal aos autores de conduta típica “na medida de sua culpabilidade”. Isto é, conforme o grau de atuação de cada um deles no resultado vinculado ao bem jurídico protegido.

11 Situada no campo do Direito Penal Empresarial (sub-ramo do Direito Penal Econômico), mais exatamente entre os crimes contra o mercado de capitais, a manipulação de informações no mercado de capitais para extrair ou dar vantagens a certas partes é classificada como subespécie dos crimes contra o SFN catalogados na Lei n. 7.492/1986, e categoria do *white collar crime*, por envolver ordinariamente pessoas com *status social* elevado, como grandes empresários, executivos e financistas, que praticam este e outros delitos, relacionados com o seu ramo de atividade ou posição de poder.

12 Alguns especiais pormenores suplicam elucidação: a locução “sistema financeiro nacional” (CF, art. 192) não se confunde com as expressões “ordem econômico-financeira” (art. 170) e “ordem econômica e financeira” (art. 173, § 5º), cujas dessemelhanças não se adstringem à qualificação semântica, ou seja, ao significado linguístico destes e daqueles conjuntos de palavras, mas se espraiam para a conotação jurídica que ostentam, consoante a seguinte incursão – em perspectiva conceitual – nessas emblemáticas disposições da ordem econômica constitucional brasileira: a) Sistema Financeiro Nacional é a rede de órgãos e instituições, públicas e privadas, incumbida da intermediação financeira entre credores e tomadores de recursos, por meio de serviços ofertados, e organizada por agentes normativos, supervisores e operadores, de forma a promover o desenvolvimento

está averbado no Texto Magno, deve “servir aos interesses da coletividade” (CF, art. 192). Além disso, a finalidade protetiva urdida no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 denota clara interconectividade axiológica com a função social da propriedade privada, princípio geral da atividade econômica que “tem por fim assegurar a todos existência digna” (CF, art. 170, *caput* e III).

Entretanto, partindo dessa visão macro para uma visão micro, julga-se irrefutável que o bem jurídico-penal protegido pela tipologia cognominada de “Uso indevido de informação privilegiada” é o afluxo isonômico de informações sobre ativos negociados no mercado de capitais – isto é, a plena afluência de informações a todos os que participam deste mercado, especialmente daquelas que possam influenciar no equilíbrio de oportunidades de investimentos. Este, rigorosamente, é o objeto primordial de tutela criminal. Como reconhecido pela 5ª Turma do STJ – no julgamento da primeira ação penal por *insider trading* no Brasil (caso Sadia) –, busca-se garantir, a todos os investidores, o direito à equidade informacional, “condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias”<sup>13</sup>.

Pensa-se, à vista dessas considerações, que a investida legiferante do Congresso Nacional na criminalização do uso indevido de dados relevantes, não públicos e capazes de originar ganhos injustos em negociação de ativos financeiros se constitui em decisão política alinhada com o Texto Maior, que, ao conformar a relação entre Estado e economia, garante a livre iniciativa (art. 1º, IV) e a livre concorrência (art. 170, IV). Mais ainda: surge como desdobramento da diretiva constitucional que prescreve a atuação estatal, sem intervenção direta nas atividades econômicas privadas, com o fim de coibir o abuso de poder econômico e a dominação de mercado. Não se pode olvidar, ainda, que, sob o prisma interpretativo lógico sistemático, não apenas o mercado de capitais e os interesses patrimoniais dos agentes financeiros que o financiam assumem relevo na tutela perseguida, mas a afirmação dos valores intrínsecos da ordem econômica constitucional. À toda evidência, a normação criminalizadora não se afigura como simples mecanismo de validação de pautas regulatórias.

Importante ter em linha de conta que, de maneira geral, o delito de *insider trading* é materializado mediante engenhoso e diversificado *modus operandi*, peculiaridade que pode embaraçar a contrarresposta institucional dos agentes de controle. Sumamente, as ações criminalizadas resultam em interferências prejudiciais à funcionalidade do mercado de investimentos, afetando desfavoravelmente acionistas e demais *stakeholders*, em relação aos quais a ordem jurídica<sup>14</sup> assegura o acesso público e sincrônico a informações sobre títulos negociáveis e impõe

---

equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade; b) ordem econômico-financeira refere-se à organização jurídica dos elementos ligados à distribuição de bens, serviços, circulação de ativos financeiros, uso de propriedade etc., de acordo com um sistema normativo escalonado a partir de grau legislativo superior: a Constituição, centro produtor fundante de todas as espécies normativas mediante o qual as relações econômicas são moldadas (Oliveira Junior, 2014, p. 52); e c) ordem econômica e financeira diz respeito à parcela da ordem jurídica, reguladora das relações econômicas e atividades financeiras, suas estruturas e sujeitos, que operam a institucionalização do sistema econômico-financeiro.

13 Disponível em: <https://tinyurl.com/yzfpmn3e>. Acesso em: 8 mar. 2024.

14 Leis n. 4.728/1965 (art. 2º, I e IV) e 6.385/1976 (art. 4º, VI), respectivamente.

a observância de práticas comerciais equitativas – ou melhor, de forma irrestrita e com igualdade de condições. Sem essas garantias o mercado investidor passa a ser ineficiente, desestimulando investidores, em prejuízo da atividade empresarial, cuja cadeia produtiva depende dos recursos alocados naquele segmento mercadológico para atingir resultados condizentes com o primado do desenvolvimento econômico e social (Ribeiro; Vianna, 2008, p. 9)<sup>15</sup>.

Precisamente nesse quadro é que se encontra situado, no Brasil, o mecanismo de responsabilização penal por “Uso indevido de informação privilegiada”, cuja função finalística é garantir um mercado de capitais íntegro e ético aos titulares de valores mobiliários e investidores, que dependem da disseminação igualitária de informações para uma boa tomada de decisões de investimentos.

## 2 RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA

Por primeiro, giza-se que o poder de polícia estatal está assim genericamente emoldurado na Carta da República (art. 174):

Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

O dispositivo, precisa-se, muito embora não tenha logrado uma distinção conceitual mais exata,

restringe a função de regulação econômica estatal do setor privado, afastando os desejos de uma forte ação interventora e dirigente. [...] Especialmente a normatização e a fiscalização são claras expressões da regulação estatal da economia. Ambas podem, conforme se dirijam a atividades econômicas públicas ou privadas, lançar mão de diferentes institutos do direito público (por exemplo, poder de polícia das últimas e poder concedente das primeiras). (Mendes, 2023, p. 10.937 e 11.382).

No âmbito do mercado de valores mobiliários, a função básica de fiscalização é atribuída, pela Lei n. 6.385/1976 (art. 3º, § 1º), ao Banco Central do Brasil (BCB), competindo ao Conselho Monetário Nacional (CMN), por seu turno, a definição da “política a ser observada na organização e no funcionamento” daquele segmento do sistema financeiro (art. 3º, I). Já a atividade administrativa sancionadora – resultante das funções de supervisão, apuração punição de comportamentos disfuncionais e lesivos ao mercado de capitais – é exercitada, *ex officio*, pela

---

15 Por pertinente, lembra-se que, em virtude das repercussões do *insider trading* no SFN, a competência para o processamento da ação penal é da Justiça Federal. Como assentado no julgamento do famoso caso Eike Batista (RHC 82.799), denunciado na condição de acionista controlador da empresa OSX Construção Naval S/A por utilização indevida de informações privilegiadas em transações de ações, é inegável que condutas delituosas perpetradas no mercado de capitais “podem repercutir não só em relação aos investidores, mas também afetar a própria credibilidade e a harmonia do sistema financeiro, com prejuízos econômicos ao país [...]”. Como realçado, apesar de a Lei n. 6.385/1976 não trazer a previsão de competência da Justiça Federal, nos termos da jurisprudência do STF e do STJ, os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômica devem ser julgados pela Justiça Federal quando houver fato que demonstre a existência de lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas (CF, art. 109, IV).

CVM, autarquia instituída pela Lei n. 6.385/1976, vinculada ao Ministério da Fazenda e dotada de autoridade administrativa independente e ausência de subordinação hierárquica (art. 5º).

Releva acentuar que o comando normativo vetorial de fixação da competência para apuração, em processo administrativo, de atos ilegais e práticas não equitativas está abrigado na Lei n. 6.385/1976 (art. 9º, V), que outorga poderes à CVM<sup>16</sup> para aplicar aos autores de tais infrações as penalidades cabíveis, isoladas ou cumulativamente, previstas no art. 11<sup>17</sup>, "sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal" (art. 9º, VI). O diploma conta, bem assim, com outra matriz normativa de definição de competência, atribuindo ao órgão a apuração e a punição de condutas fraudulentas e atos ou omissões relevantes praticadas no mercado investidor (art. 9º, § 6º, I e II). Esse embasamento legal da atividade sancionadora exercida pela CVM é roborado na norma que reserva a esta entidade autônoma o encargo de "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado" (art. 4º, IV, c). Ainda nos termos da Segunda Lei do Mercado de Capitais, à CVM compete fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais (art. 8º, III). Fora esse papel de monitoramento, o estatuto reza que a autarquia poderá proceder à investigação, em que será assegurado o sigilo necessário à apuração dos fatos, podendo, quando o interesse público exigir, "divulgar a instauração do procedimento investigativo" (art. 9º, §§ 2º e 3º)<sup>18</sup>.

Ao compor o figurino institucional do mercado de capitais, a Lei n. 6.385/1976 dispõe que a agência governamental especializada na regulamentação e desenvolvimento do mercado de capitais poderá, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais, adotar as medidas que prevê, como a suspensão da negociação de determinado valor mobiliário e a proibição da prática de atos que sejam prejudiciais ao funcionamento regular do mercado de capitais (art. 9º, § 1º). O elenco de poderes conferidos à CVM, de modo a proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, é ampliado pela Lei n. 6.385/1976, ao estabelecer que na apuração de infrações o órgão poderá deixar de instaurar processo administrativo sancionador,

---

16 Anota-se no campo prático que, somente no ano de 2022, o Colegiado julgou 50 Processos Administrativos Sancionadores, que resultaram em "133 pessoas sancionadas e 81 absolvidas. Destes, 117 foram sancionados com multa, que chegam a R\$ 44,4 milhões". No último trimestre de 2023, foram "18 julgamentos com 44 acusados sancionados e 3 absolvidos. As multas foram imputadas a 37 acusados, e somaram mais de R\$ 14 milhões". Disponível em: <https://tinyurl.com/mpewdsve>. Acesso em: 15 abr. 2024.

17 Entre as quais, multa, que, conforme se defende, possui finalidade afitiva e pedagógica, razão pela qual o quantum cominado não se limita ao valor dos danos causados ao mercado ou do lucro auferido pelo insider. Essa penalidade "não tem finalidade ressarcitória, não cabendo à CVM a tutela individual dos interesses dos investidores lesados, que deverão demandar o ressarcimento de seus prejuízos mediante a propositura de ação civil [...]" (Maciel; Martin, 2014, p. 14).

18 Anota-se no campo prático que, somente no ano de 2022, o Colegiado julgou 50 processos administrativos sancionadores, que resultaram em 133 pessoas sancionadas e 81 absolvidas. Destas, 117 foram sancionadas com multa, que chegam a R\$ 44,4 milhões. No último trimestre de 2023, foram 18 julgamentos com 44 acusados sancionados e 3 absolvidos. As multas foram imputadas a 37 acusados e somaram mais de R\$ 14 milhões. (Disponível em: <https://tinyurl.com/mpewdsve> . Acesso em: 15 abr. 2024).

consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivas. (art. 9º, § 4º)<sup>19</sup>.

Importante destacar que, em sede de responsabilização, na via administrativa, por uso assimétrico de informação privilegiada, a Lei n. 6.385/1976 garante o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados, bem como a observância de práticas comerciais equitativas (art. 4º, VI e VII). Com isso, busca assegurar a seriedade das atividades de emissão, distribuição, negociação e intermediação de papéis no mercado de capitais<sup>20</sup>.

O *enforcement*<sup>21</sup> de prevenção (caráter educativo), detecção (caráter fiscalizatório), repressão (caráter corretivo) e remediação (caráter reparador) do ilícito autoriza, de acordo com a Lei n. 6.385/1976<sup>22</sup>, o Acordo Administrativo em Processo de Supervisão<sup>23</sup>, moderna técnica processual<sup>24</sup>, forjada num movimento preconizado internacionalmente que, operando sob a perspectiva da concertação e do não processo, se coloca como diretriz alternativa às estruturas tradicionais de resolução de conflitos, caracterizadas pela verticalidade da função jurisdicional.

---

19 Consoante ditado na Segunda Lei do Mercado de Capitais (art. 12), verificada a ocorrência ou indícios de cometimento de crime de ação penal pública, o Comitê de Acordo Administrativo em Processo de Supervisão oficialará ao Ministério Público (*rectius*, Federal) para as providências pertinentes.

20 A responsabilidade é tema que ganha contornos específicos quando aplicada às pessoas jurídicas de Direito Público e de Direito Privado prestadoras de serviços públicos (CF, art. 37, § 6º), cujo tratamento – que não se dissocia dos princípios prescritos pelo Direito Administrativo – redonda em responsabilidade pessoal e objetiva dos agentes públicos pelos danos causados a terceiros (teoria do risco administrativo), admitindo, porém, excludentes de responsabilidade, como o caso fortuito, a força maior e a culpa exclusiva da vítima e de terceiros.

21 Outra ferramenta de inquestionável importância para o controle de *insider trading* nas companhias de capital aberto é a implementação, em sua estrutura organizacional, de um programa de integridade (*compliance*), a fim de corroborar o compromisso dos agentes da corporação em atender não somente as regras estabelecidas na Lei das S/A, mas todo o ordenamento jurídico. Entre o conjunto de medidas internas, sugere-se a adoção de um código de conduta, além da previsão de “cláusulas de arbitragem, nos termos da legislação vigente, para que seja possível a resolução de conflitos das empresas sem a necessidade de solução ao litígio no Poder Judiciário” (Redecker; Mallmann, 2018, p. 46-47).

22 A Lei n. 13.506/2017, por sua vez, prevê que o BCB poderá celebrar acordo de supervisão com pessoas naturais ou jurídicas que confessarem a prática de infração, podendo resultar na extinção da ação punitiva ou na redução da penalidade aplicável e ensejar a suspensão do prazo prescricional no âmbito administrativo, sem obstar a atuação do Ministério Público e dos demais órgãos públicos no âmbito de suas correspondentes competências (art. 30, §§ 5º, 6º e 7º).

23 A promoção da consensualidade, anota-se, é mecanismo que não implica renúncia à potestade estatal, mas que viabiliza a verificação de situações em que a transação e o ajuste podem responder melhor a objetivos de interesse público (Binenbojm, 2023, p. 18).

24 Notícia veiculada em 3.4.2024 dá conta de que o Colegiado da CVM, em reunião realizada no dia 2.4.2024, analisou propostas de termo de compromisso dos seguintes processos administrativos e processos administrativos sancionadores: PAS CVM 19957.000589/2022-99, PA CVM 19957.003084/2023-67, PA CVM 19957.015357/2022-35 e PA CVM 19957.012448/2023-08; PAS CVM 19957.007122/2023- 51 e PAS CVM 19957.006440/2021-32.

Destrinchando ainda mais a função de polícia administrativa exercida pela CVM, faz-se alusão ao termo de compromisso (ou compromisso para ajustamento de conduta)<sup>25</sup>. A teor da Lei n. 6.385/1976 (art. 11, § 5º, I e II), a CVM poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, procedimento administrativo destinado à apuração de infração, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos, avença esta cuja celebração não implica confissão, já que o acusado não atesta como verdadeira ou falsa a alegação da agência.

Cabe destacar que na seara administrativa a responsabilidade por *insider trading* é regida pelo Direito Administrativo Sancionador, que assegura ao autor do ilícito os direitos e as garantias fundamentais dos acusados em geral, presentes na Lei Maior (legalidade, tipicidade, imputabilidade, culpabilidade, responsabilidade subjetiva, pessoalidade da sanção, presunção de inocência, direito ao silêncio, *habeas corpus*, mandado de segurança etc.) – cânones de proteção contra abusos do Estado. Isso se dilucida, apesar de o Direito Administrativo Sancionador possuir regime jurídico próprio e distinto do Direito Penal (Osório, 2023, p. RB-5.10) e de a disciplina por ele obrada constituir um *prius* lógico<sup>26</sup> à aplicação deste ramo, que inclusive rechaça, diferentemente daquele setor, a responsabilização das pessoas jurídicas.

De resto, pontua-se que a aplicação de penalidades, em processo administrativo sancionador conduzido pela CVM, não exclui a responsabilidade civil e penal (Lei n. 6.385/1976, art. 9º, VI) nem a responsabilização por improbidade administrativa ou empresarial. Tampouco afasta a responsabilidade disciplinar na hipótese de transgressão perpetrada por servidor público no exercício das suas atribuições ou relacionada com o cargo que ocupa, a exemplo do regime de deveres funcionais instituído pela Lei n. 8.112/1990.

Feito esse balizamento, conclui-se aludindo a Resolução CVM n. 44/2021 (art. 13, *caput*), que veda

a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários <sup>27</sup>.

Ainda nos moldes do diploma, “presume-se que a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação” (art. 13, § 1º, I). Em outras palavras, havendo evidências circunstanciais de que a pessoa utilizou informação privilegiada visando a obter lucro ou evitar perdas

---

25 O instituto é semelhante ao *consent decree*, mecanismo jurídico de resolução amigável de conflitos do sistema estadunidense largamente utilizado pela congênere da CVM, a *Securities and Exchange Commission* – SEC.

26 Anota-se, sobre a administrativização do Direito Penal e o aumento do âmbito sancionador do assim nominado “Direito Administrador”, que a disciplina extrapenal é pressuposto funcional da regulamentação penal, “ainda que não necessariamente cronológico” (Costa, 2013, p. 113-118).

27 Noticia-se que essa nova norma alinha a regulamentação à jurisprudência da CVM formada na análise de casos envolvendo acusações por *insider trading*. Traz, ainda, “maior clareza na aplicação de presunções relacionadas a tais casos, com a indicação do conteúdo de cada presunção, a quem se aplica e em que circunstâncias” (Disponível em: <https://tinyurl.com/y2e4m3wu> . Acesso em: 17 ago. 2024).

em detrimento de uma negociação em condições de igualdade, a resolução permite que se presuma o cometimento de *insider trading*. Isso, contudo, não implica responsabilidade automática, visto tratar-se de paradigma indiciário de ilicitude.

### 3 RESPONSABILIDADE CIVIL

De início, impõe-se tecer um apontamento que não reclama objeção de cunho científico: no sentido jurídico próprio do Direito Privado, a responsabilidade – fonte primária dos negócios jurídicos – está associada à ideia de conduta (ação ou omissão) voluntária, culposa, imputável, violadora de norma jurídica (proibitiva ou impositiva). Para ser conciso, naquele ramo do ordenamento normativo, a responsabilidade civil<sup>28</sup> é consequência jurídica do ato ilícito<sup>29</sup> que, uma vez confirmado o vínculo causal entre os prejuízos e o comportamento imputado, obriga à reparação de perdas e danos (materiais ou reputacionais) causados a terceiros (CC, arts. 186 e 927).

É escusado lembrar, nesse passo, que alguns comportamentos, conquanto causadores de danos a direitos subjetivos de terceiros, não redundam em responsabilidade no campo civil. É o que sucede na legítima defesa e no exercício regular de direito, excludentes de reponsabilidade em relação às quais a lei excepcionalmente retira a qualificação de atos ilícitos (CC, art. 188, I e II).

Calha reavivar, ainda, que na seara civil ressaem várias espécies de responsabilidade, segundo diferentes critérios de classificação: a) contratual, por descumprimento de obrigação pactuada; b) extracontratual ou aquiliana, por atos ilícitos; c) objetiva, que independe de culpa; d) subjetiva, que requer culpa ou dolo; e) por fato de terceiro; f) por vício do produto ou do serviço; g) por atividade de risco; h) responsabilidade civil da empresa, decorrente da sua atividade etc. Destarte, consoante se anota, a disciplina da responsabilidade civil na legislação ordinária oferece amplo arsenal para a repressão de condutas contravenientes que resultem prejuízos a interesses privados (Leães *apud* Melaré, 2010) e públicos, indistintamente.

Concernentemente ao uso indevido de informação privilegiada em operação de compra e venda de ativos financeiros, o poder de sancionamento civil visa a resguardar sobretudo o investidor que suportou prejuízos resultantes da ilicitude, devendo a responsabilidade ser imputada a quem provocou o resultado lesivo assim como ao eventual beneficiário do evento irregular, sendo objetiva<sup>30</sup> para aquele e subjetiva para este, porventura não evidenciado inequivocamente o conhecimento intencional ou negligente do ato ilícito. Simplificando bastante, em se tratando de *insider trading*, a responsabilidade civil se

---

28 A competência para legislar sobre responsabilidade civil é privativa da União (CF, art. 22, I).

29 Distinguem-se na doutrina três espécies de ilícitos civis: I) o fato jurídico ilícito; II) o ato-fato ilícito; III) o ato ilícito. Entretanto, o CC (art. 186) apenas trata explicitamente deste último, não se referindo à ilicitude civil como gênero, mas, na verdade, como “uma espécie de ato ilícito, o ato ilícito ‘stricto sensu’, também chamado de ato ilícito absoluto [...]”. O fato jurídico ilícito e o ato-fato ilícito engendram responsabilidade por fatos e não por atos” (Lôbo, 2024, p. 742).

30 O fundamento primário da responsabilidade civil objetiva está previsto no CC (art. 187), que coíbe – mediante critério finalístico (econômico, social, boa-fé e bons costumes) – o abuso de direito.

constitui no meio jurídico para compelir o agente infrator ao dever de reparação por descumprimento de preceitos disciplinadores das atividades negociais no mercado mobiliário.

A pretensão indenizatória de investidores do mercado de capitais, em razão de prejuízos decorrentes da prática de *insider trading* por administradores de companhias abertas, pode ser obtida por meio de cinco instrumentos: I) ação de social ou individual de reponsabilidade civil (Lei n. 6.404/1976)<sup>31</sup>; II) ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários (Lei n. 7.913/1989); III) arbitragem (Lei n. 9.307/1996); IV) termo de compromisso (Lei n. 6.385/1976); e V) acordos extrajudiciais<sup>32</sup>.

Esclarece-se em adição que, nos termos da Lei das S/A (art. 158, *caput*), os administradores não respondem pessoalmente pelos atos que praticam no exercício regular de sua gestão, os quais são considerados como atos da companhia, sendo, portanto, imputáveis a ela. Com efeito, a responsabilidade dos administradores é subjetiva, ou seja, depende da comprovação de dolo ou culpa. No entanto, os administradores de companhias abertas respondem pessoalmente quando procedem, dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto (art. 158, I, II). Nesse caso, cabe à assembleia-geral promover o ajuizamento da competente ação de responsabilidade, a fim de restaurar o equilíbrio econômico-financeiro afetado ou compensar lesões por dano moral (art. 159, *caput*), sem exclusão da ação individual que couber ao acionista ou ao terceiro prejudicado por ato ilícito do administrador da sociedade anônima (art. 159, § 7º).

De mais a mais, deixa-se frisada a possibilidade de responsabilização dos administradores de companhias abertas, diante de ilicitude não diretamente por eles praticada, quando agem com conivência, negligência ou omissão para frustrar a prática do ato danoso. Nessa hipótese, para eximirem-se de responsabilidade civil, a lei prevê que os administradores deverão manifestar sua divergência ou dar ciência do ilícito ao órgão de administração, ao conselho fiscal ou à assembleia-geral (art. 158, § 1º). Agrega-se que os administradores de companhias abertas são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados à companhia em virtude do não cumprimento de deveres legais (§ 2º), desde que tenham atribuição de dar-lhes cumprimento (§ 3º). Também compartilham a responsabilidade

---

31 Destaca-se, no tocante à ação de social ou individual de reponsabilidade civil, que a Lei Societária (art. 159) prevê, em afinação com o princípio da proteção do patrimônio social e da boa administração dos negócios da empresa, quatro tipos de ações contra atos de administradores, sócios, acionistas e terceiros, causadores de danos à companhia: I) ação social *ut universi* ou ação social coletiva (art. 159, *caput*), ajuizada pela própria sociedade anônima, mediante prévia deliberação da assembleia geral, contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio; II) ação social *ut singuli* substitutiva ou ação social individual, movida por um ou mais acionistas, em nome próprio, no interesse da sociedade, independentemente da quantidade de ações que possua, se não for proposta ação social coletiva no prazo de três meses da deliberação da assembleia-geral (art. 159, § 3º); III) ação social *ut singuli* derivada; IV) ação individual, que tem como objeto a reparação de prejuízos causados ao patrimônio individual de sócio, acionista ou de terceiros (art. 159, § 7º). Como é fácil supor, nos termos desse microsistema legal para a propositura de ação de responsabilidade civil, a legitimidade para o manejo de uma ou outra modalidade de ação fica a depender da titularidade do patrimônio lesado pela conduta danosa, praticada dolosa ou culposamente.

32 Para uma assimilação detalhada das ações de responsabilidade civil disciplinadas na Lei n. 6.404/1976, ler Rodrigues (2011, p. 52-56).

quando, tendo conhecimento do não cumprimento de deveres por seus predecessores ou pelos administradores competentes, deixam de comunicar o fato à assembleia-geral (§ 4º). Ainda, respondem solidariamente quando concorrem com terceiro para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto, aspirando a obter vantagem indevida. Em todas as hipóteses retrodescritas, a responsabilidade dos administradores tem por finalidade acautelar o patrimônio social da companhia e resguardar os acionistas contra condutas ilícitas<sup>33</sup>.

Para terminar, recorda-se que, nos moldes do Código Reale (CC, art. 935), a responsabilidade civil "é independente da criminal, não se podendo questionar mais sobre a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor, quando estas questões se acharem decididas no juízo criminal".

#### 4 RESPONSABILIDADE POR IMPROBIDADE ADMINISTRATIVA

Impende deixar consignado, numa aproximação inaugural, que improbidade administrativa é fenômeno jurídico que corresponde – desconsiderados enfoques metajurídicos, isto é, abstrações filosóficas e, bem assim, referências axiológicas, culturais, sociológicas, históricas, antropológicas e políticas – à ideia basilar de ilicitude substanciada em ato desonesto, abjurante à moralidade que funda e parametriza a atividade estatal, perpetrado no exercício de função pública ou com algum reflexo sobre quaisquer funções do Estado exercidas por agente público (*lato sensu*). A matriz normativa do instituto, assim concebido, deita raízes na Lei Magna, estando encapsulada na legislação ordinária (Lei n. 8.429/1992, na redação dada pela Lei n. 14.133/2021)<sup>34</sup> como fator de acautelamento e punibilidade de desvios de condutas ofensivas aos ditames da ética pública (Oliveira Junior; Oliveira, 2024, p. 997). O fundamento da responsabilidade pela prática de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), configuradora de improbidade administrativa, emana do poder político e jurídico de atuação do Estado no mercado de capitais, mediante regulação e fiscalização. Deve-se atentar, ainda, que, como agente econômico, o Estado integra este segmento mercadológico, promovendo a emissão de títulos públicos (letras do tesouro nacional, notas do tesouro nacional, entre outros)<sup>35</sup>.

---

33 Não é despidendo memorar que, de acordo com o Diploma Societário, os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres, de diligência e lealdade, cominados aos administradores da companhia (arts. 153 a 156), respondendo pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus encargos e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto da companhia (art. 165).

34 Assinala-se que a Nova Lei Geral de Improbidade Administrativa (NLGIA) reconhece os tratados internacionais incorporados ao Direito Interno pelo Estado brasileiro como fontes normativas aptas à produção de efeitos jurídicos no combate à corrupção (art. 16, § 2º). Por oportuno, citam-se os seguintes pactos destinados à cooperação e integração na prevenção e neutralização da corrupção: a) Convenção das Nações Unidas contra a Corrupção (Convenção de Mérida); b) Convenção Interamericana contra a Corrupção; c) Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE.

35 Recorda-se, nesse compasso, que o Governo Federal (União) é acionista controlador de empresas estatais, cujas ações são negociadas em bolsa (p. ex.: Petrobras e Eletrobras), e tem participações minoritárias em empresas privadas (p. ex.: Vale S/A), além de participações diretas por meio de fundos de investimento (p. ex.: Fundo Soberano do Brasil).

Um destaque no tocante à autoria (sujeito ativo) e coautoria (partícipe) de ato doloso tipificado na Lei n. 8.429/1992: a punibilidade derivada deste estatuto alcança não somente o agente público (de qualquer nível ou hierarquia, inclusive o agente político – improbidade própria), mas também o particular (pessoa física ou jurídica, sem vínculo orgânico com a Administração Pública – improbidade imprópria) que pactua negócio jurídico contratual com o poder público e, na condição de autor ou coautor, pratica ato ímprobo. Essa questão, bastante discutida até a reforma da Lei n. 8.429/1992, está equacionada na literalidade da redação incluída pela Lei n. 14.230/2021 no parágrafo único do art. 2º do novo texto, que prevê hipótese de sujeição de terceiro como autor individual:

[N]o que se refere a recursos de origem pública, sujeita-se às sanções previstas nesta lei o particular, pessoa física ou jurídica, que celebra com a Administração Pública convênio, contrato de repasse, contrato de gestão, termo de parceria, termo de cooperação ou ajuste administrativo equivalente.

Para além disso, o *caput* do art. 3º não obsta a incidência da Nova Lei Geral de Improbidade Administrativa (NLGIA) nas hipóteses em que há participação dolosa do sujeito privado (coautor) na execução de ato ímprobo perpetrado por agente público (autor): “As disposições desta Lei são aplicáveis, no que couber, àquele que, mesmo não sendo agente público, induza ou concorra dolosamente para a prática do ato de improbidade”. Como é fácil perceber da leitura deste dispositivo, enquanto na primeira modalidade (induzimento ou instigação) o particular instiga o agente público a cometer/omitir o ato ímprobo, na segunda (concorrência ou cumplicidade) o sujeito privado coopera, material ou intelectualmente, com a execução da ação/omissão ímproba perpetrada pelo agente público.

É de extrema importância salientar que, no julgamento do *leading case* que pôs uma pá de cal em testilhas interpretativas da NLGIA (RE n. 852.475), o Plenário do STF assentou por unanimidade que nosso regime jurídico-constitucional consagra a independência entre a responsabilização civil por ato ímprobo e a responsabilidade penal, derivadas da mesma conduta, ao utilizar textualmente a fórmula “sem prejuízo da ação penal cabível” (art. 37, § 4º, *fine*). Como consta do voto condutor, a Constituição “distingue e separa a ação condenatória do responsável por atos de improbidade administrativa às sanções por ela expressas da ação penal cabível”<sup>36</sup>.

Cumprido sublinhar, lado outro, que o juízo de fundamentação da decisão sobre a existência de ato ofensivo à probidade não é prevalecente sobre a deliberação exarada nos âmbitos penal, administrativo, disciplinar etc., mas possibilita, nos limites do sistema de livre persuasão racional, o aproveitamento dos elementos probatórios coligidos nas demais esferas responsabilizadoras. Significa, noutros dizeres, que a sentença cível por ato de improbidade

<sup>36</sup> Giza-se, em complemento ao exposto, que a NLGIA afasta expressamente a relação de subalternidade entre os sistemas de responsabilidade, ao ditar que, independentemente do ressarcimento integral do dano e das sanções penais, civis e administrativas, está o responsável pelo ato ímprobo sujeito às cominações que prevê, podendo “ser aplicadas isolada ou cumulativamente, de acordo com a gravidade do fato” (art. 12, *caput*). Malgrado esta previsão, o vetor da autonomia das esferas de responsabilidade encontra excepcionais hipóteses de relativização (*pro reo*) no texto reformado da Lei n. 8.429/1992. *Litteris*: “As sentenças civis e penais produzirão efeitos em relação à ação de improbidade quando concluírem pela inexistência da conduta ou pela negativa da autoria.” (art. 21, § 3º).

administrativa não produz efeito automático em outras instâncias de responsabilidade, devendo o juiz aquilatar o valor de cada prova para a formação do seu convencimento sobre os fatos da causa, consoante o princípio do livre convencimento motivado, pois, como é sabido, na processualística hodierna as provas não possuem valores predeterminados. Tal pressuposto necessário (valoração da prova) possibilita, porém, que o juiz reconheça eventual conexão vinculante entre as decisões proferidas e estabeleça a modulação dos efeitos da decisão ulterior sobre a sentença interdependente, inclusive compensando de forma redutora a sanção fixada. Contudo, faz-se remissão à deliberação da Superior Corte de Justiça, que – em sentido reverso ao quanto sustentado *ut supra* – validou a possibilidade de repercussão da decisão proferida em ação civil por ato ímprobo sobre ação criminal em tramitação. O fundamento da tese aduzida consiste em que na esfera penal é pertinente considerar os argumentos da decisão absolutória proferida na via da improbidade administrativa como elementos de persuasão, haja vista a independência das esferas. Na espécie considerou-se que, tendo a instância cível concluído que não ficou demonstrado que os particulares induziram ou concorreram dolosamente para a prática de ato atentatório aos princípios da Administração, não poderia a mesma conduta ser violadora de bem jurídico tutelado pelo Direito Penal. Admitiu-se, assim, a efetiva repercussão da decisão de improbidade sobre a justa causa da ação penal, motivo pelo qual não se justificaria a manutenção desta última. Nas palavras do relator do processo, “a unidade do Direito deve se pautar pela coerência”<sup>37</sup>.

Enfatiza-se, desta feita no tocante à dúplici natureza jurídica da responsabilidade derivada de condutas ao mesmo tempo ímprobos e delituosas, que a NLGIA (art. 21, § 2º) passou a ditar que as “provas produzidas perante os órgãos de controle e as correspondentes decisões deverão ser consideradas na formação da convicção do juiz”. Como se percebe sem nenhum esforço, o conteúdo deste preceito normativo enuncia uma relação de conexão entre diferentes instâncias de responsabilidade, vinculando o juízo processante da ação de improbidade administrativa aos elementos e dados probatórios obtidos em outras esferas judiciais e administrativas, em ordem de prevalente valoração destas sobre aquele. Tal regra, porém, implica indevida mitigação do princípio, conquanto não absoluto, da autonomia das esferas de reponsabilidade, razão pela qual é passível de interpretação conforme a Constituição (Oliveira Júnior; Oliveira, 2024, p. 1026).

Outra previsão inserida na Lei n. 8.429/1992 (art. 21, § 4º), merecedora de redobrada atenção, é a que estatui que a absolvição criminal proferida em ação que discuta os mesmos fatos, confirmada por deliberação colegiada, impede o trâmite da ação de improbidade administrativa, havendo comunicação com todos os fundamentos de absolvição previstos no art. 386 do CPP. A dessintonia da novedia norma com a *lex legum* está em prever ampla exceção ao primado da independência das esferas de responsabilidade, estabelecendo conexidade expansiva entre a sentença penal absolutória e a decisão de mérito da ação civil que apura ato ímprobo – isto é, sem limitar os efeitos da decisão criminal absolutória no processo de improbidade às hipóteses de inexistência do fato ou negativa de autoria (CPP, art. 386, I e IV), mas estendendo-os às demais situações previstas no CPP (art. 386,

---

37 RHC 173.448. Julgamento em 7.3.2023.

II, III e V a VII). Em assim sendo, qualquer que seja o fundamento da absolvição penal, a pretensão condenatória por ato ímprobo sobejará inviabilizada (Oliveira Júnior; Oliveira, 2024, p. 1026-1027). Isso, entretanto, vilipendia a Constituição<sup>38</sup>.

Em suma, resta clarividente que tanto a compulsoriedade do exame das provas coligidas e das respectivas decisões exaradas no âmbito administrativo em decorrência da atuação dos órgãos de controle (art. 21, § 2º) quanto a ampliação irrestrita do efeito vinculante da sentença criminal absolutória sobre o juízo de improbidade (art. 21, § 4º) não observam a tutela da probidade sistematizada pelo poder constituinte originário, a qual, em sintonia com o princípio da independência dos sistemas de responsabilização, reconhece, mediante o sentido literal da construção normativa "sem prejuízo da ação penal cabível" (art. 37, § 4º, *in fine*), a autonomia das instâncias de improbidade e penal.

Quanto ao mais, salienta-se que, de acordo com o sistema de improbidade administrativa, a repercussão dos efeitos de sentenças civis proferidas em outros processos judiciais exige a participação do Ministério Público como parte ou *custos legis*. "Da mesma forma, o reconhecimento dos efeitos em determinada ação civil pública de improbidade exige prévia intimação e manifestação do Ministério Público, nos termos do art. 10, do CPC"<sup>39</sup>.

## 5 RESPONSABILIDADE POR IMPROBIDADE EMPRESARIAL

A responsabilização, nos âmbitos administrativo e civil, de pessoas jurídicas<sup>40</sup> por atos lesivos ao patrimônio público nacional ou estrangeiro, atentatórios aos princípios da Administração Pública nacional ou estrangeira ou aos compromissos internacionais assumidos pelo Brasil, está delineada na Lei n. 12.846/2013 (Lei Anticorrupção Empresarial ou Lei de Improbidade das Pessoas Jurídicas)<sup>41</sup>.

---

38 Não foi sem razão que em 27.12.2022 o ministro Alexandre de Moraes, relator, confirmou integralmente a medida cautelar concedida e, convertendo seu referendo em julgamento de mérito, conheceu parcialmente da ADI 7236 e julgou-a parcialmente procedente, declarando a parcial inconstitucionalidade com interpretação conforme do art. 21, § 4º, da Lei n. 8.429/1992, no sentido de que a absolvição criminal, em ação que discuta os mesmos fatos, confirmada por decisão colegiada, somente impede o trâmite da ação de improbidade administrativa nas hipóteses dos arts. 65 (sentença penal que reconhecer ter sido o ato praticado em estado de necessidade, em legítima defesa, em estrito cumprimento de dever legal ou no exercício regular de direito), 386, I (estar provada a inexistência do fato), e 386, IV (estar provado que o réu não concorreu para a infração penal), todos do CPP.

39 Nota Técnica 01/2021 – 5ª CCR - MPF. Disponível em: <https://tinyurl.com/bdz8xvrm>. Acesso em: 5 mar. 2024.

40 Aplica-se o disposto no diploma às sociedades empresárias e às sociedades simples, bem como a quaisquer fundações, associações de entidades ou pessoas, ou sociedades estrangeiras, que "tenham sede, filial ou representação no território brasileiro, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente" (art. 1º, parágrafo único).

41 Esse diploma compõe, ao lado do sistema geral de defesa da probidade administrativa (Lei n. 8.429/1992, na redação dada pela Lei n. 14.230/2021), outro sistema autônomo – constituído pela LC n. 64/1990 (Lei de Inelegibilidade) e pelas Leis n. 8.112/1990 (Estatuto dos Servidores Públicos Civis da União), 9.504/1997 (Lei das Eleições), 10.257/2001 (Estatuto da Cidade), 12.527/2011 (Lei de Acesso à Informação Pública) e 12.813/2013 (Lei de Conflitos de Interesses) –, o qual é dirigido para a defesa

A Lei n. 12.846/2013 impõe responsabilidade objetiva às pessoas jurídicas, isto é, respaldada na simples comprovação do dano e nexos causal entre o ato praticado “em seu interesse ou benefício, exclusivo ou não” (art. 2º) e o resultado lesivo. Isso, sem exclusão da “responsabilização individual de seus dirigentes ou administradores ou de qualquer pessoa natural, autora, coautora ou partícipe do ato ilícito” (art. 3º, *caput*)<sup>42</sup>.

Sobressai do texto legal que a sistemática de responsabilização pelos atos tipificados no art. 5º é decomposta em dois regimes sancionatórios: um, disciplinando a apuração da responsabilidade e a aplicação de penalidades em processo administrativo, conduzido por comissão composta por servidores estáveis (arts. 8º ao 17), e outro, prevendo a imposição de cominações por meio de processo jurisdicional (arts. 18 ao 21). Na esfera administrativa<sup>43</sup> serão aplicadas, isolada ou cumulativamente, as sanções de multa e publicação extraordinária da decisão condenatória (art. 6º, I e II), sem exclusão da obrigação de reparação integral do dano (art. 6º, § 3º). Na esfera judicial, os entes federativos e o Ministério Público poderão ajuizar ação<sup>44</sup> com vistas à aplicação das penalidades legais às pessoas jurídicas infratoras, podendo requerer a decretação de indisponibilidade de bens, direitos ou valores necessários à garantia do pagamento da multa ou da reparação integral do dano causado.

A autonomia dos regimes de responsabilidade configurados na Lei Anticorrupção Empresarial, em relação à sistemática de responsabilização definida na Lei n. 12.846/2013, é assumida taxativamente naquele estatuto (art. 30), disposição que, entretanto, restou escorreatamente ab-rogada pela Lei n. 14.230/2021 (art. 2º), que incluiu no § 7º do art. 12 da NLGIA a seguinte regra: “As sanções aplicadas a pessoas jurídicas com base nesta Lei e na Lei n. 12.846 [...] deverão observar o princípio constitucional do ‘non bis in idem’<sup>45</sup>”.

A Lei n. 12.846/2013 proclama, ainda, a independência das instâncias de julgamento, ao prever que, na “esfera administrativa, a responsabilidade da pessoa jurídica não afasta a possibilidade de sua responsabilização na esfera judicial” (art. 18). Em termos práticos, isto quer dizer que a lei assegura que a eficácia dos pronunciamentos decisórios exarados nos

---

dos padrões de honestidade e transparência que devem guiar a atuação dos agentes públicos. Ambos os sistemas contêm importantes ferramentas para a manutenção dos princípios éticos e contenção de práticas desleais e corruptas na Administração Pública.

42 Essa regra, aliás, é robustecida em outra disposição, que dita a punição das pessoas jurídicas “independentemente da responsabilização individual dos dirigentes ou administradores ou de qualquer pessoa natural, autora, coautora ou partícipe do ato ilícito” (art. 3º, § 1º).

43 A instauração e o julgamento de processo administrativo para apuração da responsabilidade de pessoa jurídica cabem à autoridade máxima de cada órgão ou entidade dos Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário (art. 8º, *caput*), podendo “ser delegad[os], vedada a subdelegação” (§ 1º).

44 O art. 21 prevê que na ação civil de responsabilização será adotado o rito procedimental da Lei n. 7.347/1985 (naquilo em que não desacorde as disposições da Lei de Improbidade das Pessoas Jurídicas) e, supletivamente, as regras do CPC.

45 É interessante observar que a mencionada vedação ao *bis in idem* é endossada no art. 3º, § 2º, da NLGIA, ao estatuir que as sanções desta “Lei não se aplicarão à pessoa jurídica, caso o ato de improbidade administrativa seja também sancionado como ato lesivo à administração pública de que trata a Lei n. 12.846”.

âmbitos administrativo e jurisdicional opere de forma autônoma, ou seja, sem a necessidade de confirmação recíproca, salvantes as situações específicas, passíveis de revisão, em sede recursal, por instância superior.

Sobreleva aclarar que a incidência da Lei Anticorrupção Empresarial nos atos lesivos praticados por "pessoa jurídica brasileira contra a Administração Pública estrangeira, ainda que cometidos no exterior, [...]" (art. 28) segue a lógica jurídica do princípio da extraterritorialidade<sup>46</sup> (art. 2º), segundo o qual a lei brasileira se aplica a fatos ocorridos fora do Território Nacional. Tal disposição legal, frisa-se, é compatível com a regra do CPC (art. 21, *caput* e III), que dita competir à autoridade judiciária brasileira, em matéria cível, "processar e julgar as ações em que [...] o fundamento seja fato ocorrido ou ato ocorrido no Brasil" (*actor sequitur forum facti causans* – "o autor aciona a jurisdição do local onde o evento causal ocorreu"). Mas, atenção: como se preleciona, a aplicação da regra de fixação da jurisdição internacional concorrente, prevista no já citado art. 28, exige que a hipótese que integra a causa de pedir do litígio tenha produzido resultado danoso no território nacional. Ou melhor, se a conduta se realizar no Brasil, fixa-se a jurisdição brasileira, e o autor da conduta poderá ser aqui processado. "No entanto, mesmo que a decisão [...] para a prática de determinado ato [...] tenha ocorrido fora do Brasil, mas que tenha sido gerado dano no Brasil, o autor da conduta responderá perante a jurisdição brasileira." (Ramos, 2023, p. 543-546).

É de todo conveniente acrescentar que o Estatuto Anticorrupção exorta as pessoas jurídicas para a criação de programas de *compliance*, ou seja, de eficazes "mecanismos e procedimentos internos de integridade" (art. 7º, VIII), como forma de prevenir situações que configurem conflito de interesses entre as referidas entidades legais e seus dirigentes, administradores ou quaisquer pessoas naturais.

Finalizando, aduz-se que a Lei n. 12.846/2013 autoriza a celebração de acordo de leniência com as pessoas jurídicas responsáveis por ilícitos contra a Administração Pública, condicionada ao preenchimento, cumulativamente, de certos requisitos. O pacto tem por objetivo despertar o interesse dos coparticipantes que não detêm o comando dos atos ilícitos em colaborar na sua elucidação<sup>47</sup>.

## NOTAS CONCLUSIVAS

O objetivo preponderante deste artigo consistiu em perscrutar – em conformidade com as proposições didáticas e metodológicas previamente planeadas – a existência, no sistema normativo brasileiro, de diferentes âmbitos de responsabilidade pela prática de operação financeira com padrão jurídico característico de *insider trading*, ou seja, de negociação de valores mobiliários pautada em informação ainda não disponível para o resto do mercado investidor.

46 Também abrigado no CP (art. 7º) e na Lei n. 12.529/2011, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência e dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica.

47 Parênteses: a lei pretende, por intermédio desse *favor rei*, "consoante revela a semântica da palavra 'leniência', abrandar a responsabilidade daquele que colabora, de modo eficiente, com o fornecimento de informações que conduzam ao desbaratamento das ilicitudes" (Olivera Júnior, 2014, p. 262).

Abstraíram-se os enfoques com conotações econômicas e mercadológicas e as perquirições sobre impactos socioeconômicos e efetividade da disciplina regulatória do ilícito.

Como resultado dessa hipótese de estudo, logrou-se confirmar – por meio de construções teóricas e sem esgotar todos os vieses e singularidades dos problemas enfrentados – que o nosso ordenamento jurídico consagra um modelo quadripartite de instâncias responsabilizadoras por uso indevido de informação privilegiada em negociação de ativos financeiros: penal, administrativa, civil e de improbidade (administrativa ou empresarial). Isso, porque a prática de *insider trading* é tipificada criminalmente no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 (Lei das Sociedades Anônimas) e vedada pela Resolução n. 44/2021 da Comissão de Valores Mobiliários, podendo sujeitar o infrator, ainda, cumulativamente ou não, a sanções previstas na Nova Lei Geral de Improbidade Administrativa (Lei n. 8.429/1992, na redação pela Lei n. 14.230/2021) e no Estatuto Anticorrupção Empresarial (Lei n. 12.846/2013), bem como acarretar responsabilização reparatória com base no Código Civil.

Para mais, apurou-se a imprescindibilidade funcional do modelo quadripartido de responsabilização dissuasora do acesso assimétrico de informações qualificadas em negociação de valores mobiliários, cujos mecanismos normativos confluem sistematicamente para o escopo de assegurar a equidade e a integridade no mercado investidor brasileiro, reduzindo manipulações e aumentando sua eficiência, máxime na atual conjuntura global, em que a formação de poupança popular em ambiente regulamentado e o financiamento de operações e projetos dos agentes econômicos e do Estado são fundamentais ao progresso socioeconômico.

## REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, Valter Shuenquener de. O princípio da interdependência das instâncias punitivas e seus reflexos no direito administrativo sancionador. **Revista Jurídica da Presidência**, Brasília, v. 23, n. 131, p. 629-653, out. 2021/jan. 2022. Disponível em: <https://tinyurl.com/mrf7y2az>. Acesso em: 20 jul. 2024.
- ATENCIO, Guilherme Oliveira. Dos crimes contra o mercado de capitais: o *insider trading*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 92, ano 24, p. 93-111, abr./jun. 2021.
- ÁVILA, Tatiana Antunes; LACERDA, Vinícius. *Criminal compliance* e o uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários. **Revista Magister de Direito Penal e Processual Penal**, Porto Alegre, v. 14, n. 83, p. 94-107, abr./maio 2018.
- BINENBOJM, Gustavo. A consensualidade administrativa como técnica juridicamente adequada para a gestão eficiente de interesses sociais. **Revista do Tribunal de Contas da União**, Brasília, v. 1, n. 152, jul./dez. 2023. [Online].
- BITENCOURT, Cezar Roberto. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023.
- CANOTILHO, J. J. Gomes; SARLET, Ingo Wolfgang; STREK, Lenio Luiz; MENDES, Gilmar Ferreira. **Comentários à Constituição do Brasil**. 3. ed. rev. atual. São Paulo: SaraivaJur, 2023. (Série IDP).
- CARVALHO FILHO, José dos Santos; ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. **Controle da Administração Pública e responsabilidade do Estado**. Maria Sylvania Zanella Di Pietro (coord.). 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. (Tratado de direito administrativo, v. 7. E-book).

COSTA, Helena Regina Lobo da. **Direito penal econômico e direito administrativo sancionador**. 2013. Tese (Livre-Docência). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <https://tinyurl.com/mryh35pk>. Acesso em: 27 ago. 2024.

KENTON, Will. Insider information: definition, example, illegality. **Investopedia**, Nova Iorque, 18 abr. 2022. Disponível em: <https://tinyurl.com/muyzpppz>. Acesso em: 14 ago. 2024.

LAGE, Telder Andrade. O **insider trading**: o alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do *insider*. 2011. 119 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, Minas Gerais, 2011.

LÔBO, Paulo Luiz Neto. **Direito civil**: Volume 1 – Parte Geral. 13. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2024. E-book.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao *insider trading*. **Revista de Direito Empresarial**: ReDE, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 149-176, maio/jun. 2014. Acesso em: 30 mar. 2024.

MELARÉ, Márcia Regina Machado. A responsabilidade civil do *underwriter* pelas informações prestadas ao mercado investidor. In: **Doutrinas essenciais**: responsabilidade civil. NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade (org.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. Vol. VIII, a. 1. p. 655-664.

OLIVEIRA JUNIOR, Gonçalo Farias de; OLIVEIRA, Raissa. Nova lei geral de improbidade administrativa: incursões acerca da dúplice repercussão (penal e cível) à luz da sistemática parametrizada pela Lei 14.230/2021. In: **Comentários às leis penais e processuais penais**. Denise Hammerschmidt (coord.). 3. ed., rev., atual. e amp. Curitiba: Juruá, 2024. p. 998-1091.

OLIVEIRA JUNIOR, Gonçalo Farias de; PRADO, Luiz Regis (coord.). **Ordem econômica e direito penal antitruste**. 5. ed., rev. e atual. Curitiba: Juruá, 2014. (Coleção Biblioteca de Estudos Avançados em Direito Penal e Processual Penal).

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. 5. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. (E-book).

PANOEIRO, José Maria. Manipulação de mercado e *insider trading*: o contexto da fraude na imputação de crimes contra o mercado de capitais brasileiro. In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros; CÂMARA, Juliana de Azevedo Santa Rosa (org.). **Inovações no direito penal econômico**: prevenção e repressão da criminalidade empresarial. Brasília: ESMPU, 2018. p. 161-178. Disponível em: <https://tinyurl.com/37enbpa2>. Acesso em: 24 fev. 2024.

RAMOS, André de Carvalho. **Curso de direito internacional privado**. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023. (E-book).

REALE, Miguel. **Lições preliminares de direito**. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

REDECKER, Ana Claudia; MALLMANNO, Mateus Pires. *Insider trading* no Brasil. **Revista de Desenvolvimento Econômico** – RDE, Salvador, n. 64, set./out. 2018. (Parte Geral – Doutrina).

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; VIANNA, Guilherme Borba Vianna. Risco e assimetria informacional nas relações empresariais. **Revista de Direito Público da Economia** – RDPE, Belo Horizonte, a. 6, n. 24, out./dez. 2008. (Biblioteca Digital Fórum de Direito Público – Cópia da versão digital).

RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2011. Dissertação (Mestrado) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://tinyurl.com/4wt73mz6>. Acesso em: 20 maio 2024.

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. Intervenção pública e proibição do *insider trading*: eficiência e última ratio na *responsive regulation*. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, a. 53, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016.

SEYHUN, Hasan Nejat. **Investment intelligence from insider trading**. Massachusetts: MIT Press, 1998. 402 p.

SOUZA, Artur de Brito Gueiros. Programas de compliance e a atribuição de responsabilidade individual nos crimes empresariais. In: VITORELLI, Edilson (org.). **Temas atuais do Ministério Público Federal**. Salvador: JusPodivm, 2016.