

EFETIVIDADE DA REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING*

EFFECTIVENESS OF INSIDER TRADING REPRESSION

Karina Teresa da Silva Maciel *

Antônio Martin**

RESUMO: No atual mercado de capitais globalizado, um único ato pode ensejar reflexos em sistemas jurídicos localizados em países distintos. Assim, mister o estudo da efetividade da repressão ao abuso de informação privilegiada num Mercado de Valores global, através da análise da qualidade técnico-jurídica do arcabouço legal que sustenta este sistema e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários em seu papel regulamentador, fiscalizador e repressor da conduta. Neste intento, partir-se-á da breve evolução histórica e da definição da prática do insider trading, para apresentar o tríplice sistema repressivo existente no Brasil, que repreende o ilícito nas áreas civil, administrativa e penal. Posteriormente, será examinado o princípio do bis in idem, abordando a possibilidade da mesma conduta ser reprimida nas três esferas jurídicas e ainda, internacionalmente. Por fim, será examinada a colaboração internacional para a eficiência da fiscalização e punição do abuso de informação privilegiada, bem como o sistema SAI-Eagle, como meios de assegurar a efetividade da repressão ao abuso de informação privilegiada.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado de Capitais globalizado – abuso de informação privilegiada – tríplice sistema jurídico repressor – colaboração internacional – eficiência da fiscalização e punição.

ABSTRACT: In the current globalized capital market, a single act can give rise to reflections in legal systems located in different countries. So mister study the effectiveness of repression of insider trading in Global Securities Market, by analyzing the technical quality of the legal framework that underpins this system and the performance of the Securities and Exchange Commission in its regulatory role, oversight and repressor of conduct. In this attempt, as will the historical evolution and definition of the practice of insider trading, to present the triple repressive system existing in Brazil, who rebukes the tort in civil, administrative and criminal. Subsequently be examined bis in idem principle, the possibility of addressing the same conduct to be suppressed in the three legal spheres and also internationally. Finally, we will examine the international collaboration for effective supervision and punishment of insider trading, and the system SAI-Eagle, as a means of ensuring the effectiveness of repression of insider trading.

KEY-WORDS: Capital Markets globalized - insider trading - triple repressive legal system - international collaboration - efficiency of monitoring and punishment.

* Mestre em Direito pela Universidade Metodista de Piracicaba. Especialista em Direito Empresarial e em Direito Processual Civil pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Professora na Universidade Metodista de Piracicaba. Advogada. E-mail: maciel.karina@uol.com.br

** Doutor e Mestre em Direito pela Universidade de São Paulo. Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo. Professor titular da Universidade Metodista de Piracicaba. Professor assistente doutor da Universidade de São Paulo. Advogado. E-mail: advociamartin@uol.com.br

Introdução:

Os primeiros relatos da apropriação de informações privilegiadas por aqueles que se mantinham em uma situação de especial confiança na companhia surgem no séc. XVIII. Por um vasto período, essa conduta foi tolerada como “expressão do privilégio dos mais informados”, sendo, inclusive, considerada uma forma legítima de remuneração dos dirigentes das sociedades anônimas (COSTA e RAMOS, 2006, p. 18-22).

Entretanto, o juízo de valoração de tal prática passou a mudar a partir do início do séc. XX – primeiramente nos Estados Unidos da América (EUA)² e posteriormente na Europa – com a reiterada e insistente denúncia do enriquecimento daqueles *insiders* em prejuízo da própria companhia e dos demais investidores do mercado.

Assim, na sequência da quebra de 1929, surgem, nos EUA, os primeiros regramentos do mercado de valores mobiliários: o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, focados na proteção dos investidores e na política de *full disclosure*. Nesses diplomas, podem ser citadas as normas contidas na *Section 10 b)* e na *Section 16 b)* do *Securities Exchange Act* de 1934³, como normas relevantes à disciplina do *insider trading* e mais especificamente, deve ser citada a *Rule 10b-5* que, editada em 1942 pelo órgão regulamentador do mercado de capitais americano, a *Securities and Exchange Commission (SEC)*⁴, tornou-se a norma central dessa disciplina e com os *leading cases* americanos⁵, inspirou a criação de normas repressivas à conduta do *insider* em todo o mundo, incluindo-se o Brasil.

Em nosso país, a disciplina legal repressiva ao *insider trading* é bem mais recente, surgindo 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

² MARTINS aponta que a repetição de sucessivos escândalos de operações por *insiders* fez surgir nos Estados Unidos, depois do *crack* de 1929, a regulamentação e fiscalização do mercado pela *Securities Exchange Commission (SEC)*. (1978, p. 384).

³ SEC. 10B. Position limits and position accountability for security-based swaps and large trader report-ing. SEC. 16B. Directors, Officers, and principal Stockholders. Disponível em <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>> acesso em 06/12/2011.

⁴ A *Rule 10b-5/1942* da SEC, foi recentemente substituída pela *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* da própria SEC, 17 CFR Parts 240, 243, and 249; Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99; RIN 3235-AH82. Disponível em <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>>, acesso em 06/12/2011.

⁵ O estudo mais aprofundado da disciplina do *insider trading* na legislação norte-americana – que não é objeto do presente trabalho – pode ser encontrada na obra de LEÃES, 1982, p. 149-182.

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.

Mais recentemente, a Lei 10303/10 acrescentou o parágrafo 4º ao art. 155 da Lei 6404/76, estendendo a proibição da utilização de informação relevante (ainda não divulgada) na negociação de títulos no mercado de capitais por qualquer terceiro que tenha acesso a ela. Deste modo, a inobservância desta proibição legal enseja ilícito civil, que pode ser praticado por qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada.

Por sua vez, a Comissão de Valores Mobiliários, que é o órgão responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de capitais⁶, editou a Instrução CVM nº 358 de 2002 (alterada pelas Instruções CVM nºs 369/02 e 449/07), que versa sobre a divulgação e o uso de informações relevantes para a companhia, trazendo em seu art. 2º a definição do ato e fato relevantes, acompanhada de rol exemplificativo.

A mesma Instrução CVM, em seu art. 8º, reforça o dever de sigilo dos administradores, conselheiros e acionistas controladores sobre as informações relevantes ainda não divulgadas a público, estabelecendo a responsabilidade solidária destes na hipótese da violação ocorrer por seus funcionários ou terceiros de confiança.

Ademais, os arts. 13 e 14 impõem a abstenção da negociação de valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados a todos aqueles que se encontrem em relação de confiança com a sociedade e à própria companhia aberta antes da divulgação ao mercado do ato ou fato relevante. Sendo assim, a inobservância do dever de abster-se de negociar baseado em informação privilegiada consiste em infração administrativa grave.

Portanto, pela inegável qualidade normativa da Inst. CVM nº 358 de 2002, ela é hoje a principal fonte para a definição dos contornos da disciplina do *insider trading*, fornecendo os conceitos necessários sobre fato relevante, dever de sigilo, vedação à negociação de valores mobiliários, pessoas sujeitas a esta disciplina e atuação abusiva do *insider*.

⁶ Como normas e orientações destinadas a punir o *insider trading* no âmbito administrativo do Mercado de Valores, devem ser citados: o art. 4º, IV, b, c da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários na proteção dos investidores em face da utilização ilegal de informações relevante por parte de controladores e administradores de companhias); o art. 9º, V e VI da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para apurar em processo administrativo, práticas não equitativas por parte de controladores e administradores de companhias e aplicar-lhes as penas previstas no art. 11 da mesma lei); o art. 12 da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para comunicar ao Ministério Público, eventual crime de ação pública apurado no processo administrativo); art. 3º, X da Lei 4728/65 (que atribui ao Banco Central a fiscalização da utilização de informações privilegiadas em prejuízo do mercado).

Por fim, a complementar a disciplina repressiva ao *insider trading*, a recente Lei 10303/10 também acrescentou o art. 27-D à Lei 6385/76, criando o tipo penal aberto pela utilização abusiva de informação privilegiada, estabelecendo pena de 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.

1. Definição do ilícito do *insider trading*

Delineado o arcabouço legal da disciplina repressiva do *insider*⁷, adentrar-se-á na caracterização desse ilícito que é punível administrativa, penal e civilmente, para, no capítulo seguinte, tratar da colaboração internacional para a investigação e punição do *insider trading*, como meios de assegurar a efetividade da repressão ao abuso de informação privilegiada.

1.1. O *insider* e o ilícito

Os *insiders* são pessoas que em razão da posição que ocupam na companhia, desfrutam de acesso a informações relevantes sobre o andamento da mesma, podendo ser citados: o acionista ou grupo de acionistas controlador, os membros de órgão técnico da empresa, os administradores e seus funcionários diretos, o conselho de administração e seus funcionários diretos, o conselho fiscal e seus funcionários diretos, ou terceiros de confiança da sociedade empresária, como os advogados, contadores ou empresas de auditoria contábil, que estão obrigados a guardar sigilo sobre as informações sobre ato ou fato relevante enquanto não forem divulgadas a público por decisão da companhia.⁸

Desta forma, o descumprimento do dever de sigilo ensejará o abuso de informação privilegiada que é considerado ilícito⁹ administrativo, penal e civil, ensejando a atuação repressiva do Estado para a proteção do bem jurídico violado pela conduta.

E qual seria o bem jurídico violado pelo *insider trading* a merecer a reprimenda de três áreas do Direito?

⁷ A repressão administrativa, penal e civil da conduta ilícita do *insider trading* será abordada mais adiante, sendo suficiente, neste momento, apenas o delineamento geral do arcabouço legal.

⁸ O art. 8º da Instrução CVM nº 358.

⁹ Conforme bem aponta VITTA, o ato ilícito é aquele que contravém a comandos ou proibições constantes de norma jurídica imperativa. “Assim, ocorrendo o ilícito jurídico, outras normas tornam-se operativas, incluindo comandos, que contenham a sanção da originária violação.” (2003, p. 25-26).

1.2. O bem jurídico protegido

Conforme ensinam COSTA e RAMOS (2006, p. 35), trata-se de proteger bem jurídico de dimensão supraindividual, pois o ilícito do *insider trading*, ainda que não prejudique ou ofenda diretamente uma concreta pessoa, lesa indiscriminadamente todos os membros da comunidade econômica, ou seja, fere os interesses difusos¹⁰ do mercado à igualdade informacional e de oportunidades.

E prosseguem os autores:

“Perguntar-se-á, justamente, se o abuso de informação privilegiada – expresso, por exemplo, na compra ou venda de ações na posse de informação privilegiada – não afetará negativamente posições individuais como a da contraparte do *insider* ou a da sociedade emitente das ações transacionadas. Poder-se-á equacionar o prejuízo do investidor que, tendo participado na transação impulsionada pelo *insider*, estava em desvantagem porque não pôde incorporar na sua decisão os elementos informativos a que o *insider* teve, de modo privilegiado, acesso. Poder-se-á, ainda, questionar, se a sociedade envolvida (emitente das ações que foram objeto de transação) foi afetada no seu prestígio – <<reputational harm >> –, nas palavras de Clark – e até no seu patrimônio. A falta de confiança dos investidores – gera-se a suspeita de que aquele título é alvo de *insider trading* – pode conduzir à depreciação do seu valor de mercado. Não é de afastar, ainda, que a entidade emitente sofra prejuízos porque os administradores estão motivados para capturar os ganhos próprios do *insider trading*, em vez de se empenharem na missão de diligente e construtiva gestão da sociedade.” (2006, p. 36)

Mais ainda, não bastasse a extensão de danos que a conduta poderia causar, há que se lembrar de que o abuso de informação ocorre num mercado anônimo e massificado, fato que, se não impede, dificulta em muito a individualização dos lesados.

Portanto, é o próprio mercado de capitais (sua confiança e sua própria existência) o bem jurídico protegido pela repressão ao abuso da informação privilegiada. Afinal, diante da globalização, da

¹⁰ “As características comuns dos interesses difusos e dos interesses coletivos residem no *elemento objetivo* (os bens protegidos) e no *subjetivo* (titularidade). Do ponto de vista do objeto, identifica-se este pela nota da *indivisibilidade*. Isto significa que a lesão ou a satisfação do interesse ou do direito não se pode dar de modo fracionado para um ou para alguns dos interessados, e não para outros. A indivisibilidade indica que entre os cotitulares se forma uma comunhão indivisível, de que participam todos os possíveis interessados, de modo que a lesão de um acarreta a lesão da inteira coletividade, e, reciprocamente, a satisfação de um implica, de modo necessário, a satisfação de todos. Do ponto de vista subjetivo, há sempre a ausência de titulares que sejam exclusivos detentores dos interesses, diversamente do que ocorre com a categoria do ‘direito subjetivo’, em sua dimensão clássica; o que existe, ao contrário, é uma certa indeterminação dos titulares dos interesses, que pode ser maior ou menor, atingindo um grupo mais ou menos indeterminado de indivíduos. Portanto, o que se aponta como fator distintivo entre os interesses difusos e os coletivos *stricto sensu* é, no respectivo elemento subjetivo, a maior ou menor indeterminação deles. Os primeiros, não se fundando em nenhum vínculo jurídico, baseiam-se exclusivamente em dados de fato, genéricos e contingentes, acidentais e mutáveis, como habitar a mesma região, consumir iguais produtos, sujeitar-se a particulares empreendimentos. A indeterminação – ou a dificuldade de determinação – é aqui muito grande, e por isso espalham-se os interesses por todo um grupo social, sem possibilidade de indicação precisa dos titulares (*interesses difusos*). Já nos chamados interesses coletivos *stricto sensu* se vislumbra um vínculo jurídico, uma relação-base, que une os componentes do grupo entre si e que demanda uma certa organização: os entes profissionais, os sindicatos, as associações congregam os titulares dos *interesses coletivos*, permitindo sua identificação”. ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 68-69).

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.

1.3. A informação privilegiada

Definido o bem jurídico tutelado, urge caracterizar a informação privilegiada que, sendo utilizada para a negociação de qualquer título mobiliário ou derivativo, ensejará o ilícito do *insider trading* – ilícito administrativo, penal e civil. Para tanto, examinar-se-ão os dois elementos caracterizadores da informação privilegiada, que são o ato ou fato relevantes e o sigilo da informação.

Os contornos da informação relevante são fornecidos pelo art. 157, § 4º da Lei 6404/76 e art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, e consiste em qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários ou de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.¹¹ Em outras palavras, trata-se, nas lições de PROENÇA, de “todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço” (2005, p. 144.), ou nos dizeres de LEÃES, “é aquela informação que é levada em conta por um investidor médio para a compra, venda ou manutenção de ações, ou que provoca impacto sobre o mercado”, permitindo-o a realizar investimentos criteriosos (1982, p. 171).

Entretanto, em que pese ao esforço normativo para a definição e exemplificação dos atos e fatos relevantes, a dinamicidade da empresa sempre está a apresentar novos atos ou fatos

¹¹ Exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes a serem comunicados ao mercado com a maior tempestividade possível são, entre outros: assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia; a mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; o ingresso ou saída de sócio que mantenha contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa com a companhia; a autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; a decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; a incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; a transformação ou dissolução da companhia; a mudança na composição do patrimônio da companhia; a mudança de critérios contábeis; a renegociação de dívidas; a alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; o lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; a celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; a aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; o início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; a descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; a modificação de projeções divulgadas pela companhia; a recuperação judicial ou extrajudicial, o requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

potencialmente relevantes. Mais do que isso, a dinamicidade da empresa faz com que, por vezes, seja difícil determinar o momento de constituição da informação privilegiada.

Assim, indaga-se: em relação aos contratos (de fusão, aquisição de controle, etc.) a informação privilegiada teria nascimento apenas no momento em que o negócio fosse irreversível – ou seja, na celebração do próprio ato? Ou a informação relevante já se formaria num momento anterior, na fase de pré-contratual após a decisão volitiva da Assembleia, Conselho Administrativo ou Diretoria?

É certo que há diversas fases pré-contratuais antes da celebração do negócio jurídico – como a decisão volitiva, a aproximação, a negociação, a verificação da viabilidade jurídica e financeira – até a redação final e assinatura do contrato.

O ato relevante, nos termos legais, não se dá no momento da consumação do ato/contrato, mas sim em tempo anterior, na deliberação da Assembleia, do Conselho Administrativo, da Diretoria ou outro órgão que decide volitivamente praticar o ato. Todas as fases pré-contratuais posteriores já são consideradas desdobramentos desse ato relevante que é a deliberação. Portanto, a efetiva celebração do negócio jurídico não é elemento caracterizador da formação do ato relevante, visto que este se constitui em momento muito anterior.

Assim, a partir da deliberação que decide ou orienta volitivamente a celebração de ato jurídico, surge o dever de sigilo da informação e de lealdade que impõe a abstenção de negociação de títulos mobiliários de todos aqueles que dispõem deste conhecimento relevante (ainda indisponível ao mercado), em decorrência da posição de confiança que ocupam na companhia.

Já em relação aos fatos jurídicos (como um fato técnico, a descoberta de uma nova tecnologia ou de uma jazida de minério, por exemplo), entende-se que a mera decisão de buscar novas tecnologias ou de novas jazidas não seria suficiente para ser qualificada como fato relevante devido às inúmeras variáveis (imprevisíveis e muitas vezes, incontornáveis que a descoberta científica impõe). Somente os primeiros resultados que indicassem a viabilidade da descoberta científica constituiriam o fato relevante ensejador do dever de sigilo e de abstenção de negociação de valores mobiliários relacionados à companhia.

Deste modo, a informação privilegiada é atinente à matéria relevante que efetivamente possa influir no valor da companhia e de seus títulos no mercado de capitais, caso contrário, não haveria privilégio algum em conhecê-la (PROENÇA, 2005, p. 144).

Ademais, a informação privilegiada, além de se ater a ato ou fato relevante, é caracterizada como informação privada, ou seja, ainda não divulgada publicamente ao mercado de capitais.

Mesmo relevante e devendo ser divulgada ao mercado de capitais, por vezes, é preciso manter essa informação sob sigilo¹² por um período para proteger interesses legítimos da companhia. A título exemplificativo, pode-se citar as informações que, extemporaneamente divulgadas a público, poderiam ensejar males irreparáveis à sociedade, como o cancelamento de negócios ou a ação predatória de um concorrente.

Sendo assim, durante este período, as informações privilegiadas estão marcadas pela insígnia do sigilo e devem ser mantidas em segredo para resguardar legítimo interesse da companhia.

Somente a divulgação pública dessas informações confidenciais as liberará da qualidade jurídica de informação privilegiada e permitirá ao *insider*, em igualdade informacional aos demais investidores externos à companhia, negociar títulos mobiliários no mercado de capitais¹³.

1.4. *Insiders* e deveres violados no abuso de informação privilegiada

Os *insiders* são pessoas que, em razão da posição que ocupam na companhia, desfrutam de acesso a informações relevantes sobre o seu andamento antes mesmo que tais informações sejam anunciadas ao público.

Assim, podem ser citados como *insiders*: o acionista ou grupo de acionistas controlador, os membros de órgão técnico da empresa, os administradores e seus funcionários diretos, o conselho de administração e seus funcionários diretos, o conselho fiscal e seus funcionários diretos, e terceiros de confiança da sociedade empresária, como os advogados, contadores ou empresas de auditoria contábil.¹⁴

Não há nada de errado em ser um *insider*. Mas um *insider* é proibido de usar suas informações privilegiadas para fazer transações no mercado financeiro, devendo guardar sigilo sobre atos ou

¹² Esta é uma legítima escusa ao dever de informar tempestivamente o mercado sobre os atos e fatos relevantes é prevista pelo art. 157, § 5º da Lei das Sociedades Anônimas, que só deverá ser quebrado caso haja o vazamento de informações sigilosas para terceiros. Neste caso, a obrigação de sigilo se transmuta em obrigação de divulgação pública, a fim de restaurar a isonomia entre todos os investidores.

¹³ Na sua atuação, os atores do mercado tendem a avaliar os riscos e valores dos títulos com base em probabilidades, num esforço de antecipar os resultados positivos ou negativos. E a presença de informações abundantes e tempestivas (*full disclosure*) no mercado propicia uma maior aproximação do valor da avaliação dos títulos (feita pelos investidores no mercado) em relação ao valor real dos mesmos, diminuindo-se, assim, os riscos do investimento e custos de transação. Sendo assim, para a correta tomada de decisão sobre a compra ou venda de títulos mobiliários (e seu valor) no mercado, é necessária a disponibilidade contínua de informações sobre os referidos papéis e as companhias que os emitem. Mais do que isso, é necessário que o mercado como um todo receba e possa utilizar tais informações simultaneamente de modo a evitar que alguns, por disporem de posição diferenciada em relação a companhia (os denominados *insiders*), levem vantagem negocial em relação a toda a massa de investidores.

¹⁴ A título elucidativo, relacionam-se os mencionados *insiders* aos dispositivos legais da Lei 6404/76 e da Lei 6385/76: os administradores, compreendendo-se aí os conselheiros e diretores (art. 155, §1º c/c art. 145 da Lei 6404/76); os membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei 6404/76); os subordinados ou terceiros de confiança da companhia (art. 155, §2º da Lei 6404/76); os membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei 6404/76); os acionistas controladores (art. 116, parágrafo único e art. 117 da L. 6404/76 e art. 22, inciso V da Lei 6385/76).

fatos relevantes enquanto estes não forem veiculados a público no mercado de capitais, nos termos do art. 8º da Instrução CVM nº 358.

Esses dois deveres (sigilo e abstenção de negociação) se inserem na obrigação geral de lealdade à companhia, que é devida por administradores e acionistas controladores que detêm acesso às informações sigilosas, conforme ensina REALE JÚNIOR:

“Os interesses da companhia devem se sobrepor aos interesses pessoais, e a lealdade está em respeitar essa ordem de valores, pois há lealdade à empresa que se dirige quando em hipótese de conflito de interesses decide-se em favor do interesse da sociedade, dando-se prevalência ao atendimento desse interesse em face de eventuais interesses próprios. [...] Jamais a lealdade e a confiança foram tão essenciais, em vista do esvanecimento do reconhecimento de tantas virtudes morais frente à importância da posse de bens materiais. Ser fiel à empresa e não prejudicá-la em favor de benefício próprio constitui, portanto, um valor primordial nos dias atuais, para reafirmação dos valores da honestidade e da correção de comportamento a serem realçados na busca desenfreada de sucesso econômico. [...] A empresa, portanto, é sujeito de direitos, credora constante da lealdade e confiança de seus dirigentes e empregados.” (2011, p. 2-12 *passim*)

Sendo assim, analisando-se a origem do dever de lealdade por parte dos administradores, dos funcionários de confiança e dos acionistas, observa-se que o referido dever se origina de duas fontes: do dever geral de fidúcia, que atinge a todos os administradores e mandatários, e que é particularmente pertinente aos administradores e funcionários de confiança; e do perfil institucional da companhia, que diz respeito aos acionistas da sociedade anônima, segundo o qual os interesses da sociedade devem se sobrepor aos interesses particulares e mesquinhos de seus sócios.

Desta forma, em razão do dever geral de lealdade, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia devem guardar sigilo sobre as informações relevantes da companhia até a sua divulgação pública ao mercado. Devem, inclusive, zelar para que o vazamento dessas informações não se dê através de seus subordinados, sob pena do *insider* responder solidariamente pelo ilícito do abuso de informação privilegiada.

Entretanto, o dever dos *insiders* não se encerra no dever de sigilo sobre as informações relevantes. Em razão desse mesmo dever geral de lealdade à sociedade anônima e do direito fundamental de igualdade entre os investidores do mercado de capitais, aqueles devem se abster de negociar títulos mobiliários vinculados às informações relevantes até que estas sejam divulgadas publicamente.

O art. 155, I, §§ 1º, 2º e 4º da Lei de Sociedades por Ações, e o art. 13, *caput*, §§1º e 2º da Inst. CVM 358/02, impõem a todos aqueles que dispuserem de informação privilegiada (sejam eles acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, terceiros que detenham relação de confiança com a companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, e ainda, administradores afastados no prazo de seis meses após o seu afastamento, e todos os demais terceiros que tiverem ciência da informação relevante) o dever de abstenção de negociação de valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a ela referenciados.

Assim, todos aqueles que violarem o dever de sigilo de informações e negociarem direta ou indiretamente no mercado de capitais com base no abuso de informações privilegiadas estarão cometendo ilícito civil e administrativo, podendo ser responsabilizados em cada uma dessas esferas.

Entretanto, na seara penal, observa-se que o legislador diminuiu a abrangência do crime correspondente ao uso indevido de informação privilegiada.

Nos termos ao art. 27-D da Lei de Mercado de Capitais, somente aqueles que têm o dever de manter sigilo da informação, ou seja, os administradores, acionistas controladores e todos os que se encontrem em relação especial de confiança (como contadores, auditores e advogados) estariam sujeitos à prática do ilícito penal.

Portanto, devido à redação do artigo de lei, em tese, terceiros que tivessem contato com a informação relevante e a revelassem ou a utilizassem para a negociação direta ou indireta de títulos mobiliários não cometeriam ilícito penal. Estes poderiam ser responsabilizados apenas administrativa e civilmente.

1.5. A consumação do ato ilícito, o lucro do *insider* e os danos ao mercado

Conforme se depreende da interpretação dos artigos de lei que definem o abuso de informação privilegiada como ilícitos administrativo, penal e civil, a consumação do ilícito se dá no exato momento da negociação direta ou indireta de títulos mobiliários com base na informação relevante e sigilosa.

Logo, é irrelevante a consecução de lucro ou prejuízo na operação, uma vez que tais resultados não integram o ato ilícito. O *quantum* do lucro poderá, quanto muito, influir na mensuração da pena pecuniária (multa) administrativa e/ou penal a ser imposta ao infrator.

Por sua vez, os danos morais difusos do mercado integram e são inerentes à conduta do *insider trading* na medida em que o ilícito ofende a confiabilidade e credibilidade do mercado, ou seja, a imagem do mercado em relação a todo o conjunto de investidores e agentes que ali atuam.

Como se sabe, o dano moral pode ser conceituado negativamente como um dano não patrimonial, ou seja, a lesão a outros bens e interesses que não resulte em perda pecuniária. O dano moral, portanto, seria a lesão a bens ideais, um conjunto de tudo aquilo que não seja suscetível de valor econômico.

No presente caso, o paradoxo do *insider trading* causa um abalo à confiança e credibilidade, configurando o dano moral ao mercado que, como se sabe, é sede de interesses e direitos difusos. Trata-se de um abalo que pode ser sentido não apenas pelos investidores e agentes que atuam no mercado, mas até por aqueles que nunca investiram em títulos mobiliários, e que, descrentes da idoneidade do sistema, não se sentirão atraídos a ali investir.

Logo, o abuso de informação privilegiada enseja o dano moral difuso que se funda na agressão a bens e valores jurídicos que são inerentes a toda a coletividade (investidores, agentes intermediários e não investidores), de forma indivisível. Nesse ensejo, cumpre citar que a Lei nº 7347/85 prevê, em seu artigo 1º, a possibilidade de ação civil pública de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados a qualquer outro interesse difuso ou coletivo, ou seja, à credibilidade e confiança do mercado de capitais.

É, pois, assente na doutrina a desnecessidade da prova do dano moral difuso, bastando comprovar a ocorrência do ato lesivo, ou seja, do abuso de informação privilegiada, sendo o dano presumido em caráter absoluto. Afinal, decorre das regras da experiência comum que o *insider trading* é capaz de gerar ofensa à credibilidade e idoneidade do mercado de capitais. Ao invés, o dano material individual ou coletivo dos investidores diretamente prejudicados pela conduta ilícita devem ser provados por meio do registro de compra ou venda realizada com o *insider*.

O dano material é o dano patrimonial, ou seja, de valor econômico aferível e, portanto, para que seja concedido, é necessário que o grupo de investidores lesados ou o investidor individual tenha negociado diretamente com o *insider*, comprove o abuso de informação privilegiada e quantifique os prejuízos que sofreu nessa negociação em razão da assimetria de informações existente entre ele e o *insider*.

2. Repressão ao *insider trading*

O sistema jurídico pátrio, inspirando-se na legislação estadunidense e na atuação da *Securities and Exchange Commission (SEC)*¹⁵, repreende o *insider trading* como um ilícito¹⁶ civil, administrativo e penal, mantendo um sistema de fiscalização contínua desta e de outras condutas ilegais através da diligente atuação da Comissão de Valores Mobiliários, visando, assim, desaconselhar a prática deste ato que fere a confiança e o direito de igualdade de informações e de oportunidades de milhares de investidores.

Assim, ao se iniciar a análise da conjugação dos três sistemas legais repressivos à conduta do *insider trading*, abordar-se-á o bem jurídico protegido, a titularidade do direito, a competência para o julgamento do ação e a natureza das sanções em cada uma das esferas cível, penal e administrativa.

2.1. O uso de informação privilegiada como ilícito administrativo: Bem jurídico protegido, dispositivos legais e a natureza das sanções

O processo administrativo sancionador visa a punir o ilícito em razão do especial interesse direto do Estado (do interesse público¹⁷ no sentido de Administração Pública, representada pela Comissão de Valores Mobiliários que regulamenta e fiscaliza esse mercado) na manutenção de um mercado de capitais confiável e transparente.

Neste passo, o ilícito do abuso de informação privilegiada tem seus contornos traçados pelos art. 155, §§ 1º, 2º e 4º da Lei 6404/76 (Lei das S.A.). Os parágrafos 1º e 2º deste artigo de lei impõem ao administrador o dever de guardar sigilo sobre as informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado de capitais e de utilizar tais informações para a negociação direta ou indireta de valores mobiliários, estabelecendo, ainda, o dever de zelo para que tais infrações não ocorram por meio de funcionários ou terceiros de sua confiança.

¹⁵ O sistema de regulação nacional do mercado de capitais norte-americano foi instituído na década de 30, por meio do *Exchange Act* de 1934 e do *Securities Act* de 1933, e da criação do órgão de fiscalização e regulamentação deste mercado, a *SEC*. Sobre o assunto, consultar LEÃES (1982) que faz uma análise paralela entre a legislação e regulamentos do mercado de capitais americano e brasileiro. Cumpre ressaltar, ainda, que o Sistema Jurídico Alemão também adota a fórmula tríplex de responsabilização civil, administrativa e penal para reprimir o abuso da informação privilegiada. Sobre o assunto, consultar: KÜMPEL (2007, p. 249-282).

¹⁶ “O Direito é comando; a norma jurídica é um imperativo, uma imposição de determinada conduta, acompanhada de atos de coerção. As ações que contravenham a esses comandos ou proibições constituem o ilícito jurídico. Assim, ocorrendo o ilícito jurídico, outras normas tornam-se operativas, incluindo comandos, que contenham a sanção da originária violação.” (VITTA, 2003, p. 25 - 26)

¹⁷ Em sentido contrário: OSÓRIO (2000, p. 102-103).

O parágrafo 3º do mesmo artigo vem ampliar a proibição de utilização de informação privilegiada na negociação de títulos mobiliários, estendendo a vedação a todos (insiders ou terceiros quaisquer) que obtiverem a informação privilegiada.

Sendo assim, o ilícito administrativo do abuso de informação privilegiada pode ser praticado por qualquer agente do mercado de capitais (insider, investidor ou intermediário) que obtiver e abusar da dita informação para a negociação de valores mobiliários.

Caberá, então, à Comissão de Valores Mobiliários a propositura e condução do processo administrativo sancionador. Esta é a conclusão que se extrai da interpretação lógica¹⁸ e sistemática¹⁹ dos incisos V, VI e parágrafo 6º, incisos I, II, todos do artigo 9º da Lei de Mercado de Valores²⁰, competindo à CVM apurar e punir sempre que as *condutas fraudulentas ou ilegais e práticas não equitativas* gerem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que ocorreram, ou quando os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional. Portanto, a definição da competência punitiva da CVM não se prende ao local da realização do ilícito, mas sim à territorialidade dos efeitos lesivos deste.²¹

Configurada a prática do ilícito do insider trading, deverá ser imposta a sanção²² de natureza punitiva, a fim de coibir tal prática do insider trading (que é uma prática não equitativa no mercado)²³.

¹⁸ “A lógica nos ensina que pela apreensão se opera a representação das coisas no espírito, sem que este afirme ou negue, seja o que for; da apreensão resultam conceitos (em sentido estrito), que se exteriorizam por meio dos nomes, ou termos, ou palavras. A operação que estabelece, entre o objeto de dois ou mais conceitos, uma relação de identidade ou não identidade, conveniência ou não conveniência e produz, como resultado, uma afirmação, ou uma negação, chama-se juízo; o juízo se manifesta exteriormente, por meio da proposição. [...] Aplicando-se, pois, à interpretação os métodos e processos lógicos, examinam-se, não mais as palavras na norma jurídica, mas as proposições por ela enunciadas, para se lhes descobrir o sentido, o espírito, enfim, a verdade. E tanto mais perfeito será esse exame, quanto o intérprete aplicar com maior cuidado os ensinamentos da Lógica.” (RÃO, 2005, p. 515-516).

¹⁹ Nas palavras de Vicente RÃO: “Melhor se apura o pensamento contido em uma sentença, quando se a enquadra na ordem sistemática do conjunto de disposições de que faz parte, ou quando se a confronta com disposições outras, mas ligadas, todas, entre si, por identidade ou afinidade de princípios.” (2005, p. 517).

²⁰ Assim dispõe o artigo 9º da L. 6385/76: “Art. 9º - A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...] V - *apurar*, mediante processo administrativo, *atos ilegais e práticas não equitativas* de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - *aplicar aos autores das infrações indicadas* no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal. [...] § 6º A Comissão será competente para apurar e punir *condutas fraudulentas* no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.”

²¹ Logo, é possível pensar na punição de conduta ilegal realizada no exterior, desde que cause danos (individuais, coletivos ou difusos) no mercado brasileiro. Exemplos de condenações administrativas de atos executados no exterior, com ordens emanadas ou não do Brasil, são os processos sancionadores CVM n.ºs: SP2007/0117 e SP2007/0118, ambos disponíveis em < <http://www.cvm.gov.br> > acesso em 05/11/2011.

²² Sanção é um mal, um castigo que implica um juízo de privação de direitos ou imposição de deveres que nascem do descumprimento de um comando legal, de um ilícito. Assim, a “sanção implica a coação, significando com esta palavra a força empregada contra o homem para vencer a resistência” (CARNELLUTTI, 1942, p. 103). É, portanto, uma medida afliitiva imposta ao transgressor da norma com objetivos punitivos e pedagógicos.

²³ Conforme prevê o art. 9º, V e VI da Lei 6385/76 (L. do Mercado de Valores Mobiliários).

Importante frisar que a Lei de Mercado de Capitais (L. 6385/76), em seu artigo 11, estatui as penalidades administrativas (de variados níveis aflictivos) a serem aplicadas aos violadores dos interesses do mercado. Estas vão desde a simples advertência até a suspensão temporária de direitos, como do livre exercício da profissão de administrador.

Conforme bem aponta OSÓRIO, a existência de distintos níveis aflictivos de uma medida sancionadora não implica a quebra da unidade do regime jurídico aplicável, e complementa:

“[...] unidade de regime jurídico não significa falta de flexibilidade da resposta estatal aos diversos e distintos ilícitos administrativos que coexistem na ordem jurídica, até porque o Estado está sempre obrigado a respeitar o princípio máximo da proporcionalidade e o princípio de interdição à arbitrariedade.” (2000, p. 77).

Deste modo, considerada infração grave pelo art. 18 da Instrução CVM 358/02 – que regulamenta a referida lei –, o ilícito administrativo do *insider trading* não poderá ser apenado com a mera advertência do órgão²⁴ (que é a sanção de menor grau aflictivo a ser imposta pela CVM).

No caso do abuso de informação privilegiada caberão somente as penas de suspensão ou inabilitação temporária de até 20 anos do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, e multas²⁵, que poderão ser aplicadas isolada ou conjuntamente, visando a desencorajar a conduta ilícita e restaurar a confiança do mercado.

A aplicação da sanção de multa – que é a imposição do dever de pagar – também possui finalidade aflictiva e pedagógica, razão pela qual a multa cominada não se limita ao valor dos danos causados ao mercado ou do lucro auferido pelo *insider*.

A multa administrativa 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 que será tratada adiante.

2.2. O *insider trading* como ilícito civil

Diverso é o bem jurídico protegido pela reparação civil. Neste caso, protegem-se os interesses particulares dos investidores diretamente afetados pela conduta do *insider trading*, ou seja, visa-

²⁴ Esta sanção é destinada apenas às infrações de menor grau ofensivo.

²⁵ Nesse sentido, o art. 11 da Lei nº 6.385/76 prevê ainda que a multa imposta administrativamente pela CVM poderá atingir até o máximo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou até três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito – o que for maior. Mais ainda, a multa poderá chegar até o triplo dos valores fixados, em caso de reincidência.

se a reparar os danos sofridos por quem efetivamente negociou títulos mobiliários com o insider desconhecendo a informação privilegiada.

Desta forma, na seara civil, o bem jurídico protegido é o interesse individual, o patrimônio dos ofendidos. Este interesse, pela característica de massa do mercado de capitais, é entendido como interesse individual homogêneo, razão pela qual o pleito ressarcitório poderá ser requerido diretamente pelo cidadão prejudicado através de demanda individual ou pelo Ministério Público e Associações de Investidores por meio de Ação Civil Pública.

Em que pese a distinção do bem jurídico protegido e dos titulares individuais deste direito ressarcitório, a disciplina civil bebe na mesma fonte legislativa, apoiando-se no art. 155, §§ 1º e 2º da Lei 6404/76 (Lei das S.A.), acrescentado do parágrafo 3º, que define a responsabilidade civil solidária entre o administrador, seus funcionários e terceiros de sua confiança pela indenização dos danos causados aos terceiros que negociaram títulos mobiliários com os mesmos.²⁶

É interessante notar que o parágrafo 3º trata da responsabilidade solidária entre o administrador e os terceiros diretos – ou seja, terceiros que obtiveram a informação privilegiada diretamente do administrador.

Não obstante, os terceiros que obtiverem a informação privilegiada de forma indireta – ou seja, não diretamente do administrador, mas de outros detentores desta informação – mencionados no parágrafo 4º do art. 155 da Lei das S.A., também estão obrigados a indenizar os prejuízos sofridos por aqueles com quem contratar que não tiveram acesso à informação privilegiada. Esta conclusão é segura na medida em que se interpreta o referido parágrafo (que contém a vedação geral à negociação de valores mobiliários, constituindo o ilícito) com o art. 927 do Código Civil (L. 10406/02), que define a responsabilidade civil de indenizar os danos causados por ato ilícito.

Portanto, em razão da disciplina legal supra, observa-se que o ilícito civil do abuso de informação privilegiada pode ser praticado por qualquer agente do mercado de capitais (insider, investidor ou intermediário) que obtiver a dita informação, cabendo-lhe a reparação dos danos causados aos investidores que com ele negociarem desconhecendo dessa informação privilegiada. Caberá, assim, aos lesionados socorrer-se da Justiça Comum (que é competente para conhecer e julgar as demandas de indenização individual ou a Ação Civil Pública) para verem reparado o seu patrimônio, que, no caso, é o bem jurídico relevante protegido pela disciplina civil.

²⁶ Art. 155, § 3º da L. 6404/76 em termos: “A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.”

2.3. O abuso de informação privilegiada como crime

A persecução penal visa a punir o abuso de informação privilegiada em razão dos interesses da coletividade do mercado de capitais, no que tange à igualdade informacional e de oportunidades.

Sendo assim, ambas as searas administrativa e penal se dedicam a punir o ilícito em razão do interesse público (que no processo administrativo se identifica com os interesses da Administração Pública, e que no processo criminal representa os interesses da coletividade do mercado de capitais).

Na seara penal os contornos do crime de abuso de informação privilegiada são ditados pelo art. 27-D da Lei 6385/76 (L. do Mercado de Valores Mobiliários), que definem um ilícito de abrangência menor em relação aos ilícitos cível e administrativo, pois a norma penal estabelece que o referido crime somente pode ser praticado por aqueles que têm o dever de guardar sigilo sobre a informação privilegiada, tais como os administradores (nos termos do art. 155, § 1º da Lei das S.A.) e as pessoas em relação de especial confiança da companhia, com dever legal de sigilo (como advogados, nos termos dos arts. 25 ao 27 do Código de Ética e Disciplina da OAB e art. 34, VII do Estatuto da Ordem dos Advogados do Brasil – L. 8906/94) entre outros.

Logo, analisando a disposição penal, pode-se constatar que o crime de abuso de informação privilegiada é diferenciado, pois somente poderá ser praticado por determinadas pessoas em razão da relação de especial confiança que mantém com a companhia.

Caberá, assim, ao Ministério Público, devidamente assistido pela Comissão de Valores Mobiliários,²⁷ processar essa especial categoria de pessoas a fim de punir a ofensa ao mercado de capitais pela violação qualificada do sigilo de informação privilegiada, punindo os infratores com pena de 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 – que se constituem em sanções de natureza punitiva do ofensor.

²⁷ É digno de nota a existência de uma divisão especial no Ministério Público para a apuração e persecução penal dos crimes praticados no âmbito do Mercado de Capitais, que trabalhando em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários, tem alcançado sucesso na investigação e punição de diversos crimes praticados contra a economia deste mercado.

3. Efetividade do Sistema: condenação administrativa, penal, civil simultâneas no Brasil e exterior e a colaboração internacional no compartilhamento de dados de investigação

Diante da multiplicidade de penas para a sanção do mesmo ato ilícito, *prima facie*, torna-se necessário tratar da condenação simultânea pelos diversos sistemas repressivos, dando-se ênfase às sanções administrativa e penal (ante a identidade do bem jurídico tutelado e a natureza das penas) e o princípio do *non bis in idem*.

Ademais, considerando a integração dos mercados de capitais no mundo globalizado e a possibilidade de um mesmo ilícito ofender ordens jurídicas distintas, abordar-se-á a cumulação das condenações impostas em países distintos e o princípio do *non bis in idem*.

3.1. Independência das instâncias judicial e administrativa

Já se encontra consagrada a independência e autonomia das instâncias judicial (penal e civil) e administrativa – decorrente da tripartição dos poderes do Estado – que permite à administração impor sanção administrativa à revelia de anterior julgamento no âmbito civil ou criminal, mesmo que a conduta imputada configure crime em tese.²⁸

Dessa forma, ante a independência das condenações cível, penal e administrativa, as ações cível, penal e o processo administrativo sancionador poderão tramitar simultaneamente, ainda que fundados na punição ou ressarcimento de dano causado por um mesmo ilícito, ou seja, o abuso de informação privilegiada. Entretanto, em que pese à independência dessas esferas, esta não é absoluta, pois a sentença penal poderá gerar efeitos nos âmbitos cível e administrativo.

Os arts. 63 a 65 do Código de Processo Penal tratam dos efeitos da sentença penal no juízo cível, que podem ser estendidos ao processo administrativo sancionador desde que a interpretação extensiva se adegue ao sistema legal e principiológico do Direito Administrativo.

Diante disso, a sentença penal absolutória transitada em julgado produzirá efeitos nas searas cível e administrativa²⁹, na hipótese do provimento reconhecer a inexistência material do fato ou a negativa da autoria.

A seu turno, a sentença penal condenatória transitada em julgado produzirá efeitos na seara cível, podendo o ofendido executar a sentença penal para obter a reparação de danos sem que

²⁸ Nesse sentido: Mandados de Segurança n^{os} 7.035 e 7.863, ambos do STJ.

²⁹ No mesmo sentido já se posicionou o STF: “são independentes as instâncias penal e administrativa, só repercutindo aquela nesta quando se manifesta pela inexistência material do fato ou pela negativa de autoria” (MS 22.438 – Relator Ministro Moreira Alves – j. 20/11/97 – RTJ 166/171).

haja a necessidade da fase de conhecimento na ação cível.³⁰ Desta forma, dada a prejudicialidade da coisa julgada penal em relação à ação cível, a requerimento da parte, é possível a suspensão da ação de reparação de danos até o julgamento definitivo daquela.

O mesmo não ocorrerá na seara administrativa. Diante da ausência de expressa previsão nos dispositivos legais, e com fulcro na garantia fundamental ao contraditório, ampla defesa e do princípio da inocência, entende-se ser inviável a extensão dos efeitos da coisa julgada penal condenatória – ou seja, desfavorável ao réu – ao processo administrativo sancionador.

Por fim, apesar dos referidos efeitos da coisa julgada penal sobre as searas cível e administrativa, o inverso não é verdadeiro, porquanto a decisão prolatada no processo administrativo sancionador encerra etapa meramente administrativa, sempre apreciável pelo Poder Judiciário. Da mesma forma, a sentença cível não produz efeitos na seara penal nem administrativa, uma vez que a análise do fato é feita sobre bases distintas, pois são diversos os bens protegidos (o mercado nas searas penal e administrativa e os interesses particulares do(s) ofendido(s) na instância cível).³¹

3.2. Princípio do *non bis in idem*

Considerando o bem jurídico protegido (patrimônio), a natureza dos direitos protegidos (individuais homogêneos) e a natureza ressarcitória da demanda civil, certa é a possibilidade de sua cumulação com as demandas administrativa ou penal, as quais, além do caráter punitivo do ilícito, possuem “uma intencionalidade pedagógica, pretendendo-se contribuir para a consolidação na vida econômica de regras e hábitos de correção e de ética empresarial” (COSTA e RAMOS, 2006, p. 28).

Cumpra perquirir, então, se a condenação simultânea nas duas últimas consistiria em violação ao princípio do *non bis in idem*, uma vez que não existe diferença ontológica, de fundo, de substância entre o crime e a infração administrativa, bem como entre as sanções penal e administrativa (VITTA, 2003, p. 117).³²

³⁰ No mesmo sentido dispõe o art. 935 do Código Civil: “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”.

³¹ Sobre os efeitos da sentença penal nos processos administrativos disciplinares (cujo conteúdo pode ser estendido aos processos administrativos sancionadores do mercado de capitais) leia: SILVA, 2012.

³² No mesmo sentido: GOMES, 1995, p. 3.

O princípio do *non bis in idem*, que decorre dos princípios da legalidade, da tipicidade e da razoabilidade, é um princípio geral de Direito que propugna pela impossibilidade de um mesmo ilícito ser apenado mais de uma vez.³³

Entretanto, o referido princípio, que importa em uma garantia individual, não é absoluto, e sim limitado por outros princípios gerais do Direito, em especial por aqueles que visam a proteger a coletividade.

Deste modo, o direito individual a não ser punido mais de uma vez pela mesma conduta pode ser limitado pelo ordenamento jurídico sempre que o ilícito possa provocar danos na ordem social, patrimonial e administrativa, violando normas de Direito de natureza distintas (penal, civil e administrativa).

Logo, a compreensão do princípio do *non bis in idem* deve se cingir à impossibilidade do ato ilícito ser apenado mais de uma vez por ofensa da mesma norma jurídica³⁴. Sendo assim, ainda que se reconheça a identidade ontológica dos ilícitos e das penas (administrativas e criminais), havendo ofensas a deveres distintos, ou seja, a normas distintas, não há que se cogitar na ocorrência de *bis in idem*.³⁵

Sendo assim, o ato ilícito do *insider trading*, na medida em que viola normas de natureza administrativa e penal, poderá sofrer sanções de ambos os ramos do Direito, sem ofensa ao princípio do *non bis in idem*, sendo, inclusive, dever da Comissão de Valores Mobiliários comunicar o fato ao Ministério Público Federal para a propositura da ação penal³⁶ sempre que concluir pela ocorrência de crime de ação pública, podendo atuar como assistente de acusação³⁷.

3.3. Possibilidade de condenação administrativa simultânea por órgãos de fiscalização do mercado de capitais em países distintos e a cooperação internacional na investigação dos ilícitos praticados contra o Mercado de Capitais.

Dada a integração dos mercados de valores internacionais e a possibilidade de emitir ordens de compra e venda de valores mobiliários em países distintos, é possível imaginar, como de fato já

³³ VITTA, 2003, p. 114-115.

³⁴ A exemplo da manifestação do princípio do *non bis in idem*, nos termos versados neste trabalho, pode-se citar a Súmula nº 19 do STF, pela qual “É inadmissível segunda punição de servidor público, baseada no mesmo processo em que se fundou a primeira”.

³⁵ Posicionamento distinto é esposado pela jurisprudência constitucional e pela doutrina espanhola, aqui representada por LOBO: “Tal principio sería vulnerado si, a consecuencia de la comisión de un sólo y único hecho, se impone una duplicidad de sanciones por la jurisdicción Penal y por la Administración. En evitación de esta duplicidad, el principio entraña además la necesidad de que la Administración suspenda su actividad sancionadora si, simultáneamente, se sigue un proceso penal. [...] el principio ‘non bis idem’ determina una interdicción de la duplicidad de sanciones administrativas y penales, respecto de unos mismos hechos.” (1996, p. 75)

³⁶ Nos termos do art. 12 da L. 6385/76 e do art. 18, parágrafo único da Instr. CVM nº 358/02.

³⁷ Nos termos do art. 26 da L. 7492/86.

ocorreu, a possibilidade de uma mesma conduta ser apenada simultaneamente por órgãos de regulamentação de mercado em países distintos, na medida em que esse ilícito gerasse efeitos danosos aos interesses difusos dos investidores localizados em diferentes Estados.

Tal hipótese não ensejaria *bis in idem*, como alguns poderiam supor, na medida em que cada jurisdição estaria aplicando as sanções administrativas próprias para resguardar o mercado de valores local e punir a ofensa aos direitos difusos de seus investidores, fazendo uso regular da soberania nacional.

Nesse ponto, deve ser utilizado o mesmo raciocínio que permite à jurisdição interna brasileira apenar a mesma conduta ilícita do *insider trading* nas esferas civil, penal e administrativa³⁸, sem configurar *bis in idem*. Assim, a permissibilidade da aplicação de duas sanções administrativas por órgãos reguladores de países distintos estaria assentada no fato de uma única conduta ilícita gerar danos a mercados de capitais diferentes, violando deveres impostos pela Administração de cada país.

A corroborar a assertiva, se faz notar que os *MoUs (Memorandum of Understanding)* assinados entre a CVM e diferentes órgãos de regulamentação e fiscalização do mercado de capitais de outros países preveem a cooperação para a troca de informações sobre condutas ilícitas perpetradas nos diferentes mercados. Entretanto, não condicionam ou limitam o poder de sanção dos órgãos signatários em seu território, que exercerão seus poderes de acordo com a legislação própria.³⁹

Casos emblemáticos foram os processos administrativos sancionadores CVM contra os *insiders* da Sadia S.A.⁴⁰ que, conhecedores dos procedimentos para a realização de oferta pública de aquisição de ações da concorrente Perdigão S.A., utilizaram-se de tal informação privilegiada para adquirirem títulos desta última, atuando contra os direitos difusos de toda a coletividade dos investidores e, inclusive, contra os interesses da própria companhia que representavam.

No entanto, visando a dificultar a descoberta do ilícito, determinaram as ordens de compra para a aquisição dos títulos na Bolsa de Valores Americana.

Apurado o ilícito pela SEC (órgão regulador do Mercado Americano) e CVM (órgão regulador do Mercado nacional), os *insiders trading* acabaram por se compor perante a SEC a fim de evitar

³⁸ Afinal, uma única conduta ilícita fere deveres distintos e causa danos de ordem patrimonial, social e administrativa.

³⁹ Pode-se citar como exemplo a MoU assinada entre a CVM (Brasil) e a SEC (Estados Unidos da América), em que se lê textualmente: "ARTICLE 2. 1. This Memorandum sets forth a statement of intent of the Authorities regarding the exchange of information between the Authorities. 2. Nothing in this Memorandum is intended to limit the powers of the CFTC under the laws of the United States or the powers of the CVM under the laws of Brazil to investigate or gather information or to take measures otherwise than as provided in this Memorandum to obtain information, whether or not in connection with a request under this Memorandum." (CVM e US/CFTC, 1991).

⁴⁰ Processos administrativos de Luiz Gonzaga Murat Junior (CVM nº SP2007/0118) e de Romano Ancelmo Fontana Filho (CVM nº SP2007/0117), disponível em www.cvm.gov.br, acesso em 12/11/2011.

uma condenação civil⁴¹ e, no Brasil, foram condenados administrativamente pela CVM pelos mesmos atos, pois a jurisdição de cada órgão (SEC e CVM) visou punir os infratores pelos danos perpetrados nos respectivos mercados de capitais.

3.4. Rastreamento das negociações em Bolsa como meio de garantir a efetividade da repressão ao abuso de informação privilegiada

Por fim, cumpre notar o novo sistema de rastreamento de negociações realizadas em Bolsa como meio de fiscalizar e produzir provas para a efetividade da condenação do *insider trading*.

A Constituição Federal de 1988, em seu art. 174, estabelece que o Estado detém papel atuante como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercendo, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, de forma determinante ao setor público e indicativa para o setor privado. Nesse passo, quando da sistematização desse poder de fiscalização sobre o mercado de capitais, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários – autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda –, dotada de poder regulamentador, fiscalizador e de polícia administrativa preventiva e repressiva, na forma da Lei 6385/76.

Compete-lhe, assim, a proteção dos investidores contra atos ilegais (que violem, em especial, as Leis da Sociedade Anônima e de Mercado de Capitais) e práticas não equitativas (que violem o direito de igualdade de oportunidades aos investidores) perpetradas por parte de administradores, membros do conselho fiscal, acionistas de companhias abertas, intermediários e demais participantes do mercado (como corretores e instituições financeiras autorizadas).⁴²

Este poder-dever de fiscalização e proteção dos direitos dos investidores difusos no mercado submeteu-se a alterações relativamente recentes. Nesse sentido, embora já previsse a atribuição

⁴¹ Sobre o caso: “Em 22 de fevereiro de 2007, a Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado americano, anunciou o acordo realizado pelo ex-diretor financeiro da Sadia, Luiz Gonzaga Murat Júnior, e do ex-funcionário do banco ABN Amro Real Alexandre Ponzio de Azevedo por uso de informação privilegiada na negociação com ações da Perdigão no período da oferta hostil de compra feita pela Sadia. Ambos compraram ações no mercado americano e realizaram o acordo com a SEC pelo qual não admitem conduta ilegal, mas pagam multas e submetem-se a suspensões. Murat pagará US\$ 364.432,12 em multas e está proibido de atuar em companhias abertas por cinco anos. Ponzio de Azevedo recebeu multa de US\$ 135.380,45 e não pode atuar no mercado financeiro por três anos. “No Brasil também existe a figura do termo de compromisso, mas [a Comissão de Valores Mobiliários] diz que não há negociação neste caso. A CVM lembra, no comunicado, que “no Brasil, a prática de negociação com base em informação privilegiada constitui crime de ação penal pública”, e que um eventual acordo não afasta o dever de comunicação de fatos eventualmente apurados ao Ministério Público.” (BAUTZER e VIEIRA, 2007)

⁴² Conforme prevê o art. 9º da Lei 6385/76, em termos: “A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...] V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.” Nesse intento, a CVM pode celebrar convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior. Exemplo disso é o (MoU), assinado entre a CVM e a SEC em 01/07/88.

da CVM de assegurar a observância de práticas comerciais equitativas, a Lei 10303/01 (diploma alterador da Lei 6385/76), acrescentou a alínea “c” ao inciso IV do art. 4º, prevendo especificamente a proteção dos investidores contra a atuação do *insider trading* e a utilização de informação privilegiada, de forma a deixar indene de dúvidas o poder de fiscalização, apuração e punição administrativa desta conduta ilegal.⁴³

Em que pese ao fato de o mercado de capitais ser caracterizado pelo anonimato dos compradores e vendedores entre si – haja vista que todas as operações são efetuadas por intermediários (sociedades corretoras, corretores autônomos e instituições financeiras autorizadas) – tal anonimato é aparente. E é aparente porque é restrito aos compradores e vendedores que não se conhecem e nem têm interesse, na medida em que suas qualidades não influenciam o bom andamento da operação.⁴⁴

Tal anonimato inexistente em relação às Bolsas de Valores e Comissão de Valores Mobiliários, uma vez que todos os clientes (compradores e vendedores de valores mobiliários), intermediadores (corretoras, corretores autônomos e instituições financeiras autorizadas) e demais agentes do mercado devem manter um cadastro atualizado de seus dados registrado no mercado em que atuam (de Bolsa ou Balcão), de modo a permitir sua perfeita identificação e qualificação.⁴⁵

Ademais, além da identificação daqueles que atuam no mercado de capitais, para a regular segurança e fiscalização dos negócios efetuados, todas as operações realizadas devem ser registradas em ordem cronológica (de acordo com o horário em que as ordens de compra ou venda foram executadas), por meio de numeração única e sequencial, identificando os clientes (comprador e/ou vendedor) que emitiram as ordens.⁴⁶ O mencionado registro, que é feito

⁴³ Conforme bem assenta KÜMPEL, as Bolsas de Valores, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, tem o poder de fiscalizar os respectivos membros e as operações nela realizadas (L. 6385/76, art. 17 § 1º), podendo editar e fiscalizar o cumprimento de normas e procedimentos para corretoras, empresas listadas e investidores. Contudo, não detém competência para punir os administradores, empregados e prepostos de empresas listadas, tampouco pode punir os investidores e acionistas controladores destas companhias. Esta competência é exclusiva da Comissão de Valores Mobiliários. (2007, p. 250-251). Assim, como normas e orientações destinadas a punir o *insider trading* no âmbito administrativo do Mercado de Valores, ser citados: o art. 4º, IV, b, c da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários na proteção dos investidores em face da utilização ilegal de informações relevante por parte de controladores e administradores de companhias); o art. 9º, V e VI da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para apurar em processo administrativo, práticas não equitativas por parte de controladores e administradores de companhias e aplicar-lhes as penas previstas no art. 11 da mesma lei); o art. 12 da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para comunicar ao Ministério Público, eventual crime de ação pública apurado no processo administrativo); art. 3º, X da Lei 4728/65 (que atribui ao Banco Central a fiscalização da utilização de informações privilegiadas em prejuízo do mercado). Arts. 13 e 14 da Instrução CVM nº 358/02 (alterada pelas Instruções CVM nºs 369/02 e 449/07).

⁴⁴ A existência e a regularidade tanto formal como material dos valores mobiliários são asseguradas pelos órgãos de regulação do mercado e pelos intermediadores das operações.

⁴⁵ Conforme prevê o art. 9º, da Instrução CVM nº 387/03.

⁴⁶ Assim dispõe o art. 6º, da Instrução CVM nº 387/03: “Observadas as disposições desta Instrução, bem como as normas expedidas pelas bolsas, as corretoras e os demais participantes do mercado que atuam diretamente em seus recintos ou sistemas de negociação e de registro de operações devem estabelecer e submeter à prévia aprovação das bolsas, as regras e parâmetros de atuação relativos [...] § 2º O registro de ordens na corretora deve conter o horário de seu recebimento e a identificação do cliente que as tenha emitido, e deve ser dotado de um controle de numeração unificada seqüencial, de forma cronológica. § 3º O sistema de registro referido no parágrafo anterior pode

simultaneamente à execução das ordens de compra ou venda de títulos, deverá ser imediatamente encaminhado ao setor de dados da Bolsa de Valores, que os repassará à Comissão de Valores Mobiliários de modo a permitir a regular segurança e fiscalização dos negócios aí consumados.

Esses dados – conjunto de operações efetivadas por cada cliente através dos intermediadores no mercado – são analisados pelas Bolsas de Valores (órgãos auxiliares da CVM) e pela própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no intuito de rastrear comportamentos ilícitos e irregularidades, incluindo-se o ilícito do *insider trading*.

Ademais, outro meio de fiscalização e obtenção de indícios da prática abusiva do uso de informação privilegiada por administradores, acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal é a informação imediata da alteração de suas posições acionárias, conforme preveem os arts. 116-A e 157, § 6º da Lei das Sociedades por Ações (dispositivos acrescidos à Lei do Anonimato através da Lei 10303/01).

Sendo assim, em posse de tais dados, um novo sistema rastreador de crimes financeiros praticados no mercado de capitais foi implementado: é o SAI-Eagle, desenvolvido por uma empresa italiana especializada em sistemas de rastreamento de ilícitos no mercado de capitais, e responsável pelos sistemas de rastreamento dos mercados europeus.

Esta ferramenta permite peneirar um número imenso de informações, possibilitando a conexão, por exemplo, entre a notícia de fatos relevantes e as ordens de compra ou venda de ações por todos os *insiders* da companhia (além de cônjuges, filhos e funcionários) feitas tempos antes:

“Cerca de um milhão de transações executadas pela BM&FBovespa e pela Cetip serão analisadas todos os dias, incluindo ordens de compra e venda de ações, derivativos, títulos de diferentes mercados, incluindo o futuro e o de balcão. Documentos que podem influenciar as cotações também estarão no crivo, como chats, relatórios de análise, recomendações de compra e material de agências de notícias. Tudo será coletado, analisado e armazenado diariamente pelo sistema, batizado de SAI-Eagle. [...] Segundo a CVM, as ações isoladamente não chamam a atenção, mas, em conjunto, revelam abusos e crimes contra o mercado financeiro, como manipulação e uso de informação privilegiada (*'insider'*) - ambos passíveis de prisão. 'Poderemos focar em quem abusa do mercado mesmo em manobras não

ser substituído por um sistema de gravação da totalidade dos diálogos entre os clientes, a corretora e seus operadores de pregão, acompanhado do registro da totalidade das ordens executadas, nos termos de regulamento a ser editado pelas bolsas, e sujeito à prévia aprovação da CVM.” Texto complementado pelo art. 7º que trata da mesma obrigação aos participantes com liquidação direta: “O participante com liquidação direta deve transmitir as ordens de sua carteira própria segregadas das ordens dos fundos por ele administrados. Parágrafo único. O participante com liquidação direta deverá manter, junto à bolsa de mercadorias e futuros, códigos de identificação para registrar, separadamente, as operações realizadas por sua carteira própria e pelos fundos por ele administrados.”.

completamente evidentes', disse a presidente da CVM, Maria Helena Santana, em sua última entrevista à Agência Estado." (VALLE, 2011)

Uma vez rastreado o indício de comportamento irregular ou ilegal no mercado de capitais por este sistema rastreador, será aberto um inquérito administrativo para a apuração de provas sobre a materialidade do ilícito, que poderá gerar a abertura de um processo administrativo sancionador perante a CVM, bem como a comunicação do Ministério Público para a propositura de eventual processo crime (a serem tratados à frente nos capítulos 6. e 7.).

Sendo assim, verifica-se que o implemento de novas tecnologias associadas à fiscalização diligente das Bolsas de Valores e Comissão de Valores Mobiliários aumenta a efetividade do sistema jurídico repressor do abuso de informações privilegiadas e outros ilícitos, dificultando e desincentivando, cada vez mais, a prática de ilícitos contra o mercado de capitais.

Conclusão

Através do presente artigo, demonstrou-se que a disciplina do *insider trading*, está bem calçada legalmente e visa a proteção do próprio mercado de capitais, que engloba a proteção dos interesses do Estado (através de processo administrativo sancionador), os interesses da coletividade do mercado (por meio de persecução penal), os interesses individuais homogêneos dos investidores (mediante a ação civil pública) e os interesses individuais do investidor (titularizados na ação de reparação civil individual).

Sendo certa e eficiência técnico-jurídica deste sistema legal repressor, seja pela diversidade da tríade de sanções civis, penais e administrativas impostas ao ofensor, seja pela qualidade técnica das normas que sustentam este sistema legal.

Igualmente eficiente é a aplicação prático-jurídica deste arcabouço legal, haja vista a existência de órgão especializado, a Comissão de Valores Mobiliários, que realiza diligentemente sua função regulamentadora, fiscalizadora e repressora do abuso de informação privilegiada, criando uma boa estrutura para a alcançar a efetiva punição do *insider trading* (através da regulamentação que obriga a comunicação dos investimentos em valores mobiliários dos *insiders*; o programa SAI-Eagle de armazenamento e cruzamento de movimentações no Mercado (para o rastreamento de condutas ilícitas); a especialização de um seguimento do Ministério Público voltada à apuração e punição de condutas ilegais no Mercado de Capitais e a colaboração internacional no fornecimento de dados de investigação para a apuração de crimes num Mercado de Capitais globalizado).

Logo, após uma década de investimentos na modernização da legislação e instrumentação da Comissão de Valores Mobiliários, hoje a disciplina repressiva do abuso de informação privilegiada no Brasil não deve em nada aos sistemas mais avançados do mundo, estando apta a garantir a plena confiabilidade da seriedade e transparência do Mercado de Capitais aos investidores brasileiros e estrangeiros.

Referências

- BAUTZER, Tatiana e VIEIRA, Catherine. “SEC pune dois *insiders* do caso Sadia-Perdigão”. In: **Valor Econômico**, notícia veiculada em 23/02/2007. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2007/02/23/ult1913u65111.jhtm>> acesso em 31/10/2011
- CARNELLUTTI, Francesco. **Teoria Geral do Direito**. Queiró, A. Rodrigues e CASTRO, Artur Anselmo de (trad.). São Paulo: Saraiva, 1942.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS e COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, **Memorandum of Understanding between the United States Commodity Futures Trading Commission and the Brazil Comissão de Valores Mobiliários on mutual assistance and exchange of information**, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/relinter/mou/uscfctc-in.asp>>, 12/04/1991, acesso em 22/11/2011.
- COSTA, José de Faria e RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de abuso de informação privilegiada: *insider trading* – a informação enquanto problema jurídico-penal**. Coimbra: Ed. Coimbra, 2006.
- GOMES, Luis Flávio. “Responsabilidade Penal Objetiva e Culpabilidade nos Crimes contra a Ordem Tributária”, in **RIOBJ** nº 11/95, p. 3-22.
- KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais: do ponto de vista do Direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “*insider trading*”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.
- LOBO, José María Quirós. **Principios de Derecho Sancionador**. Granada: Editorial Comares, 1996.
- MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, vol. 2, tomo I.
- OLIVEIRA, Cícero José Zanetti de. **O processo administrativo sancionador da CVM**. Disponível em: <<http://www.parana-online.com.br/colunistas/237/65400/?postagem=O+PROCESSO+ADMINISTRATIVO+SANCIONADOR+DA+CVM>> acesso em 12/11/2011.
- OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito Administrativo Sancionador**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

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

RÁO, Vicente. **O Direito e a Vida dos Direitos**. 6. ed. anot. atual., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

REALE, Miguel Júnior. **Dever de lealdade do administrador da empresa e direito penal**, p. 2-12 *passim*. Disponível em: < <http://www.realeadvogados.com.br/opinioes%5Cmiguel2.pdf>> acesso em 09/12/2011.

SILVA, Pedro Aparecido Antunes da. **Efeitos da sentença penal na esfera administrativa disciplinar**. Disponível em: <http://www.jurisway.org.br/v2/dhall.asp?id_dh=4110>, acesso em 25/01/2012.

VALLE, Sabrina. “CVM terá rastreador de crimes financeiros: sistema, desenvolvido pela empresa italiana SIA-SSB, deve entrar em operação no segundo semestre”. *In: O Estado de S. Paulo*, notícia veiculada em 19/03/2011. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20110319/notimp694067,0.php>>, acesso em 15/01/2012.

VITTA, Heraldo Garcia. **A sanção no Direito Administrativo: Coleção Temas de Direito Administrativo 8**. São Paulo: Malheiros, 2003.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. **O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores Mobiliários**. Disponível em: <<http://www.iiede.org.br/arquivos/termodecompromissoanoambitoomercadodecapitais.pdf>> acesso em 12/11/2011.

ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.