

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE DE DIREITO**

***INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE ACERCA DA SUA PREVENÇÃO POR  
MEIO DOS SISTEMAS DE COMPLIANCE CRIMINAL***

**SARAH LIMA DA SILVEIRA**

**RIO DE JANEIRO**

**2023**

SARAH LIMA DA SILVEIRA

*INSIDER TRADING*: UMA ANÁLISE ACERCA DA SUA PREVENÇÃO POR MEIO  
DOS SISTEMAS DE COMPLIANCE CRIMINAL

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Antonio Eduardo Ramires Santoro.

RIO DE JANEIRO

2023

## CIP - Catalogação na Publicação

S578i Silveira, Sarah Lima da  
INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE ACERCA DA SUA  
PREVENÇÃO POR MEIO DOS SISTEMAS DE COMPLIANCE  
CRIMINAL / Sarah Lima da Silveira. -- Rio de  
Janeiro, 2023.  
86 f.

Orientador: Antonio Eduardo Ramires Santoro.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. Direito Penal Econômico. 2. Insider trading.  
3. Compliance criminal. 4. Chinese Wall. I.  
Santoro, Antonio Eduardo Ramires, orient. II. Título.

SARAH LIMA DA SILVEIRA

INSIDER TRADING: UMA ANÁLISE ACERCA DA SUA PREVENÇÃO POR  
MEIO DOS SISTEMAS DE COMPLIANCE CRIMINAL

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Antonio Eduardo Ramires Santoro.

Data da Aprovação: 05 / 07 / 2023

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Antonio Eduardo Ramires Santoro

---

Prof<sup>a</sup> Dra. Natália Lucero Frias Tavares

---

Prof<sup>a</sup>. Dra. Livia de Meira Lima Paiva

RIO DE JANEIRO

2023

**Dedico à minha querida avó, Maria Lucinda, toda a honra e orgulho de me formar em uma faculdade federal de excelência.**

## AGRADECIMENTOS

Aos meus avós maternos, Maria Lucinda Ferreira da Silva e Alfredo Maia Lima, por terem tornado tudo isso possível, com a sua resiliência constante e empenho exemplar em proporcionar o melhor para nossa família. Se hoje posso me formar na Universidade Federal do Rio de Janeiro, é mero fruto de todo o esforço que tiveram.

Estendo esses mesmos agradecimentos aos meus avós paternos, Manuel Esteves Gonçalves e Thomazia Leopoldina da Veiga Gonçalves, bem como à memória do meu tio Wilson José Azevedo de Vasconcelos, os quais infelizmente não pude conhecer, mas nutro enorme carinho, pois tenho certeza de que estariam ao meu lado em todo este momento de festa.

Às minhas mães, Maria da Conceição Ferreira Lima, Maria Alice Ferreira Lima de Vasconcelos e Ana Paula Ferreira Lima Afonso, não somente pelo apoio durante a elaboração deste trabalho, mas por toda a minha vida, por todos os ensinamentos que me tornaram a mulher que sou hoje.

Ao meu pai, Ivo da Cunha Afonso, por todo o amor e carinho incondicional que me proporciona. Sem você em minha vida, eu tenho certeza que seria impossível amar como amo, sorrir como sorrio e, acima de tudo, ser feliz como eu sou sendo sua filha.

Aos meus queridos amigos, Jorge Guilherme Souza Pinheiro e Gabriel Lettieri Bezerra, pela compreensão, presença e amizade que me proporcionaram em todos os momentos, mesmo nesta reta final em que estive ausente.

A João Estellita Teixeira Lins, por todo o companheirismo e admiração, que transcende o direito penal, e pela nossa amizade a qual pretendo carregar para toda a minha vida. Que acontecimento foi te conhecer.

À Beatriz Jesus dos Santos, por todo o apoio e confiança, e por, principalmente, ser minha melhor amiga há tantos anos que já perdi a conta.

À Maria Eduarda Caseiro Correia Paiva, por ser a maior parceira em todas as minhas loucuras e por simplesmente existir, estando ao meu lado desde o colégio.

Aos demais que fizeram parte de toda essa caminhada, seja acadêmica ou profissional, ou até de vida, e que influenciaram no resultado que hoje alcanço. Serei eternamente grata, não só por esta conclusão, mas por todo o processo que me trouxe até aqui.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo compreender a caracterização do delito de uso de informação privilegiada, previsto pelo artigo 27-D da Lei nº 6.385, e analisar a possibilidade da sua prevenção por meio de métodos corporativos de controle interno, bem como pela aplicação de efetivos sistemas de programas de integridade, conhecidos como *compliance*, em empresas e instituições financeiras ligadas ao mercado de capitais. Sob esse mesmo prisma, busca entender a utilização da existência e eficácia desses mecanismos nas empresas como elemento probatório de defesa na hipótese de acusação criminal dos seus dirigentes em razão de suposta prática da conduta em análise. Para este fim, fez-se uma análise bibliográfica de caráter descritivo, com a observação de alguns pontos da Ação Penal nº 470, julgada pelo Supremo Tribunal Federal.

**Palavras-chave:** Direito Penal Econômico; Insider Trading; Informação Privilegiada; Prova Indiciária; Programas de Integridade; Barreiras de Informação; Governança corporativa.

## ABSTRACT

This paper aims to comprehend the characterization of the crime of insider trading, provided for in article 27-D of Law n° 6.385, and to analyze the possibility of its prevention through corporate methods of internal control, as well as the application of an effective integrity program system, known as compliance, in companies and financial institutions linked to the capital market. From this same perspective, it seeks to understand the use of the existence and effectiveness of these mechanisms in enterprises as evidence of defense in the hypothesis of criminal prosecution of their legal representatives because of the alleged practice of the conduct under analysis. To this end, a descriptive bibliographic analysis was made, with the observation of some points of Criminal Action n° 470, judged by the Supreme Court.

**Keywords:** Economic Criminal Law; Insider Trading; Insider Information; Indicial Evidence; Integrity Programs; Information Barriers; Corporate Governance.

## LISTA DE SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

CCO – *Chief Compliance Officer*

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

FCPA – *Foreign Corrupt Practices Act*

IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico

PAS – Procedimento Administrativo Sancionador

SEC – *Securities Exchange Position*

SOX – Lei Sarbânes-Oxford

STF – Supremo Tribunal Federal

STJ – Superior Tribunal de Justiça

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. CRIMES CORPORATIVOS: A CARACTERIZAÇÃO DO DELITO CONHECIDO COMO <i>INSIDER TRADING</i>	13
1.1 A sociedade de risco e a criminalização dos crimes contra o mercado de capital	13
1.2 A tutela da informação relevante: qual o bem jurídico que se pretende proteger com esse tipo penal?	19
1.3 Quem pode ser considerado <i>insider</i> e qual seu especial fim de agir neste delito?	28
1.4 Breves considerações sobre a prática de <i>front running</i> e o papel da instituição financeira intermediadora	32
1.5 Elemento subjetivo e objetivo da prática de <i>insider trading</i>	34
1.6 A imputação e consequente repressão criminal do <i>insider</i> em contraste ao poder sancionador exercido pela CVM: a questão relativa à validade das provas indiciárias	36
2. COMPLIANCE CRIMINAL EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	43
2.1 A origem histórica das práticas voltadas à anticorrupção no Brasil	44
2.2 Quais são os requisitos necessários à devida implementação dos programas de integridade pelas organizações empresariais brasileiras?	49
2.3 A implementação dos sistemas de compliance pelas instituições financeiras em conjunto com a atuação dos seus controles internos pré-definidos	55
2.4 O método da <i>Chinese Wall</i>	59
3. A REPRESSÃO DO INSIDER TRADING POR MEIO DE EFETIVOS SISTEMAS DE COMPLIANCE	63
3.1 A prevenção ao <i>insider trading</i> através dos mecanismos para prevenção de conflitos de interesse em instituições financeiras	63
3.2 A <i>chinese wall</i> versus teoria da mente corporativa	67
3.3 Possíveis críticas aos programas de integridade	72
CONSIDERAÇÕES FINAIS	74
REFERÊNCIAS	77

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo fornecer uma análise descritiva das origens e dos aspectos penais do delito de uso de informação privilegiada, previsto pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/76, para, posteriormente, destrinchar a possibilidade da sua prevenção por meio da adoção de efetivos métodos de compliance criminal e controles internos, especificamente a implementação da *chinese wall* por instituições financeiras. Além disso, será abordado a serventia da comprovação da eficácia desses sistemas como meio de prova capaz de elidir eventual responsabilidade penal que possa ser imposta aos indivíduos supostamente envolvidos com esse tipo de conduta reprovável.

Para tanto, iniciou-se os estudos com explanação acerca do atual contexto global marcado pelos riscos e pelas urgências, as quais fizeram por expandir o escopo do direito, até então antropocêntrico, para abarcar e tutelar questões econômicas e financeiras. Esse cenário de fundo foi marcado pela gênese do direito penal econômico, em rompimento com seu viés clássico e subsidiário.

Com isso exposto, tem-se que a medida em que o mercado de capitais passou a viabilizar a acumulação de lucro e o fomento à economia nacional, assim como possibilitou a transnacionalização de relações comerciais e societárias, tornou-se mais rigorosa a fiscalização e repressão das condutas capazes de prejudicá-lo, culminando assim na criminalização dos atos praticados contra esse mercado.

Nessa toada, foi primordial definir os principais aspectos relacionados ao uso de informações relevantes ainda não divulgadas e, por isso, privilegiadas, permeando suas concepções na seara administrativa, haja vista as dúvidas e incompletudes que o tipo penal possui até a presente data. Os pontos de maior importância foram o significado dessa informação, qual o bem jurídico que se pretende tutelar, quem são seus agentes ativos e qual o dolo esperado para a configuração do delito.

De igual importância, debruçar-se-á sobre a delimitação e a elucidação das questões envolvendo o *compliance*, demonstrando sua origem e estabelecendo sua distinção dos

controles internos já existentes na estrutura corporativa, bem como quais são seus princípios motores, alinhados às práticas de boa governança e os princípios éticos e morais da cultura organizacional que se pretende disseminar, principalmente com relação às instituições financeiras atuantes no mercado de capitais. Nesse sentido, foi concedido especial enfoque ao mecanismo conhecido como *chinese wall*, isto é, as barreiras físicas ou virtuais existentes em uma organização para evitar o fluxo informacional desnecessário e impedir práticas voltadas ao *insider trading*.

Nesse quadro, exsurge a importância desses métodos como não apenas valiosa prática voltada a precaução contra atos ilícitos e corruptos em instituições voltadas a operações com valores mobiliários, mas também como instrumento de defesa a ser utilizado para evitar a responsabilização penal de dirigentes e administradores que venham a ser acusados com base meramente em suas posições exercidas.

Destaca-se desde já que para tal fim, as jurisprudências advindas das decisões em primeiro grau da CVM e como as de segundo grau, emanadas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, serviram como base para a análise dos requisitos à aplicação eficaz dessas barreiras informacionais e sua utilização como excludente de responsabilidade, uma vez que ainda é pouco explorado no âmbito criminal, escopo do presente trabalho.

Isto posto, a comparação feita com a seara administrativa sancionadora a todo tempo teve como objetivo verificar o que pode ou não ser adotado em matéria penal e como atitudes corporativas eficientes, voltadas à eliminação da criminalidade no seio organizacional, poderiam constituir verdadeiros meios de defesa, principalmente se comprovado que obstarium por completo a realização da prática atribuída.

Para tal fim, fez-se uso da doutrina nacional, tanto penal, quanto processual penal e administrativa, bem como a breve análise do julgamento da Ação Penal nº 470, a qual tramitou no Supremo Tribunal Federal (STF) e ficou conhecida como o emblemático caso do “mensalão”. Nela, foram abordadas questões relativas à possibilidade de valoração de provas indiciárias no âmbito criminal, a teoria do domínio do fato e a responsabilização do profissional responsável pelo *compliance*, sendo estas questões necessárias à construção do entendimento que se almeja alcançar neste trabalho.

Ao final, o objetivo desse estudo foi refletir sobre o liame existente entre os dois pólos apresentados, ou seja, entre o tipo penal em tela e as práticas corporativas atinentes à manutenção da integridade, bem como explicitar a fragilidade probatória ligada à verificação da prática de *insider trading* na seara administrativa, tendo em vista que indiciária, e sua completa incompatibilidade com o âmbito penal.

## 1. CRIMES CORPORATIVOS: A CARACTERIZAÇÃO DO DELITO CONHECIDO COMO *INSIDER TRADING*

### 1.1 A sociedade de risco e a criminalização dos crimes contra o mercado de capital

Com o final do século XIX e o início do século XX, a sociedade mundial passou por diversas mudanças econômicas e comerciais, oriundas do desenvolvimento do mercado com a produção em larga escala e a ampliação da industrialização aos demais continentes para além da Europa Continental. Esse período ficou conhecido historicamente como a Segunda Revolução Industrial, tendo em vista que significou nova ruptura com o contexto anteriormente visto.

Nesse contexto global, para acompanhar o acelerado desenvolvimento técnico e o redimensionamento do mercado, agora transnacional, o Estado passou a assumir uma postura mais intervencionista, deixando de lado seu caráter meramente vigilante de até então. Com esse intuito, diversas modificações legislativas foram estimuladas, em especial quanto ao campo da regulação do comércio, bem como objetivos ligados ao mercado e aos bens de consumo passaram a fazer parte das Constituições promulgadas à época.

Em verdade, o que se verificou foi a mudança dos anseios e preocupações socioeconômicos, que não mais poderiam subsistir sem a devida proteção legal, uma vez que, ao passo em que o mercado se transforma em cada vez mais globalizado, maiores se tornam os perigos e medos sociais em relação à manutenção da própria economia que se fomenta. É justamente sobre esse cenário de incertezas que trata o trabalho de Ulrich Beck<sup>1</sup>, o qual

---

<sup>1</sup> BECK, Ulrich. Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade. Tradução de Sebastião Nascimento. São Paulo: Ed. 34, 2010.

denomina o momento pós-industrial como Sociedade de Risco (*Risilogesellschaft*), que é marcada, sobretudo, pela institucionalização da insegurança.

A autora Marta Machado expõe que:

A teoria da sociedade mundial do risco parece nascer com a percepção social dos riscos tecnológicos globais e de seu processo de surgimento até então despercebido. É uma teoria política sobre as mudanças estruturais da sociedade industrial e, ao mesmo tempo, sobre o conhecimento da modernidade, que faz com que a sociedade se torne crítica do próprio desenvolvimento.<sup>2</sup>

O que se vê, portanto, é que o desenvolvimento social gerado pelo deslançar da industrialização foi moldado pela produção de riscos, que se apresentam globalmente e não mais podem ser contidos pela produção normativa clássica, delimitada pelo tempo e espaço. Os perigos e inseguranças crescentes necessitam que os meios de controle social abarquem questões não somente sociais, mas econômicas e financeiras, já que o bem-estar da sociedade se torna inerente à segurança da sua economia.

Esse cenário foi acentuado, principalmente, pela crise mundial de 1929, que gerou uma real e concreta necessidade da intervenção estatal no ambiente das relações econômicas, não sendo mais possível manter as ideias do liberalismo clássico ligadas à autorregulação, considerando que sua aplicação única levou à existência de especulações não fiscalizadas. Com isso, tornou-se primordial a criação de normas legais capazes de controlar as atividades financeiras que antes se regulavam por si mesmas, para a efetiva proteção da confiança, contrária a incerteza social inerente ao mercado da época.

No Brasil, as primeiras leis voltadas ao mercado de capitais foram promulgadas em 1964, das quais é necessário destacar a Lei ° 4.595/64, conhecida como a Lei da Reforma Bancária, e a Lei nº 4.728/64. Essas leis reformularam o sistema nacional de intermediação financeira, disciplinando sobre o mercado de capitais e estabelecendo a criação do Conselho Monetário Nacional e o Banco Central (BACEN), com o objetivo de regulamentar e fiscalizar esse mercado.

---

<sup>2</sup> MACHADO, Marta Rodriguez de Assis. Sociedade do risco e direito penal: uma avaliação de novas tendências político-criminais. São Paulo: IBCCRIM, 2005, p. 31.

Antes de adentrar o conceito específico desse mercado, faz-se necessário expor que o Sistema Financeiro Nacional é formado pelo conjunto de entidades e instrumentos que são capazes de viabilizar o fluxo de capitais entre as empresas e agentes econômicos que buscam recursos para seu efetivo funcionamento. Por isso, nada mais é que um mecanismo para garantir o acúmulo de capitais necessários ao crescimento empresarial, sem que seja necessária a intermediação de uma instituição financeira, uma vez que apenas é preciso que a empresa possua seu capital aberto para negociar seus papéis.

Dessa forma, pode-se dizer que o mercado de capitais representa o “segmento, a parcela ou setor do sistema financeiro nacional onde está concentrada toda a rede de instituições financeiras e bolsa de valores e que operam com compra e venda de ações e títulos de dívida em geral, sempre no longo prazo”<sup>3</sup>, apresentando-se como eixo primordial para o desenvolvimento econômico do país. Pode ser dividido em bolsa de valores e mercado de balcão, que representam dois ambientes onde são realizadas transações de ações de companhias de capital aberto, as quais pertencem à classe das sociedades anônimas, com o objetivo de propiciar seu financiamento.

Nessa toada, em 1965, foi sancionada a Lei nº 4.728, denominada Primeira Lei do Mercado de Capitais, a qual estipulou em seu artigo terceiro as atribuições do Banco Central, dentre elas, a fiscalização da “utilização de informações não divulgadas ao público, em benefício própria, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas

---

<sup>3</sup> DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theodomiro (Coord.). Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 169.

tenham acesso<sup>47</sup>. Porém, esse dispositivo sequer indicava qualquer caráter sancionatório, seja administrativo ou até penal, à essa prática.

Com a chegada do ano de 1976, houve a implantação de mais duas leis de enorme importância no cenário financeiro nacional: a Lei nº 6.404, intitulada Lei das Sociedades Anônimas, e a Segunda Lei do Mercado de Capitais, Lei nº 6.385. Essa segunda lei consistiu em determinar as bases para a constituição do mercado de valores mobiliários, bem como tratou de disciplinar acerca da organização dos agentes reguladores estatais, atribuindo finalidades às funções do Conselho Monetário Nacional (CMN) e criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Após, em 1988, são incorporados diversos princípios atrelados à ordem econômica, principalmente ao texto constitucional, dentre os quais o direito à propriedade privada, a função social da propriedade, a livre concorrência e a defesa do consumidor, voltados a manter perfeitamente equilibrada e em funcionamento a máquina do Estado e o efetivo cumprimento dos objetivos ligados à tributação.

De igual forma, o sistema financeiro foi constitucionalizado no art. 192<sup>5</sup> da Carta Magna de 1988, com o fito de promover o desenvolvimento equilibrado do País e os

---

<sup>4</sup> Art. 3º Compete ao Banco Central:

I - autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bolsas de Valores;

II - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bolsas de Valores (arts. 8º e 9º) e das sociedades de investimento;

III - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários;

IV - manter registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, ou que efetuem, com qualquer propósito, a captação de poupança popular no mercado de capitais;

V - registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas Bolsas de Valores;

VI - registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais;

VII - fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a: a) publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados; b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais.

VIII - fiscalizar a observância das normas legais e regulamentares relativas à emissão ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos ou valores mobiliários colocados no mercado de capitais;

IX - manter e divulgar as estatísticas relativas ao mercado de capitais, em coordenação com o sistema estatístico nacional;

X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.

<sup>5</sup> Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

interesses da coletividade. Em conjunto a isso estão os ditames trazidos em seu art. 170<sup>6</sup>, os referentes à proteção da justiça social assegurada pela ordem econômica fundada na livre iniciativa, bem como ao parágrafo quarto do art. 173<sup>7</sup>, que coíbe a dominação de mercados e eliminação da concorrência

Nesse contexto, o fortalecimento das leis que fiscalizam questões econômicas e financeiras, assim como a atribuição de caráter constitucional aos seus princípios, gera uma nova insegurança para a sociedade de risco: as condutas que buscam burlar ou, de certa forma, fraudar a regulamentação administrativa, civil, fiscal e societária implementada. Com a ampliação da proteção jurídica do mercado como bem jurídico, verificou-se como urgente o desenvolvimento do sistema de repressão aos ilícitos e transgressões que ameaçam o seu bem-estar.

Nas palavras de Jesús-María Silva Sánchez:

A “sociedade do risco” ou “da insegurança” conduz pois, inexoravelmente, ao “Estado vigilante” ou “Estado da prevenção”. E os processos de privatização e de liberalização da economia, em que nos encontramos imersos, acentuam essa tendência. Nesse contexto policial-preventivo, a barreira de intervenção do Estado nas esferas jurídicas dos cidadãos se adianta de modo substancial. Com efeito, as intervenções de inspeção (supervisoras, de controle) podem ser puramente ‘rotineiras’: de fato, para iniciar uma inspeção não se exige a justificativa da existência de indícios concretos de perigo para a ordem administrativo-policial. O procedimento de inspeção – intensificando ainda mais o princípio fundamental que se expressa no procedimento sancionador de infrações administrativas formais –

---

<sup>6</sup> Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

<sup>7</sup> Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

aparece então claramente norteado por um critério ‘gerencial’ em relação aos riscos (Risikomanagement).<sup>8</sup>

Dessa maneira, surge o direito penal econômico como resultado dessa soma entre a ampliação de direitos e do aumento do intervencionismo estatal, o qual nada mais é do que o alcance da tutela penal para proteger a produção, o mercado comercial, as próprias empresas e, sobretudo, a acumulação de capitais gerada pelo mercado financeiro.

O direito penal passa a não mais se ater a questões antropocêntricas, abarcando agora uma escala supraindividual e transnacional para a proteção de interesses difusos, coletivos, cujo fim é garantir a efetiva existência dos direitos fundamentais. Direitos esses trazidos pela expansão do Direito para áreas novas, inerentes ao desenvolvimento social industrializado, os quais os anseios sociais não mais poderiam se satisfazer com a reparação dos seus danos promovida pelo direito civil ou com a característica sancionatória da seara administrativa.

Por esta razão, as violações aos princípios criados nesse contexto para proteção do mercado de valores mobiliários tomaram tal importância com o seu desenvolvimento e estímulo, não mais poderiam ser vistos como ilícito administrativo, levando à previsão de sanção penal à sua prática. Além disso, é nesse contexto que a própria percepção social do crime expande para não mais abarcar tão somente condutas ligadas aos crimes tidos como clássicos.

De acordo com o sociólogo estadunidense Edwin Sutherland, a criminologia clássica tendia a ignorar por completo a existência dos crimes de colarinho branco<sup>9</sup>, uma vez que totalmente voltadas à visão do crime interligado às condutas praticadas por indivíduos inseridos nas camadas mais pobres da população. As condutas transgressoras às regras praticadas no seio de ambientes corporativos não poderiam ser vistas ao mesmo lado dos crimes praticados por questões aliadas à pobreza, por razões inerentes a esse aspecto.

---

<sup>8</sup> SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. 2. ed. São Paulo, 2011, p. 127.

<sup>9</sup> Sobre os tipos de crime verificados por Sutherland: “*These varied types of white-collar crimes in business and the professions consist principally of violation of delegated or implied trust, and many of them can be reduced to two categories: misrepresentation of asset values and duplicity in the manipulation power. The first is approximately the same as fraud or swindling; the second is similar to the double-cross. The latter is illustrated by the corporation director who, acting on inside information, purchases land which the corporation will need and sells it at a fantastic profit to his corporation. The principle of this duplicity is that the offender holds two antagonistic positions, one of which is a position of trust, which is violated, generally by misapplication of funds, in the interest of the other position.*”

Sob esse prisma, destaca-se que criminalização das condutas anteriormente consideradas administrativas e coagidas meramente com sanções reparatórias, tem como lastro não apenas o dano financeiro e econômico que estas geram, mas também ao prejuízo que causam socialmente ao acentuar a quebra de confiança estabelecida pelos princípios basilares próprios da estrutura do mercado:

*The financial loss from white-collar crime, great as it is, is less important than the damage to social relations. White-collar crimes violate trust and therefore create distrust, which lowers social morale and produces social disorganization on a large scale. Other crimes produce relatively little effect on social institutions or social organization.*<sup>10</sup>

Desta forma, os crimes contra o mercado de capitais foram inseridos na Lei nº 6.385 com a inclusão dos arts. 27-C a 27-E pela Lei nº 10.303 somente no ano de 2001, com especial enfoque ao crime de utilização de informação privilegiada que, conforme supramencionado, já existia no ordenamento brasileiro desde o ano de 1965. Isso por si só já denota a novidade de sua criminalização e a controvérsia da sua configuração como delitos, em especial ao que tange à previsão do art. 27-D, que introduz a noção do *insider trading* como tipo penal:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.<sup>11</sup>

Para tanto, após essa contextualização, é necessário explicitar qual a relevância da atribuição de caráter penal a essa utilização, para além de suas previsões no âmbito cível e administrativo, a importância da tutela da informação para o mercado financeiro, bem como especificar o bem jurídico a ser protegido e qual seria o agente desta conduta.

---

<sup>10</sup> SUTHERLAND, Edwin H. “White-Collar Criminality”, *American Sociological Review*, vol. 5, nº 1, febr., 1940.

<sup>11</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

1.2 A tutela da informação relevante: qual o bem jurídico que se pretende proteger com esse tipo penal?

A noção do *insider trading* nasce no Brasil como uma importação do direito estadunidense, como a maioria das questões ligadas ao meio societário e financeiro. Seu berço tem suas raízes no momento da Grande Depressão, pós-crise de 1929, quando da implementação do *New Deal* e das ideias do Estado de Bem-Estar Social para a aprovação de diversas leis capazes de facilitar a reforma econômica pela qual o país passava.

Os Estados Unidos foram os pioneiros a legislar sobre o dever do *full disclosure* no âmbito da regulamentação do mercado de capitais. Essa previsão consiste justamente na obrigação de transparência no mercado, bem como na igualdade de acesso às informações divulgadas publicamente por todos os investidores.

O que buscava-se consagrar dessa maneira era o dever de diligência e o princípio da lealdade negocial. Isso porque, para que seja garantida a livre concorrência inerente às negociações de valores mobiliários, é necessário manter todos os participantes desse mercado sob as mesmas condições, sendo a simetria informação a possibilidade de manter este cenário. Naturalmente, se esses princípios de mercado se tornam norma, a sua violação, qual seja o uso de informação não divulgada, reservada à apenas os administradores das companhias emissoras das ações em negociação, será sancionada como ato ilícito.

Sobre este tema, o professor Rubens Requião ensina que:

A esses atos de deslealdade deu-os a doutrina norte-americana a conhecer sob a designação de *insider trading*. Os objetivos do direito norte-americano são precisamente “pôr os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor”. A intenção final desse sistema, como disse uma decisão judicial, é “proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem”. Esse moderno e importante instituto foi transferido, em boa hora, do direito norte-americano para a atual lei. Aliás, deve-se registrar que, de permeio, o sistema americano havia já inspirado a regra do art. 3o, X, da Lei no 4.728, de 1965, que disciplinou o mercado de capitais, ao conferir ao Banco Central do Brasil a atribuição de “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”. Contém-se esse instituto dentro dos princípios

enunciativos do “dever de lealdade” dos administradores para com a companhia e para com o corpo acionário.<sup>12</sup>

A Lei das Sociedade Anônimas consagra à diligência, lealdade e transparência da informação como deveres do administrador de sociedades anônimas de capital aberto no ordenamento brasileiro em seus artigos 153<sup>13</sup>, 154<sup>14</sup>, 155<sup>15</sup> e 157<sup>16</sup>, os quais preveem, caso

<sup>12</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial, 2º volume / Rubens Requião — 29. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião – São Paulo: Saraiva, 2012, p. 146.

<sup>13</sup> Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

<sup>14</sup> Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
- c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

<sup>15</sup> Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir. § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. § 3º 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. § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

<sup>16</sup> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes. § 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem. § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato

verificado que esses indivíduos faltaram com esses preceitos legais, sua responsabilização objetiva em função de prejuízos ocasionados ao mercado e seus agentes.

Todavia, a repressão criminal, para além da civil e administrativa, só foi implementada nos EUA com a vigência do “*Sarbantes-Oxley Act*”, em 2002, a qual foi resultado de diversas ocorrências de fraudes corporativas relativas à ações negociadas na bolsa de valores de forma a gerar uma crise de confiança no mercado estadunidense.

O cerne da proporção penal que ganha o *insider trading* reside no fato de que a própria companhia vai ser prejudicada com a conduta lesiva de seus administradores, uma vez que obterão lucro em detrimento de seus acionistas e da boa governança da pessoa jurídica, assim como no correto funcionamento do mercado em que está inserida.

Conforme já abordado, o crime de *insider trading* foi incluído na legislação penal brasileira no ano de 2001, espelhando novamente o contexto estadunidense. Mas no que consistiria, afinal, este delito e o que ele busca proteger?

Leciona Nelson Eizirik que:

O insider trading consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão por dentro dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o insider compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.<sup>17</sup>

Sucintamente, dentro da estrutura do mercado de ações mobiliárias, os profissionais que obtém acesso às informações antes dos demais agentes desse ramo em razão de seus cargos, denominados “*insiders*”, não podem utilizar-se dessas, as quais têm a obrigação prevista em lei de divulgar, para benefício próprio, em detrimento dos demais. O objetivo final de

---

relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

<sup>17</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 554.

imposição destes deveres a essa categoria de indivíduos é manter a devida concorrência no mercado, em perfeita e concreta possibilidade de manter todos os seus participantes em simetria.

Nesse sentido, Eizirik expõe que a repressão ao *insider trading* tem vieses de ordem econômica e ética que o justifiquem, sendo a primeira lastreada na eficiência na cotação dos valores mobiliários negociados, uma vez que a precificação das ações é inerente às informações publicamente disponíveis acerca das emissoras e dos títulos em negociação. Já a segunda reside na necessidade na simetria de posições para que o mercado funcione, sendo referendada pelo correto seguimento das diretrizes características às funções desempenhadas pelos *insiders*.<sup>18</sup>

Isso porque, sobre a eficiência, tem-se que esta pode ser vista de duas formas, sendo uma informativa, referente à devida realização de negociações no mercado em razão das informações terem sido divulgadas de forma igualitária, e a outra concernente à devida alocação dos recursos, a qual só pode ser verificada se na presença de sua anterior, uma vez que o mercado deve ser capaz de incorporar todos os fatos disponíveis no preço de seus valores mobiliários postos à negociação.

Mormente, infere-se que o ponto focal quanto ao conceito do uso de informação privilegiada é, justamente, o que seria considerado ou não como fato relevante, já que este aspecto é o poder capaz de desequilibrar todo o setor em comento. O que poderia, em si, colocar um grupo em desvantagem de outro, caso somente uma parcela de agentes tivesse acesso indiscriminado, de maneira privilegiada, a essas informações para operar neste núcleo.

Apesar disso, considerando que o tipo penal não se dedica a qualificar qual seria em si esta diferenciação entre qualquer informação e a que não pode ser utilizada em benefício próprio, é necessário voltar os olhos para a delimitação trazida no contexto civil e administrativo.

Nesse plano, essa concepção pode ser extraída do próprio parágrafo quarto do art. 157 da Lei das Sociedades Anônimas, que elenca como necessário a se informar “qualquer

---

<sup>18</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 554-55.

deliberação da Assembleia-Geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Na seara administrativa, a Comissão de Valores Mobiliários determinou o que consistiria em ato ou fato relevante em sua Instrução nº 358/ 2002, a qual foi recentemente revogada pela Resolução CVM nº 44, em 2021. Sendo assim, prevê o art. 2º deste último dispositivo que:

Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, 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:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII – transformação ou dissolução da companhia;

IX – mudança na composição do patrimônio da companhia;

X – mudança de critérios contábeis;

XI – renegociação de dívidas;

XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;

XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e  
XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico financeira da companhia.<sup>19</sup>

À luz disso, percebe-se que a informação para ser considerada como relevante deve refletir por completo todos os atos e operações patrimoniais referentes aos seus valores mobiliários, assim como as negociações feitas pela companhia aberta que possam interferir ou ao menos gerar algum impacto em sua lucratividade. Sendo assim, além de pública, deve ser precisa e plena, no sentido de possuir relevância qualitativa capaz de influir de maneira direta ou indireta na situação dos títulos negociados e da sua própria emissora.

Reside nesta caracterização a distinção principal entre o delito de *insider trading* e o de manipulação de mercado, previsto pelo art. 27-C da mesma lei, uma vez que o segundo tipo prevê que a conduta do agente pressupõe seu intuito de gerar fraude por se utilizar de informação forjada ou inverídica para alterar a precificação dos papéis. Ainda que as práticas relacionadas aos dois crimes tenham como objetivo-fim obter vantagem ilícita por seus agentes, apenas no *insider* é necessário que essa informação seja verdadeira, capaz de influir no mercado, por isso relevante, e que não tenha sido divulgada ao público no momento das operações.

Com a apresentação do que se entende por *insider trading* e a delimitação do que é considerado relevante para fins da sua configuração, passa-se a abordar qual seria, de fato, o bem jurídico protegido com a sua criminalização.

Doutrinariamente, não há ainda um consenso sobre o qual o exato e específico bem a ser tutelado por esta criminalização, existindo, assim, diversas vertentes de pensamento sobre o tema. As possibilidades abordadas são: a confiança dos investidores para com o mercado, a integridade do mercado em si, o correto funcionamento deste setor do sistema financeiro, bem como a sua estabilidade por meio do princípio já mencionado do *disclosure*.

Em uma primeira análise, a confiança, ou melhor dizendo, a desconfiança pode ser considerada como o resultado gerado pelo prejuízo a todos os demais fatores apontados. Afinal, caso o mercado não seja visto como íntegro, não funcione como deveria, ou se

---

<sup>19</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 44. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

encontre em completa instabilidade pela assimetria das informações, é evidente que sua confiabilidade irá decair, ou seja, que os investidores deixarão de depositar sua confiança nesse segmento.

Novamente, faz-se alusão à sociedade de risco. Para que seja estimulada a concorrência do mercado de valores mobiliários, cujo risco de não lucrar ou até gerar desvantagem monetária é alto, é primordial que os indivíduos inseridos em um contexto de insegurança institucionalizada possam acreditar e confiar seus valores em negociações abstratas de títulos.

Por esta razão, o uso de informação privilegiada por determinado grupo de agentes viola todos os pontos citados e os princípios basilares do mercado, mas, fundamentalmente, fere a confiança de uma coletividade, que leva à cíclica afetação à estabilidade e integridade desse âmbito. É um delito, portanto, pluriofensivo, cujas vítimas não podem ser individualizadas, que interfere em um bem supraindividual, ou seja, para além de somente violar as regras do mercado de valores mobiliários e do interesse singular de tal ou qual investidor ou acionista.

De modo a ratificar essa pluriofensividade do delito, ressaltam-se as palavras de Frederico de Lacerda da Costa Pinto:

Concretamente, visa-se proteger a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários. Trata-se de um bem jurídico económico que é pressuposto essencial da organização e funcionamentos dos mercados de valores mobiliários. Está em causa, na verdade, a igualdade perante um bem económico (a informação) necessário para a tomada de decisões económicas racionais. Quem usa negocialmente informação privilegiada subverte as condições de regular funcionamento do mercado e coloca em perigo os seus níveis de eficiência. A norma sanciona uma situação de distorção da livre concorrência por assimetria quanto à posse e uso de informações relevantes. O agente que comete o ilícito em causa antecipa-se aos demais intervenientes do mercado com base na informação que dispõe e, dessa forma, não corre os mesmos riscos inerentes ao funcionamento do mercado a que os demais investidores se sujeitam. Deste modo, as assimetrias informativas criadas com o uso de informação privilegiada subvertem as condições de distribuição do risco negocial da intervenção neste mercado.<sup>20</sup>

Após esta constatação, é necessário remarcar que o legislador optou por caracterizar o delito de *insider trading* como crime formal, ou seja, como infração penal cuja mera lesão ao bem jurídico acima exposto é verificada com a utilização ou repasse da informação não

---

<sup>20</sup> PINTO, Frederico de Lacerda Costa. "Crimes e contra-ordenações no novo Código dos Valores Mobiliários", Cadernos dos Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 399.

divulgada pelo agente previsto no tipo para operar no mercado de capitais, sem que seja necessário a existência de dano efetivo gerado pela obtenção de lucro indevido.

Todavia, a doutrina diverge quanto à consumação do delito, se é propriamente um tipo penal de dano, de perigo concreto ou abstrato. Há uma vertente defendida por Tórtima<sup>21</sup> que mantém o pensamento adotado na lei de que a mera operação fraudulenta já é necessária para configurar o delito, sem que necessariamente o agente obtenha lucro, enquanto Eizirik<sup>22</sup> e Castellar<sup>23</sup> adotam o posicionamento de que seria um crime material, cujo alcance ao resultado é inerente à realização do delito em si, admitindo assim a modalidade tentada.

Ainda, em divergência à essas duas correntes, Bottini e Oliveira consideram o delito como crime de resultado:

Discorda-se de ambos os posicionamentos. Inicialmente, é preciso reconhecer que o tipo está redigido de forma a punir a mera utilização, pois o núcleo é “utilizar” informação “capaz de propiciar” a vantagem. Logo, a obtenção da vantagem seria mero exaurimento do crime. Por outro lado, também é forçoso reconhecer que a mera “potencialidade” de uma informação não pode servir para embasar um decreto condenatório, que se fundaria em simples presunção, e presunção estabelecida sob bases muito frágeis. A dinâmica das negociações do mercado e os múltiplos fatores que influenciam a cotação dos valores mobiliários não permitem que se afirme com certeza que a divulgação de um fato relevante efetivamente impactará o preço das ações. O potencial de uma informação para influenciar na cotação de uma ação só pode ser aferido a posteriori. Logo, o crime de uso indevido de informação privilegiada deve ser entendido como um crime de resultado, sendo certo que somente se consumará se o insider obtiver vantagem patrimonial decorrente da valorização das ações em seguida à divulgação da informação que ele detinha no momento da realização das operações.<sup>24</sup>

Em contrapartida, Bittencourt aproxima-se a uma concepção do momento consumativo mais próxima do que está previsto legalmente:

Portanto, parece indiscutível que o crime de uso indevido de informação privilegiada é de perigo abstrato, exigindo-se apenas a prova da capacidade de lesão (potencialidade lesiva) da informação utilizada ou, em outras palavras, a demonstração da idoneidade da conduta diante do bem jurídico protegido. Diante disso, o crime se consuma com a celebração da negociação de valores mobiliários,

---

<sup>21</sup> TÓRTIMA, José Carlos. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional: uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/1986. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

<sup>22</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

<sup>23</sup> CASTELLAR, João Carlos. Insider trading: e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

<sup>24</sup> BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. Direito Penal e economia. Rio de Janeiro: Elsevier: FGV, 2012, p. 181.

mediante utilização da informação privilegiada, independentemente da obtenção de vantagem. Não é possível a configuração do crime na modalidade tentada.<sup>25</sup>

Nesse sentido, adotar-se-á essa noção de para que possa se falar na ocorrência de crime de *insider trading*, seria tão somente necessário que seja verificada a realização de operações no mercado de capitais se valendo de informações ainda não divulgadas aos demais participantes dessa estrutura, gerando assim assimetria nas condições entre os investidores de negociar valores mobiliários. Segundo essa ótica, prescinde qualquer aferição de dano concreto, apenas o que poderia ter sido obtido pelos agentes ativos que praticarem essa conduta em detrimento dos demais.

### 1.3 Quem pode ser considerado *insider* e qual seu especial fim de agir neste delito?

Em novembro de 2017, a Lei 13.506 foi promulgada, trazendo novas alterações referentes ao tema. Apesar de seu objetivo principal ser a modificação no processo administrativo sancionador movido pela CVM e a promoção de mudanças concernentes ao funcionamento do sistema financeiro, seu maior impacto se deu na seara penal ao retirar do caput do art. 27-D a expressão “da qual deva manter sigilo” originalmente presente no texto do dispositivo.

Isso tem especial relevância quanto à autoria do delito, uma vez que o *insider trading* se trata de crime próprio, o que significa que só pode ser praticado por uma determinada categoria de pessoa, que possui uma particular condição especial. Com isso, anteriormente à essa mudança legislativa, apenas eram considerados como sujeitos ativos do crime aqueles conhecidos como *insiders* primários, os quais teriam como requisito especial o dever de manter sigilo.

Os *insiders* primários, ou também conhecidos como institucionais, são aqueles que obtêm acesso à informação em função da posição em que ocupam no contexto da companhia e possuem o dever de a resguardar, nos termos do que está disposto no art. 155 da Lei das Sociedade Anônimas:

---

<sup>25</sup> BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de direito penal econômico - Volume 1. Imprensa: São Paulo, Saraiva, 2016, p. 197.

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º 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.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.<sup>26</sup>

O art. 8º da Resolução CVM nº 44 elenca quais são os cargos abarcados por esse dever de guardar segredo previsto por esse dispositivo:

Art. 8º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.<sup>27</sup>

Em síntese, são todos os indivíduos responsáveis pela administração de determinada sociedade anônima, pela qual são eticamente, legalmente e contratualmente obrigados a proteger, devendo agir com diligência e lealdade para o devido zelo ao cumprimento de todos os interesses da companhia, bem como da manutenção da sua imagem para com o mercado. Sendo assim, devem abster-se de conflitar seus próprios interesses em razão do correto desempenho da função que exerce, o que implica na compulsoriedade do seu sigilo.

À priori, há que se fazer uma ressalva à possível contradição resultante da relação entre o princípio da *full disclosure* e o dever de sigilo. Isso porque a divulgação plena da

<sup>26</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

<sup>27</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 44. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

informação ao público, nos termos do que fora visto anteriormente, é, em verdade, uma mitigação ao dever de sigilo imposto aos administradores de determinada companhia, com o qual pretende-se garantir que não sejam omitidas questões capazes de afetar positiva ou negativamente as ações ofertadas no mercado.

Não obstante a isso, esses atos e fatos relevantes podem ser divulgados em momento julgado propício por sua administração, da maneira mais oportuna à companhia, de modo a não prejudicar seu correto desempenho, devendo ser mantidos em sigilo por seus responsáveis até o momento da sua publicização. Nas palavras de Eizirik:

A relevância da informação não significa que ela deva ser necessariamente tornada pública; com efeito, a informação pode ser mantida em sigilo, se a sua divulgação colocar em risco interesse legítimo da companhia, consistente, no caso, na conclusão da operação. Porém, ela não pode ser utilizada pelos insiders para comprar ou vender os valores mobiliários de emissão da companhia; também não podem eles passar a informação confidencial para terceiros.<sup>28</sup>

Dessa forma, o dever de sigilo é a regra geral de conduta para o exercício da administração de companhia aberta, uma vez que traduz o dever de lealdade daquele colaborador à sociedade, evitando eventuais prejuízos para a companhia. Assim, o sigilo serve para abster que os garantidores de determinada empresa ajam em função de seus próprios interesses, já que os obriga a resguardar para si e para o escopo da governança interna todo e qualquer negócio inerente à realização do objeto social da companhia.

Para além dos profissionais que possuem vínculo direto com a empresa, denominados “*corporate insiders*”, Rodrigo De Grandis define que, igualmente abarcados por essa concepção do *insider* primário, estão os *structural insiders*, representados pelos advogados, contadores, auditores, dentre outros, os quais também possuem acesso à informação capaz de influenciar o mercado e devem, em razão da natureza dos seus serviços prestados à sociedade, manter sigilo<sup>29</sup>.

Sob esse mesmo prisma, Tórtima defende que:

---

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 562.

<sup>29</sup> DE GRANDIS, Rodrigo; DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, p. 168, 2011.

A objetividade da conduta requisita que a informação não apenas seja sigilosa (seu detentor tem o dever de mantê-la em segredo) mas, reza a lei, ainda não divulgada. Isso quer dizer que o informe em questão, por sua natureza, estava destinado a ser oportunamente levado ao conhecimento do mercado e o crime só ocorre quando o agente age antes dessa divulgação.<sup>30</sup>

Isto posto, tem-se que o dever sigilo era tido como o requisito em comum entre esses *insiders* para que fossem passíveis de imputação de responsabilidade civil, administrativa e penal, para além da presunção de que o indivíduo tenha ciência e conhecimento de informação a qual ainda não foi divulgada ao público. Contudo, com essa alteração promovida pela Lei 13.506/2017, bem como a reforma trazida com a revogação da Instrução nº 358 pela Resolução CVM nº 44, essa responsabilização agora engloba nova categoria, qual seja a dos *insiders* secundários, ou *tippees*<sup>31</sup>.

Esses indivíduos consistem naqueles que não possuem cargo de confiança ou posição que enseje qualquer vínculo à companhia, mas que recebem a informação, seja direta ou indiretamente, por pessoas que possuam o dever de sigilo. Justamente em razão da sua situação alheia a qualquer assunto relativo ao funcionamento da empresa, tem-se que essa pessoa sequer tem o condão de discernir sobre a relevância daquele informe.

Antes da sua inclusão no tipo penal, a concepção destes como agentes capazes de serem criminalizados foi discutida em sede do julgamento do Recurso Ordinário em Habeas Corpus nº 46.315/RS pela 6ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ), que culminou em firmar que os *insiders* secundários poderiam ser responsabilizados penalmente, desde que em comunhão de ações e desígnios com *insiders* primários:

RECURSO ORDINÁRIO. HABEAS CORPUS. MERCADO DE AÇÕES. INFORMAÇÕES SIGILOSAS. LEI N. 6.385/1976. TRANCAMENTO DE AÇÃO PENAL. MEDIDA EXCEPCIONAL.

1. O trancamento de ação penal pela via do habeas corpus é medida excepcional, cabível quando estiverem comprovadas, de plano, a atipicidade da conduta, a causa extintiva da punibilidade ou a ausência de indícios de autoria, o que não se verifica nestes autos.

Peça acusatória que descreve a estreita ligação do recorrente com pessoas detentoras de informações sigilosas, com a finalidade de manipulação do mercado.

2. Dever de sigilo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976.

Condição objetiva relacionada aos agentes em razão da função ou cargo exercidos. Possibilidade de eventual punição a terceiros na forma do art. 29 do Código Penal.

<sup>30</sup> TÓRTIMA, José Carlos. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional: uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/1986. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002, p. 180.

<sup>31</sup> Essa denominação se dá em referência ao termo inglês “tips” (em português, dicas) oferecidas pelos insiders institucionais.

Elementares do tipo que se comunicam ao partícipe, desde que ele tenha delas conhecimento (art.30 do CP). Precedentes.

3. Recurso ordinário em habeas corpus conhecido e improvido. Liminar cassada.<sup>32</sup>

Nessa linha de raciocínio, apesar de facultar a sanção criminal aos *tippees*, o STJ apenas entendeu que estes poderiam ser responsabilizados como coautores ou partícipes do delito, sendo primordial que a sua conduta estivesse ligada à ação feita por um outro agente, que gozasse da qualidade de *insider* primário.

Por conseguinte, para incorrer na imputação do delito previsto pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/76 atualmente, basta que o agente opere no mercado de capitais se valendo de informação relevante, considerada privilegiada já que não é pública, para auferir lucro indevido, independente do seu vínculo com a companhia<sup>33</sup>. Assim, não há mais no caput da norma a necessidade de dever de sigilo, sendo encontrada apenas como causa de aumento da pena em  $\frac{1}{3}$ , prevista no parágrafo segundo do mesmo dispositivo.

#### 1.4 Breves considerações sobre a prática de *front running* e o papel da instituição financeira intermediadora

Com a caracterização do *insider trading* no seio das sociedades anônimas nacionais, é preciso tecer breves comentários a respeito de sua forma análoga, a qual é intimamente ligada à uma categoria específica de instituições financeiras: o *front running*.

Sua definição remete à ideia de intermediação nas transações de capitais, uma vez que consiste no ato praticado por corretor ou intermediário financeiro de se adiantar, ou correr na frente como a tradução sugere, ao receber a ordem de determinado investidor requerendo a aquisição de ações mobiliárias específicas, para comprá-las para si ou para terceiros, visando revendê-las a esse mesmo operador de qual emanou a vontade inicial de compra, com o fim de obter lucro.

---

<sup>32</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). Recurso em Habeas Corpus n. 46.315/RS, Relator Ministro Sebastião Reis Júnior, julgado em 25 agos. 2015.

<sup>33</sup> GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 13, n. 1, 2019, p. 144.

É necessário, neste ponto, tecer breve definição sobre o que seriam as instituições financeiras, principalmente as ligadas à intermediação de capital, ou seja, voltadas ao mercado de capitais. Nelson Abrão apresenta, sinteticamente o conceito de bancos da seguinte forma:

Daí resulta que o banco é: a) uma organização empresária; b) que se utiliza de recursos monetários próprios, ou de terceiros; c) na atividade creditícia (toma e dá emprestado). A mobilização dos recursos, as respectivas aplicações e o direcionamento das importâncias para uma pulverização acentuada explicam em parte a relevância social que identifica as instituições financeiras, donde subministrar a preponderância do público sobre o privado nessa multissecular relação diagnosticada entre o consumidor e a atividade desenvolvida pelo banqueiro.<sup>34</sup>

Dessa forma, depreende-se que os bancos são organizações empresariais, constituídas como sociedades anônimas quando privadas, na forma do art. 25<sup>35</sup> da Lei nº 4.594/64, as quais têm como objetivo auxiliar na alocação de recursos por terceiros e se subdividem em diversos tipos, dos quais a exposição se limita apenas ao banco de investimento.

Seus serviços ofertados no mercado de capitais, tendo em vista que o cerne desse sistema é justamente a desnecessidade da operação bancária para a obtenção de crédito, está na administração de carteiras, na distribuição de valores mobiliários, na atuação como corretora de títulos e na intermediação de negociações, com o principal objetivo de viabilizar as operações a serem realizadas.

Dito isso, assim como o *insider*, o *front runner* se vale de uma informação que apenas ele possui, a qual obtém em razão de serviço que presta às companhias abertas ou aos próprios investidores, como forma de intermediação dos negócios a serem realizados na bolsa ou no mercado de balcão. Essa prática serve, igualmente, para obter lucro indevido, bem como tem o condão de alterar a precificação de determinado ativo em função de conhecimento próprio, que está em sigilo dos demais operadores em razão da sua natureza.

Nesse caso, o privilégio da informação está no fato de que é interna, relativa apenas à relação criada entre a instituição e o seu cliente, a quem está prestando um serviço. Não tem necessariamente qualquer ligação com a companhia emissora, mas ainda assim pode gerar influência no mercado de capitais, já que tem a possibilidade de colocar em prejuízo os

---

<sup>34</sup> ABRÃO, Nelson. Direito Bancário. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 54.

<sup>35</sup> Art. 25. As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas.

operadores que foram lesados pela prática da instituição financeira contratada para realizar efetivamente seus interesses.

A repressão ao front running ainda ocorre, predominantemente, no âmbito administrativo, uma vez que a sua existência é verificada pela CVM como uma das práticas não equitativas<sup>36</sup> de mercado baseadas na assimetria das informações.

Inclusive, no ano de 2010, o *Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*<sup>37</sup> definiu o *front running* como uma questão a ser regulada e combatida pelos Estados:

*This is a problem that arises when an intermediary deals in brokerage services and is also involved in proprietary trading. The conflict exists when a broker is involved in dealing services through executing orders for the intermediary's account, while taking advantage of advanced knowledge of pending orders from its client. For example, a broker who gets information from a client to undertake an order can place the same order for the intermediary's dealing account before that of the clients. Regulators in most cases regard this as an unethical market behavior in which a broker is not acting in the client's best interest.*<sup>38</sup>

Na seara penal, não há um dispositivo específico que o preveja, abrindo espaço para divergência doutrinária quanto ao seu entendimento como espécie de *insider trading* ou apenas prática de manipulação de mercado, já que o lucro obtido não advém da cognição de ato ou fato relevante de determinada companhia emissora ainda não divulgado ao mercado. Além disso, uma das teorias que são capazes de levar ao entendimento desta prática como manipulatória está relacionado à concepção de *high trading frequency*, que consiste em negociações praticamente computadorizadas feitas por intermediários para conferir velocidade às transações capazes de gerar lucro ao cliente, conforme sintetiza Miguel Almeida:

Quando aludimos à negociação de instrumentos financeiros a alta frequência não nos referimos, porém, a um fenômeno monolítico. Bem pelo contrário, trata-se de uma

---

<sup>36</sup> Em sua Resolução 62/2022, a qual revogou a Instrução nº 8/79, a autarquia define como prática não equitativa “aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”.

<sup>37</sup> Em português, Comitê de Mercados Emergentes da Organização Internacional de Valores Mobiliários. Em breve síntese, se trata de órgão cooperativo internacional que tem como objetivo congrega mais de cem reguladores de mercado de valores mobiliários do mundo, inclusive a CVM.

<sup>38</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO*, November 2010, p. 15. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD342.pdf>>. Acesso em 31 de maio de 2023.

realidade heterogênea e multifacetada, que engloba um conjunto vasto de técnicas de negociação empreendidas por intermediários financeiros que partilham entre si, quase como traço identitário comum, uma condição de dependência relativamente à velocidade com que logram a submissão, a transmissão, a execução e o eventual cancelamento das suas ordens de mercado.<sup>39</sup>

Sua importância ao presente trabalho se encontra, tão somente, na demonstração de que os dirigentes e funcionários de instituições financeiras estabelecidas no mercado de capitais podem ser responsabilizados administrativamente e penalmente por suas condutas internas ligadas à realização de operações prevalecidas por informação privilegiada obtida em função de vínculo à companhia emissora. Esse informe pode ser referente a atos ou fatos relevantes de uma empresa que sejam capazes de interferir no mercado de capitais, como também pode ser meramente emanada de pedido do cliente, do qual a instituição utiliza ou repassa a outro cliente para satisfazer interesses indevidos.

### 1.5 Elemento subjetivo e objetivo da prática de *insider trading*

Ultrapassadas as elucidações quanto aos seus possíveis sujeitos ativos, destina-se a comentar os elementos do delito, em especial às condutas que ensejam a sua configuração. Quanto à tipicidade objetiva da conduta, o professor Cezar Roberto Bittencourt ensina que:

O núcleo típico ‘utilizar’ deve ser compreendido genericamente como empregar, usar, aproveitar-se da informação para tomar as decisões a respeito da negociação de um valor mobiliário. A perfeita noção da relevância típica do verbo ‘utilizar’ deve ser conjugada com a expressão mediante negociação, elemento modal que restringe a tipicidade objetiva da conduta às hipóteses legalmente conhecidas de negociação de valores mobiliários no mercado de capitais. Enfim, o tipo objetivo descreve como conduta punível o uso de informação relevante como dado capaz de interferir na decisão de negociar valores mobiliários, que pode caracterizar o crime em estudo. Se o uso da informação privilegiada ocorre em outra circunstância, diversa da negociação, o crime não se realiza; por exemplo, se o detentor da informação relevante ainda não tornada pública utiliza esses elementos para promover mudanças na estrutura da companhia, sua conduta é atípica de acordo com a descrição do tipo e porque não há risco ao bem jurídico tutelado pelo art. 27-D.<sup>40</sup>

Essa conduta pode ser praticada de forma ativa ou passiva, ou seja, o uso pode ser para comprar ou vender determinado valor mobiliário antes da divulgação pública do ato ou fato

---

<sup>39</sup> SANTOS ALMEIDA, Miguel. “Introdução à Negociação de Alta Frequência”. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, v. 54, 2016, pag. 2.

<sup>40</sup> BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de direito penal econômico - Volume 1. Imprensa: São Paulo, Saraiva, 2016, p. 189-190.

relevante do qual possui conhecimento, com vistas a evitar o aumento ou a baixa na precificação daquele ativo.

Outrossim, é necessário discorrer sobre a inclusão do parágrafo 1º ao artigo 27-D, igualmente realizada pela Lei nº 13.506/2017, que criou a possibilidade de mais um núcleo típico para o configurar o delito, com o objetivo de abranger a conduta de quem apenas repassa a informação sigilosa da qual teve acesso em função de seu cargo ou ainda por relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

Dessa forma, não somente é responsabilizado quem faz uso ativo de determinado informe, mas também quem a transmite a terceiros, aumentando assim o espectro dos agentes e das condutas passíveis de responsabilização. Não se olvida que é necessário cargo ou posição de confiança para a criminalização da prática do repasse, fato este elementar, uma vez que a informação é obtida, justamente, em função da proximidade do indivíduo com a companhia.

Para Tórtima, além dos elementos objetivos supramencionados, que ensejam a existência de dolo direto no ato de utilizar a informação, é necessário, ainda, que haja o especial fim de agir para obter vantagem ilícita:

A tipicidade, no plano subjetivo, só ocorre se o agente pratica o fato dolosamente, sabendo que a informação ainda não foi divulgada. Além do dolo direto, a redação do dispositivo leva o intérprete a concluir que o crime não se aperfeiçoa se o seu sujeito ativo não estiver imbuído do especial propósito de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida.<sup>41</sup>

Sendo assim, é necessário que o agente empregue ou dissemine algo de seu conhecimento para indubitavelmente obter lucro individual, assim como para terceiros, pois é justamente nessa vantagem que reside o objetivo atribuído ao crime. Somente com o benefício alcançado por uma parcela específica de indivíduos, privilegiados com o saber de algo até então sigiloso, em detrimento de acionistas minoritários ou pequenos investidores, arriscando pensar da própria estrutura do mercado como um todo, que se consubstancia o caráter reprovável da conduta, capaz de ensejar a sua penalização.

---

<sup>41</sup> TÓRTIMA, José Carlos. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional: uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/1986. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002, p. 182.

Mas, o que permanece sem elucidação, apesar de estabelecidos todos os critérios necessários para conceber essa prática como um crime, é a disparidade entre o poder sancionatório exercido pela Comissão de Valores Mobiliários e a repressão do ilícito do Direito Penal, bem como de que maneira essas duas áreas independentes do direito se interseccionam sem ocasionar dupla sanção sobre o mesmo fato reprovável.

#### 1.6 A imputação e consequente repressão criminal do *insider* em contraste ao poder sancionador exercido pela CVM: a questão relativa à validade das provas indiciárias

À priori, a primeira distinção a ser feita é sobre a concepção de violação à norma administrativa e penal. Sobre o tema, expõe Silva Sanchez que:

Como é sabido, as teses clássicas (ou do aliud) distinguem entre ilícito penal e ilícito administrativo, atribuindo ao primeiro caráter de lesão eticamente reprovável, enquanto o segundo seria um ato de desobediência ético-valorativamente neutro. Posteriormente, todavia, foi se consolidando como doutrina amplamente dominante a tese da diferenciação meramente quantitativa entre ilícito penal e ilícito administrativo, segundo a qual o característico desse último é um menor conteúdo de injusto.<sup>42</sup>

O ponto em comum entre essas duas searas do direito está no caráter sancionatório que exercem, distanciando-se assim da função reparatória que apresenta o direito civil. Enquanto o último se preocupa a diminuir os prejuízos gerados por uma ação ou compensar os danos, tanto o direito administrativo quanto o penal se dedicam a reprovar a conduta de um indivíduo perante a sociedade, impondo-lhe sanção como forma de punição aos seus atos ou omissões.

Ainda sob a ótica de Silva-Sanchez, ressalta-se que o direito administrativo cuida de ações cumulativas capazes de gerar dano, não sendo necessário que haja perigo concreto ou lesividade das condutas repreendidas<sup>43</sup>. Como evidenciado na noção atribuída ao delito de *insider trading*, demonstra-se que o direito penal hodierno tem como tendência regular de igual maneira os atos com risco de repetição, que, na hipótese de se acumularem, podem gerar prejuízos aos sistemas abstratos e seus participantes.

Retorna-se ao início: a criminalização do direito administrativo, ou a “administrativização” do direito penal, como resultado das urgências oriundas da sociedade

---

<sup>42</sup> SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. 2. ed. São Paulo, 2011. p. 115.

<sup>43</sup> Idem, p. 117.

hodierna de risco, faz com que essas duas áreas se aproximem de modo a fomentar que se unam para combater as mesmas questões em duplicidade. A subsidiariedade do direito penal é substituída pela atribuição de cunho simbólico<sup>44</sup>, no qual sua punição apenas demonstra repressão individual para além da multa que administrador ou investidor estará sujeito no caso de condenação administrativa.

Isto posto, parte-se do princípio de que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a instituição imbuída de exercer, aplicar e de certa forma criar direito administrativo quanto ao mercado de capitais. Trata-se de entidade autárquica em regime especial, criada em 1976 pela mesma lei que hoje prevê os crimes contra esse mercado, com vinculação ao Ministério da Economia e subordinação hierárquica, responsável pela intervenção do Estado no mercado de valores mobiliários e pela regulamentação das matérias relacionadas à Lei das Sociedades Anônimas.

Dentre as suas atribuições, elencadas pelo art. 8º da lei supramencionada, estão:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.<sup>45</sup>

Nos termos da disposição prevista pelo inciso III, referente à obrigação de fiscalizar as atividades e os serviços do mercado, destacando-se a veiculação de informações de informações, é possível inferir que, para além dessa fiscalização, a CVM pode e deve exercer

---

<sup>44</sup> Nesse sentido, destacam-se as palavras de Pierpaolo: “A necessidade de conter simbolicamente a insegurança perante novos e inusitados riscos determina a expansão do direito penal, caracterizada pela utilização crescente da técnica de indeterminação da descrição do comportamento delituoso - normas em branco ou tipos indeterminados -, sempre pautada pela cautela em evitar que este rigor afete os responsáveis pela organização da produção econômica e os elementos necessários para o funcionamento do modelo de risco”. In: BOTTINI, Pierpaolo Cruz. O paradoxo do risco e a política criminal contemporânea. Direito penal contemporâneo, 2011, p. 119.

<sup>45</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

poder de polícia para apurar eventuais irregularidades que tenham como causa ou consequência infrações administrativas.

Essa atividade investigatória, bem como seu rito e sua aplicação de penalidades, está prevista e delimitada pela Resolução CVM nº 45/2022, a qual revogou sua predecessora, a Instrução CVM nº 607/2019. Em breve síntese, cabe à autarquia instaurar procedimentos administrativos de caráter investigativo, no caso dos Inquéritos Administrativos, ou sancionadores, como os Procedimentos Administrativos Sancionadores.

Nessa seara, a CVM, ao verificar alguma oscilação inusual nas cotações de valores ou operações que pareçam anômalas, deve investigar se tiveram como origem um ato reprovável realizado pelos responsáveis por sua emissora, a instituição financeira intermediadora ou pelos demais investidores. Para tanto, na apuração administrativa, basta-se encontrar indicações de que a situação é anormal e de que foi gerada por uso indevido de informação privilegiada por seus administradores para que seja instaurado Procedimento Administrativo Sancionador (PAS) pela autarquia.

Isso porque, nesta seara do direito, é possível e cabível partir-se do princípio que os agentes tidos como *insiders* primários, aos quais são impostos os deveres de lealdade e sigilo à companhia, tem como presunção *iuris tantum* a obtenção das informações, obtidas em razão do seu cargo na emissora. Essa conjectura foi ratificada pela Resolução CVM nº 44/2021, determinando ainda que apenas quanto ao *insider* secundário deverão ser fornecidos indícios concretos de que o acusado teve contato com qualquer tipo de fato privilegiado.

Em relação à comprovação da existência de atos de *insider trading* pelos *tippers* ou para a configuração do ilícito pelos *tippees*, da leitura do parágrafo quarto do art. 155 da Lei nº 6.404, foram estabelecidos como elementos de prova necessários a serem identificados: “(i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) o acesso privilegiado a ela; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários, e (iv) a finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros”<sup>46</sup>. Estes deverão ser fortes e robustos, capazes de, quando vistos em conjunto, basear uma condenação administrativa.

---

<sup>46</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018. (PAS RJ2015/2666, Diretor Relator Roberto Tadeu, julgado em 13/09/2016)

Assim, caso esteja diante desse contexto após investigar a ocorrência em sede de inquérito administrativo, a CVM deverá tomar as devidas providências para acusar formalmente determinado agente, tendo como regra a comunicação ao Ministério Público para que esse apure a eventual ocorrência do ilícito penal em conjunto com as autoridades policiais, com o fito de oferecer denúncia caso exista lastro probatório suficiente para tal, sendo a ação penal a ser instaurada de caráter público incondicionado. Ou seja, apenas o órgão acusatório tem condições de mover processo penal em face de determinada pessoa física, uma vez que no direito criminal não permite a criminalização de empresas ou instituições.

Essa obrigação imposta à autarquia de comunicar ao órgão acusatório está presente no art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e deve ser feita tão logo possua a confirmação de que existe alguma irregularidade, ou seja, do momento em que reunir os referidos elementos capazes de formular a prova indiciária necessária a demonstrar a vantagem ilícita obtida pelos primários ou o contato dos secundários com a informação antes de sua divulgação:

Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

§ 1º A comunicação de que trata este artigo será efetuada pelos Presidentes do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, admitida delegação de competência, no prazo máximo de quinze dias, a contar do recebimento do processo, com manifestação dos respectivos serviços jurídicos.

§ 2º Independentemente do disposto no caput deste artigo, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários comunicarão aos órgãos públicos competentes as irregularidades e os ilícitos administrativos de que tenham conhecimento, ou indícios de sua prática, anexando os documentos pertinentes.<sup>47</sup>

Nessa toada, destaca-se que o Ministério Público Federal será o órgão responsável para o processamento e autuação das investigações e eventuais ações penais públicas movidas em razão dessa comunicação feita pela CVM. A competência federal foi fixada com base no entendimento firmado pelas Cortes Superiores de que os incisos IV e VI do artigo 109<sup>48</sup> da

---

<sup>47</sup> BRASIL. Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001. Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp105.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp105.htm)>. Acesso em: 31 de maio de 2023.

<sup>48</sup> Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar:

IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral;

Constituição Federal de 1988 ditam ser de atribuição dos juízes federais todos os delitos praticados contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira.

Especialmente ao que tange o inciso IV, De Grandis afirma que:

Em suma: os crimes contra o mercado de capitais, em especial o delito de insider trading (art. 27-D da Lei nº 6.385/76), violam direta e frontalmente os serviços de fiscalização e regulamentação, bem como o notório interesse da autarquia federal Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em assegurar um mercado de valores mobiliários hígido, saudável, íntegro e eficiente, de modo a ensejar a incidência da regra de competência da Justiça Federal prevista no art. 109, IV, da Constituição da República.

Como forma de justificar a legitimidade dessa concepção, destaca-se a ementa do acórdão proferido pela Sexta Turma do Superior Tribunal de Justiça, quando do julgamento do Recurso em Habeas Corpus nº 82.799, para reafirmar que este delito é de responsabilidade da justiça federal, uma vez que compreende dano ao sistema financeiro:

RECURSO EM HABEAS CORPUS. CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. MAGNITUDE DA LESÃO. INTERESSE DA UNIÃO. CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. DISTRIBUIÇÃO. VARAS ESPECIALIZADAS. SUPOSTA ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. RECURSO EM HABEAS CORPUS NÃO PROVIDO.

1. Não há dúvidas de que o mercado de capitais - compreendido como o somatório dos diferentes segmentos do mercado de investimentos - integra a ordem econômico-financeira. No ápice do sistema que regula a atividade financeira estatal, está o Conselho Monetário Nacional, cuja estrutura conta com dois outros órgãos: o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários.

2. É inegável a existência de interação entre o mercado de capitais e a economia como um todo, de tal sorte que condutas ilícitas praticadas em seu âmbito 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.

3. A regra prevista no art. 109, VI, da CF fixa a competência federal para o processamento e o julgamento dos crimes contra o sistema financeiro e contra a ordem econômico-financeira, desde que determinados por lei, isto é, conquanto haja previsão expressa acerca dos crimes financeiros quanto à competência federal, como ocorre, por exemplo, com a Lei n. 7.492/1986, em seu art. 26.

4. A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais - os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro -, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do art. 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a vis attractiva do Juízo Federal; entretanto, mostra-se equivocado concluir nessa direção com base na análise isolada do referido dispositivo. É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. Precedentes.

5. Em qualquer caso de delito que repercuta no sistema financeiro ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar, no caso concreto, a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias

---

VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira.

ou empresas públicas. Assim, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por incidência do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior.

6. No caso, a denúncia foi recebida pelos crimes de manipulação de mercado e insider trading. A conduta, tal como descrita, foi capaz de movimentar, no mercado, quantia que totalizou um volume de R\$ 33.700.460,00. Segundo o Parquet, pela dimensão das perdas, houve reflexo no sistema financeiro, sobretudo pelo prejuízo suportado pelo mercado investidor, da ordem de R\$ 70.326.802,80. Em razão disso, os crimes imputados ao recorrente tiveram o condão de afetar ou, ao menos, expor concretamente a lesão a própria credibilidade do sistema financeiro, com possíveis prejuízos a um número elevado de investidores, a justificar a competência federal.

7. Inexiste ilegalidade na distribuição do feito a uma das varas especializadas em delitos financeiros da Justiça Federal, em razão da matéria, visto que os crimes contra o mercado de capitais integram a ordem econômico-financeira.

8. Recurso em habeas corpus não provido.<sup>49</sup>

Inclusive, em 2008, a CVM e o MPF firmaram Termo de Cooperação Técnica, o qual foi prorrogado pela terceira vez recentemente, para fomentar a relação e a atuação interinstitucional efetivas nas questões relacionadas à defesa dos interesses difusos e coletivos na seara do mercado de capitais nacional. É reafirmado nesse acordo o dever imposto à CVM de informar ao MPF tão logo tenha ciência da ocorrência de possível ilícito, a fim de possibilitar que o último possa tomar as devidas providências cabíveis perante essa situação.

A problemática da questão reside justamente nesta interseção administrativa-penal, em que apesar de estabelecerem uma cooperação entre si, permanece sendo meramente institucionalizada, uma vez que a notificação da prática do ilícito reunida pela CVM não será realizada com a conclusão final do Procedimento Administrativo Sancionador, quando julgado culpado o acusado pelo Colegiado da Autarquia, e sim imediatamente ao verificar a possível ocorrência. Além disso, mesmo que após a condenação, as provas indiciárias utilizadas como lastro não condizem, muito menos equivalem, com as provas concretas necessárias no âmbito processual penal.

Apesar do Código de Processo Penal, em seu artigo 239<sup>50</sup>, até fazer menção aos indícios para a verificação de possível ocorrência de eventual conduta criminosa, fato é que estes apontamentos apenas servem para a imposição de possíveis medidas cautelares necessárias à

---

<sup>49</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). Recurso em Habeas Corpus nº 82.799/RJ, Relator Min. Rogério Schietti Cruz, julgado em 27 nov. 2018. Brasília: STF, 2018. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201700747620&dt\\_publicacao=06/12/2018](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201700747620&dt_publicacao=06/12/2018). Acesso em: 31 de maio de 2023.

<sup>50</sup> Art. 239. Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias.

apuração dos fatos investigados ou para a instrução de determinada ação, bem como para a proferição de decisão de pronúncia.<sup>51</sup>

Até o presente momento, a menção mais relevante à aplicabilidade prática da utilização de prova indiciária para lastrear condenação pelo delito de *insider trading* se deu durante o julgamento pelo STF da Ação Penal nº 470<sup>52</sup> em que o Ministro Luiz Fux defendeu que a possibilidade de os indícios poderem ser valorados, desde que sérios, consistentes e convergentes, nos casos em que a prova direta seja de difícil obtenção.<sup>53</sup>

Entretanto, percebe-se que esse pensamento permaneceu inexplorado na esfera penal como um todo, face à insuficiência dos indícios para, unicamente, corroborar em resultado criminal. Mantém-se, dessa forma, a existência de um impasse em, após a verificação e comunicação administrativa de determinado evento suspeito, comprovar concretamente a prática do uso ou repasse de informação privilegiada na esfera penal.

Como forma de ilustrar essa celeuma, Bottini e Oliveira, no ano de 2010, realizaram estudo para demonstrar quantos inquéritos policiais foram instaurados após a comunicação de ocorrências verificadas pela CVM, bem como quantos deram origem a ações penais ou foram arquivados, no período compreendido entre 2002 a 2010<sup>54</sup>. Ficou constatado que, dos dezenove casos em que foram levantados indícios de *insider trading*, apenas quinze foram reportados ao MPF e apenas seis inquéritos foram instaurados em decorrência dessa comunicação. Ressalta-se, inclusive, que a primeira denúncia por *insider trading* apenas foi

---

<sup>51</sup> GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 13, n. 1, 2019, p. 147.

<sup>52</sup> Trata-se da ação penal referente ao escândalo de corrupção conhecido como Mensalão, no qual o Ministério Público Federal ofereceu denúncia em face de quarenta acusados em razão de esquema fraudulento envolvendo o Banco Rural, empresas do publicitário Marcos Valério e o Partido dos Trabalhadores, que supostamente teria como objetivo o pagamento de propina a políticos. No bojo desse procedimento, foram apuradas questões relativas à crimes do colarinho branco, teorias ligadas à imputação objetiva e principalmente à (in)efetividade dos sistemas de compliance quando meramente formais, temas os quais serão posteriormente esmiuçados neste trabalho.

<sup>53</sup> De acordo com o pensamento exposto pelo Ministro, seriam consideradas como provas circunstanciais concretas na investigação de *insider trading*, ainda que meramente indiciárias, na hipótese de serem múltiplas: “a baixa liquidez das ações; a frequência com que são negociadas; ser o acusado um neófito em operações de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existentes entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação”. In: <<https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/AP470VotoMinLF.pdf>>

<sup>54</sup> BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. Direito Penal e economia. Rio de Janeiro: Elsevier: FGV, p. 161-189, 2012.

oferecida em 2009, apesar de sua criminalização, à época, ter sido estabelecida há 8 anos completos.

Em 2017, Bottini e Guerra apontaram que a disparidade da prova capaz de ensejar responsabilização administrativa e o elemento probatório que possa subsidiar uma denúncia justificam este cenário em que pouco se vislumbra a persecução penal do delito em tela<sup>55</sup>. A obtenção de prova é, sem dúvidas, o seu maior entrave prático, uma vez que decorre de uma cognição, a qual não pode ser comprovada de maneira somente presumida:

Afinal, para proferir uma sentença condenatória (ato por meio do qual o juiz julga procedente o mérito da pretensão deduzida na denúncia), é necessário que o magistrado afirme se são verdadeiros ou não os fatos imputados ao réu, se ele os cometeu culposa ou dolosamente, se os fatos se subsumem em lei penal incriminatória, se estão presentes os requisitos para que o réu seja condenado e sofra a pena correspondente ao crime cometido. E essa atividade não pode se dar com base em presunções, suposições, circunstâncias ou indícios incertos na medida em que o juiz deverá dar conhecimento às partes do raciocínio percorrido para chegar ao veredicto, ou seja, como valorou as provas produzidas.<sup>56</sup>

A partir dessa fragilidade probatória e das demais dificuldades de equalização entre as duas instituições que buscam sancionar a prática conhecida como insider trading, debruça-se sobre as possibilidades de mitigação da responsabilidade penal a ser atribuída aos agentes conhecidos como *insiders*, sejam eles primários ou secundários, em especial os métodos a serem tomados pelas sociedades anônimas emissoras ou pelas instituições financeiras vinculadas ao mercado de valores mobiliários para tal fim. É nesse escopo de medidas de prevenção e busca pela integridade, que se destaca o compliance.

## 2. COMPLIANCE CRIMINAL EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

### 2.1 A origem histórica das práticas voltadas à anticorrupção no Brasil

O termo compliance surge do verbo em inglês “*to comply*” que significa cumprir, obedecer. Sua origem tem como pano de fundo as mesmas especificidades atinentes ao surgimento do direito penal econômico e da criminalização dos ilícitos de mercado: a

---

<sup>55</sup> GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 13, n. 1, p. 135-150, 2019.

<sup>56</sup> Idem, p. 148.

necessidade de prevenir e identificar atos corruptos praticados pelas pessoas que compõem o núcleo societário e empresarial, bem como o financeiro e o econômico.

Uma vez mais, o movimento anticorrupção empresarial tem igual origem nos Estados Unidos da América, por volta dos anos 1970, e ganha força por meio da edição da chamada *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA), a qual buscava estimular as empresas a reverem suas próprias políticas e a pensarem em sistemas internos de governança, capazes de limpar sua imagem e transparecer integridade e ética. Essa norma fora promulgada e pensada justamente após escândalo de corrupção *Watergate*, denunciado pela *Securities Exchange Position* (SEC), envolvendo esquema de pagamento de propina a funcionários públicos por inúmeras empresas<sup>57</sup>.

Desses sistemas, inaugurou-se a ideia de programas de compliance como um meio de regular e fortalecer o controle interno a ser exercido dentro de uma corporação, pressupondo a existência de uma gestão efetiva e interligada da empresa em que os recursos e a capitalização obtida são devidamente empregados para a realização dos seus objetivos e fins. É o mecanismo voltado a manter essa ideia utópica, impedindo que suas engrenagens, ou seja, seus colaboradores e dirigentes, ajam em benefício de seus próprios interesses, com o objetivo de mantê-los agindo de forma ética e conjunta pelo bem da organização que formam.

Pontuam Sandro Godoy e Wilson Neres que a FCPA “introduziu modificações de cunho regulatório de alcance global, capazes de atingir todos os agentes econômicos que, de alguma forma, relacionam-se com o mercado norte americano, resultando em robusta reflexão, por parte dos intervenientes, sejam *shareholders* ou *stakeholder*.”<sup>58</sup>

Esse impacto se deu, para além disso, após a década de 1980, quando o presidente estadunidense passou a negociar diretamente com os membros da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) a fim de estabelecer medidas capazes de estender a mitigação das práticas coibidas pela FCPA aos demais países com que possuía relação comercial. Expõe Almeida que a necessidade de um tratado internacional e da ação de uma organização mundial tinha como razão o reequilíbrio do mercado como um todo, uma

---

<sup>57</sup> VERÍSSIMO, Carla. Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção. São Paulo: Saraiva, 2017.

<sup>58</sup> GODOY, Sandro Marcos; NERES, Wilson André. Compliance e Processo Criminal: a relação entre a boa governança e a proporcional apuração de denúncias. Revista Juris Poiesis, Rio de Janeiro. v. 23, n. 32, 2020, p. 463.

vez que a adoção norte-americana de práticas anticorrupção os colocaram em manifesta desvantagem competitiva.

A OCDE passou a recomendar globalmente preceitos ligados à ideia de governança corporativa, que nada mais é do que as diretrizes e princípios necessários para a perfeita administração de uma empresa, do qual é emanado o controle interno e as próprias práticas de compliance. A gestão deve ter como objetivo encontrar o equilíbrio entre os interesses da pessoa jurídica e das pessoas físicas que representam seus responsáveis, acionistas e investidores, com o propósito de manter a atividade empresarial em harmonia completa às políticas governamentais.<sup>59</sup>

Já nos anos 80, porém, ocorreu o caso envolvendo as fraudes contábeis praticadas pela Eron Corporation, o qual gerou tamanha repercussão no território norte-americano que ficou conhecido como a maior reorganização de falências da história do país. Esse acontecimento demonstrou a ainda presente instabilidade do mercado e de suas empresas, gerando a necessidade da implementação da Lei Sarbânes-Oxford (SOX), no ano de 2002, com o objetivo de garantir a melhora na confiabilidade da divulgação das demonstrações empresariais de dados e relatórios contábeis:

*In the 1980s, the collapse of savings and loan institutions shook America's confidence in the integrity of the financial system and sparked legislation that upgraded banking regulation in many respects. The corporate scandals of the early 2000s, including spectacular failures of Enron and other firms, led to the enactment of the Sarbanes-Oxley Act (2002). The attacks of September 2001 focused attention on new threats to national security and triggered enhanced obligations to report suspicious activities and combat terror financing. Finally, the financial crisis of 2007-2009 undermined public confidence in banks and financial markets and led to a host of new regulations, including the Dodd-Frank Act of 2010.<sup>60</sup>*

Há que se ressaltar que o fomento transnacional à adoção de medidas anticorrupção, com a criação de convenções e grupos de acompanhamento do desenvolvimento de suas recomendações, bem como as inovações legislativas geradas pelos EUA, levou a atuação da Inglaterra neste campo, já em 2010. A promulgação do Bribery Act, conhecido por ser uma das legislações anticorrupção mais completas, é considerado um divisor de águas no combate

---

<sup>59</sup>

Disponível

em:

<<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264259195-pt.pdf?expires=1685324648&id=id&accname=guest&checksum=AE321F8275390D91080C8D1FED612BEF>>

<sup>60</sup> MILLER, Geoffrey P. The compliance function: an overview. NYU Law and Economics Research Paper. 2014, p. 14-36.

às práticas desonestas na matéria empresarial.

Acerca disso, Godoy e Neres explicitam:

De acordo com a OCDE, a posição do Reino Unido, ao conferir uma nova disciplina contra a corrupção, acabou por imprimir um maior rigor no enfrentamento ao bribery, por reconhecer nessa prática criminosa sua flagrante nocividade à democracia, aos direitos humanos e ao próprio Estado de Direito. Através do Act, o Reino Unido assumiu a posição de protagonista no combate à corrupção no cenário internacional, reforçando, assim, a sua imagem de Estado preocupado com a elevação do nível ético nas relações comerciais.<sup>61</sup>

A importação dessas leis nada mais é do que mais um reflexo da globalização e da busca pela uniformização comercial mundial, tendo como principal objetivo alinhar as estruturas econômicas e empresariais das pessoas jurídicas nacionais às internacionais. É o que destaca Débora Motta Cardoso:

Novamente sob um ângulo prático, conclui-se que a precursora experiência norte-americana de aprimoramento da cultura da boa governança corporativa e dos controles internos fez do compliance uma poderosa ferramenta capaz de prevenir e minimizar os riscos da ocorrência de crimes dentro das empresas, em especial de corrupção e lavagem de dinheiro.<sup>62</sup>

O Brasil, estimulado por esta tendência internacional e pela ratificação da Convenção de Viena em relação ao ponto que tange à criminalização e ao combate estatal da lavagem de dinheiro, por meio do seu poder legislativo, deu início a tentativa de importar as práticas anticorrupção e as persecuções penais no âmbito do embranquecimento de capitais. Em 2013, foi criada a Lei 12.846, conhecida como Lei Anticorrupção, para tipificar e estipular sanções às condutas lesivas e para acima tudo implementar práticas capazes de mitigar a ocorrência destes, como por exemplo os acordos de leniência e os programas de compliance.

Foi, portanto, um marco histórico para o ordenamento brasileiro, após tantos episódios marcados pela corrupção e por questões relacionadas à lavagem de dinheiro, como o escândalo do Mensalão em 2005 e a Operação Lava Jato no ano de 2014. Com ela, uma nova noção de responsabilidade civil e administrativa foi atribuída às pessoas jurídicas em

---

<sup>61</sup> GODOY, Sandro Marcos; NERES, Wilson André. Compliance e Processo Criminal: a relação entre a boa governança e a proporcional apuração de denúncias. Revista Juris Poiesis, Rio de Janeiro. v. 23, n. 32, 2020, p. 465.

<sup>62</sup> CARDOSO, Débora Motta. Criminal compliance na perspectiva da Lei de lavagem de dinheiro. São Paulo: Liberars, 2015, p. 43.

todo e qualquer ato que afete a administração pública, nacional e estrangeira. Dessa forma, novos mecanismos e providências foram implantados no contexto societário para a maior regulação das empresas, visando o combate à corrupção e a concretização da conduta empresarial ética.

Uma das principais implementações desta referida lei e que mais descreve o seu objetivo é a aplicação da existência de sistemas de autorregulação, o compliance, como fator a ser considerado na aplicação das novas sanções atribuídas às pessoas jurídicas e pessoas físicas. Previsto no artigo 7º, inciso VIII<sup>63</sup>, da Lei Anticorrupção, sua primeira previsão legal dispõe tão somente sobre a relevância da existência dos programas de integridade no âmbito administrativo nacional.

Para a doutrina, estes foram definidos como “um conjunto de regras, padrões, procedimentos éticos e legais, que, uma vez definido e implantado, será a linha mestra que orientará o comportamento da instituição no mercado em que atua, bem como a atitude dos seus funcionários<sup>64</sup>”.

Nesta toada, possui como objetivo cerne manter a ética e o decoro no ambiente corporativo, através da fiscalização do ambiente interno da empresa e da eventual detecção e solução das condutas previstas como corruptas. Para uma maior compreensão destes, ditam Godoy e Neres:

O termo compliance tem origem no verbo em inglês to comply, que significa agir de em conformidade com uma regra, uma instrução interna, um comando ou um pedido. No âmbito institucional e corporativo, compliance é o conjunto de disciplinas para se fazer cumprir as regras, sejam eles decorrentes de Lei ou de caráter regulamentar, compreendendo ainda as políticas e as diretrizes estabelecidas para o negócio e para as atividades da instituição ou empresa, bem como evitar, detectar e tratar qualquer desvio ou inconformidade que possa ocorrer.<sup>65</sup>

Esses programas de integridade podem ser voltados para a regulação das atividades societárias à luz das normas cíveis e administrativas, como também para evitarem a

---

<sup>63</sup> Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções: VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica;

<sup>64</sup> CANDELORO, Ana Paula P.; RIZZO, Maria Balbina Martins de; PINHO, Vinicius. Compliance 360º: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2012, p. 30.

<sup>65</sup> GODOY, Sandro Marcos; NERES, Wilson André. Compliance e Processo Criminal: a relação entre a boa governança e a proporcional apuração de denúncias. Revista Juris Poiesis, Rio de Janeiro. v. 23, n. 32, 2020, p. 467.

ocorrência de infrações penais. Ainda que o ordenamento brasileiro somente impute responsabilidade penal às empresas em matérias de crime ambiental, em completa divergência com o ordenamento estado-unidense do qual se pretende trasladar, tornou-se recorrente a aplicação do criminal compliance nas empresas brasileiras para a manutenção de suas reputações.

Com este intuito, o compliance criminal brasileiro serve para evitar o risco de ilícitos na gestão empresarial, sendo uma forma de prevenção e ao mesmo tempo de investigação para combater a possível ocorrência de crimes relativos à corrupção, através da atribuição destes eventuais delitos aos seus sócios e colaboradores. A empresa seria ao mesmo tempo isenta de responsabilização penal e responsável por sanar todas as irregularidades que possam ocorrer em seu seio, conservando assim seu caráter idôneo.

O que se busca com a sua implementação não se resume apenas ao correto funcionamento interno de uma pessoa jurídica, como também possui um objetivo ulterior de alcançar a ordem financeira econômica por meio de uma mudança cultural do ambiente empresarial para que obtenha um cenário equilibrado e correto no mercado e em todas as suas ramificações. Por isso, de acordo com Salles<sup>66</sup>, seu sucesso está intimamente ligado ao investimento despendido com a educação dos gestores e prepostos para disseminar princípios e valores, bem como conscientizar quanto aos cuidados a serem implementados para combater a ocorrência de atos ilícitos.

Sendo assim, os programas de compliance podem ser vistos como métodos de impedir a ocorrência de situações que possam ensejar qualquer tipo de responsabilização dentro de determinada categoria empresarial. Nessa mesma linha, Cardoso dita que “o compliance nada mais é do que a conformidade com normas legais e regulamentares diante das normas incriminadoras ou administrativas”.

Portanto, se assemelha de certo modo ao modelo preventivo que se pretende alcançar com a expansão do direito penal e administrativo sancionatório, uma vez que representa uma forma de exercer regulação por meio do monitoramento do cumprimento às normas pré-estabelecidas dentro do universo delimitado pelo regimento interno de determinada

---

<sup>66</sup> SALLES, Thalita Almeida. Corrupção na empresa: burocracia e utilidade dos programas de integridade. Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública, v. 5, n. 2, 2019, p. 108.

organização. É, em si, uma forma positiva de fiscalização, sem necessariamente ensejar na punição ou aplicação de sanções, mas ainda assim busca evitar os tão urgentes riscos que possam expor a instituição ou seus entes envolvidos, prezando pela manutenção de suas estruturas em perfeito equilíbrio.

## 2.2 Quais são os requisitos necessários à devida implementação dos programas de integridade pelas organizações empresariais brasileiras?

Estabelecidas as suas origens históricas e o momento da sua efetiva previsão legal no Brasil, destaca-se que os programas voltados ao compliance podem possuir diversas facetas e objetivos, como os voltados para área trabalhista ou para o âmbito administrativo-cível, dentro de determinada organização. Todavia, terá especial enfoque aqui à sua concepção criminal, concernente a métodos de fiscalização e prevenção práticas que não correspondem aos pilares morais e éticos sustentados pela empresa.

Conforme exposto, sua previsão legal se deu em 2013, com a promulgação da Lei Anticorrupção, mas apenas com a edição do Decreto presidencial nº 8.420 de 2015 foram estabelecidas as suas regulamentações, as quais consistem em padrões de implementação e efetividade, necessários para diferenciar os efetivos dos meramente de fachada. Afinal, a realidade a qual se pretende atingir não permite que esses programas sejam meros escudos para proteger a organização de eventuais reprovações ou responsabilizações, mas uma força capaz de manter todas as engrenagens em perfeito funcionamento.

Recentemente, em 11 de julho de 2022, essa regulamentação foi revogada pelo Decreto nº 11.129. Essa mudança é vista com olhos positivos, uma vez que o decreto anterior passou sete anos sem qualquer atualização e o atual buscou se aproximar das últimas normas elaboradas pela Organização Internacional para Padronização, mais conhecida como ISO, o que estimula as empresas a obter sua certificação.

Em breve síntese, esse novo decreto trouxe alterações orientadas a atualizar os fatores de efetividade dos programas, ratificar a utilidade de processos de gerenciamento de riscos e da realização da devida diligência, seja na contratação de colaboradores ou terceirizados, ou na supervisão de patrocínios e doações.

Dito isso, as disposições acerca dos programas de integridade estão reunidas no Capítulo V do referido decreto. Já no inciso I do artigo inaugural da seção, de número 56, é possível encontrar o tripé necessário a qualquer projeto de compliance consiste nos núcleos verbais de (i) prevenir, (ii) detectar e (iii) sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos dentro de uma empresa:

Art. 56. Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes, com objetivo de:

I - prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira; e

II - fomentar e manter uma cultura de integridade no ambiente organizacional.

Parágrafo único. O programa de integridade deve ser estruturado, aplicado e atualizado de acordo com as características e os riscos atuais das atividades de cada pessoa jurídica, a qual, por sua vez, deve garantir o constante aprimoramento e a adaptação do referido programa, visando garantir sua efetividade.<sup>67</sup>

Anterior à essa disposição, a doutrina já estabelecia diretrizes e modelos de estruturação para esses programas, dentre eles o desenvolvido por Engelhart e outros doutrinadores, que estabelece que o desenvolvimento com excelência deve ser feito em três colunas, cada qual subdividida em três pontos, nos termos do que foi descrito por Veríssimo:

1ª Coluna: Formulação (identificar, definir, estruturar) - Análise de riscos e valoração dos riscos, - Definição de medidas de prevenção, detecção e comunicação, definição dos valores da empresa, - Criação de uma estrutura de compliance; 2ª Coluna: Implementação (informar, incentivar, organizar), - Comunicação e detalhamento das especificações de compliance, - Promoção da observância do compliance, - Medidas organizacionais para criação de processos de compliance; 3ª Coluna: Consolidação e Aperfeiçoamento (reagir, sancionar, aperfeiçoar) - Estabelecimento de um processo para apuração de violações ao programa de compliance, - Estabelecimento dos critérios para a sanção das violações ao programa de compliance, - Avaliação continuada e aperfeiçoamento do programa.<sup>68</sup>

O inciso II deste mesmo artigo 56, por sua vez, tratou de prever legalmente o prospecto de que os programas de integridade têm como fim fomentar a cultura organizacional, por meio de princípios e valores ligados à ética e a moralização no meio empresarial como um todo. Com isso, depreende-se que esse sistema está intrinsecamente ligado à ideia da

<sup>67</sup> BRASIL. Decreto nº 11.129, de 11 de julho de 2022. Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2022/decreto/d11129.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/decreto/d11129.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

<sup>68</sup> VERÍSSIMO, Carla. Compliance: Incentivo à adoção de medidas anticorrupção. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 277.

governança corporativa.

Esta consiste no modelo a ser planejado e seguido para guiar a direção e a administração de uma organização, seja ela empresarial ou não, visando o equilíbrio dos interesses de todas as partes que a formam para a manutenção de sua estabilidade. É norteado por quatro princípios básicos, quais sejam a transparência das informações, a equidade de tratamento dos sócios às demais partes interessadas, a correta prestação de contas ou *accountability* e a responsabilidade corporativa dos agentes de governança.

Isto exposto, tem-se que a finalidade principal do compliance pode ser separada em duas vertentes: a identificação de qualquer forma de corrupção dentro de determinada corporação, voltado à vigilância para exercer sua defesa caso seja preciso, e conscientização dos seus colaboradores sobre a responsabilidade social corporativa, representando seu lado atinente ao treinamento e capacitação.

Com isso, para sua devida implementação, foram estabelecidos no art. 57 do Decreto nº 11.129/2022, os seguintes paradigmas e atos a serem considerados e incluídos da formulação do programa à sua consolidação e o seu posterior aperfeiçoamento, as quais são aptas a avaliação da sua efetividade a partir da sua correta execução:

Art. 57. Para fins do disposto no inciso VIII do caput do art. 7º da Lei nº 12.846, de 2013, o programa de integridade será avaliado, quanto a sua existência e aplicação, de acordo com os seguintes parâmetros:

I - comprometimento da alta direção da pessoa jurídica, incluídos os conselhos, evidenciado pelo apoio visível e inequívoco ao programa, bem como pela destinação de recursos adequados;

II - padrões de conduta, código de ética, políticas e procedimentos de integridade, aplicáveis a todos os empregados e administradores, independentemente do cargo ou da função exercida;

III - padrões de conduta, código de ética e políticas de integridade estendidas, quando necessário, a terceiros, tais como fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários e associados;

IV - treinamentos e ações de comunicação periódicos sobre o programa de integridade;

V - gestão adequada de riscos, incluindo sua análise e reavaliação periódica, para a realização de adaptações necessárias ao programa de integridade e a alocação eficiente de recursos;

VI - registros contábeis que reflitam de forma completa e precisa as transações da pessoa jurídica;

VII - controles internos que assegurem a pronta elaboração e a confiabilidade de relatórios e demonstrações financeiras da pessoa jurídica;

VIII - procedimentos específicos para prevenir fraudes e ilícitos no âmbito de processos licitatórios, na execução de contratos administrativos ou em qualquer interação com o setor público, ainda que intermediada por terceiros, como

pagamento de tributos, sujeição a fiscalizações ou obtenção de autorizações, licenças, permissões e certidões;

IX - independência, estrutura e autoridade da instância interna responsável pela aplicação do programa de integridade e pela fiscalização de seu cumprimento;

X - canais de denúncia de irregularidades, abertos e amplamente divulgados a funcionários e terceiros, e mecanismos destinados ao tratamento das denúncias e à proteção de denunciantes de boa-fé;

XI - medidas disciplinares em caso de violação do programa de integridade;

XII - procedimentos que assegurem a pronta interrupção de irregularidades ou infrações detectadas e a tempestiva remediação dos danos gerados;

XIII - diligências apropriadas, baseadas em risco, para: a) contratação e, conforme o caso, supervisão de terceiros, tais como fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários, despachantes, consultores, representantes comerciais e associados; b) contratação e, conforme o caso, supervisão de pessoas expostas politicamente, bem como de seus familiares, estreitos colaboradores e pessoas jurídicas de que participem; e c) realização e supervisão de patrocínios e doações;

XIV - verificação, durante os processos de fusões, aquisições e reestruturações societárias, do cometimento de irregularidades ou ilícitos ou da existência de vulnerabilidades nas pessoas jurídicas envolvidas; e

XV - monitoramento contínuo do programa de integridade visando ao seu aperfeiçoamento na prevenção, na detecção e no combate à ocorrência dos atos lesivos previstos no art. 5º da Lei nº 12.846, de 2013.

§ 1º Na avaliação dos parâmetros de que trata o caput, serão considerados o porte e as especificidades da pessoa jurídica, por meio de aspectos como:

I - a quantidade de funcionários, empregados e colaboradores;

II - o faturamento, levando ainda em consideração o fato de ser qualificada como microempresa ou empresa de pequeno porte;

III - a estrutura de governança corporativa e a complexidade de unidades internas, tais como departamentos, diretorias ou setores, ou da estruturação de grupo econômico;

IV - a utilização de agentes intermediários, como consultores ou representantes comerciais;

V - o setor do mercado em que atua;

VI - os países em que atua, direta ou indiretamente;

VII - o grau de interação com o setor público e a importância de contratações, investimentos e subsídios públicos, autorizações, licenças e permissões governamentais em suas operações; e

VIII - a quantidade e a localização das pessoas jurídicas que integram o grupo econômico.

§ 2º A efetividade do programa de integridade em relação ao ato lesivo objeto de apuração será considerada para fins da avaliação de que trata o caput.<sup>69</sup>

Desta forma, é possível depreender desta legislação que a formulação de um efetivo e qualitativo sistema de compliance se baseia inicialmente na produção do código de ética e políticas de integridade a ser seguido por todos os empregados, administradores e terceiros que prestam serviços àquela empresa. Esse regimento interno deve conter previsão sobre todos os setores da empresa, estabelecendo os padrões de conduta a serem esperados para que sejam correspondidas e seguidas as previsões legais estabelecidas para cada área.

---

<sup>69</sup> BRASIL. Decreto nº 11.129, de 11 de julho de 2022. Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2022/decreto/d11129.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/decreto/d11129.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

Após, já na fase de consolidação e aperfeiçoamento do programa, devem ser aplicados os procedimentos e mecanismos voltados a monitorar se esse código está sendo devidamente cumprido por toda a estrutura da empresa, por exemplo a existência de um canal de denúncias com incentivos à delação anônima de irregularidades. Essa responsabilidade de vigiar vem acompanhada pela aplicabilidade de medidas disciplinares capazes de interromper o ato desarmônico imediatamente, remediando seus danos, a qual deve ser atribuída à figura do diretor interno de controle.

Esse profissional, também conhecido como *Chief Compliance Officer (CCO)*, nada mais é do que o agente imbuído de exercer a direção da equipe formada por assistentes e analistas, que terão como função receber e apreciar as denúncias ofertadas, averiguar os dados produzidos pela empresa, como relatórios contábeis e as diligências realizadas na contratação de colaboradores, realizar investigações internas, bem como estabelecer comunicações e treinamentos constantes para disseminar as ideias do programa, mantendo vivo o caráter preventivo que o código de ética pretende possuir.

Destaca-se que o departamento de compliance dentro de uma determinada empresa não se trata de órgão executivo, o qual tem o poder de tomar decisões de forma independente. Constitui, em si, uma área destacada da hierarquia empresarial, uma vez que não tem vinculação a qualquer outro setor, que, ao realizar esse monitoramento dos riscos e do correto desempenho das atividades daquela organização, reporta por meio da figura do CCO seus apontamentos aos responsáveis pelo Conselho Administrativo.

Por outro lado, a autonomia das políticas voltadas à manutenção da integridade também deve garantir sua multidisciplinaridade, permitindo seu acesso a todas as informações e dados produzidos dentro da estrutura empresarial, sendo assim uma prática que permeia todos os setores e suas respectivas funções para ser capaz de exercer seu poder de controle interno, a regulação.

Não cabe a essas práticas, portanto, nada além de inspecionar e informar aos agentes capazes de efetivamente tomar as devidas providências dentro daquele universo empresarial, tendo força apenas para influenciar quem permanece ou até quem será contratado, o que é suficiente para intimidar os indivíduos que observa a se manterem dentro das regras.

Para além disso, tem-se alguns apontamentos sobre os elementos comuns e os critérios de qualidade vinculados a eles, os quais são considerados pela doutrina como primordiais à análise do tema.

O primeiro deles é o comprometimento da alta direção da organização com esses programas, uma vez que o comando da organização representa o pilar fundamental para a disseminação da cultura de integridade. Isto é dizer que o programa de compliance deve estar em completo acordo com o comportamento de seus diretores, líderes e dirigentes, denominado pela expressão em inglês “*tone at the top*”.

Esse termo, cuja tradução literal significa tom no topo, nada mais representa que a imagem passada pelo alto comando da empresa aos seus subordinados e prepostos, devendo a postura anticorrupção ser algo que emana de cima para baixo, hierarquicamente falando. São considerados nesse escopo as ações e omissões desses agentes, que possuem essa importância justamente por influenciar com maior peso na condução dos negócios daquela organização.<sup>70</sup>

É evidente, nesse sentido, que os valores disseminados pelo comportamento diário dos líderes têm o condão de contagiar seus colaboradores, bem como de criar e manter a imagem da empresa, a qual não é possível desvincular da figura das pessoas físicas que foram seu grupo de responsáveis legais. Caso cabeceada por indivíduo envolvido com alguma forma de corrupção, a própria existência do programa de integridade passa a ter como finalidade a minoração de eventuais novas responsabilizações, bem como tentativas de blindar a pessoa jurídica.

É importante que esse compromisso assumido em agir conforme as condutas esperadas pelo padrão ético estabelecido também atinjam em igual maneira os *stakeholders* vinculados à atividade da empresa participem desses programas, cujos interesses também são afetados por eventuais ilícitos ou irregularidade verificados no seio da empresa.

Nessa toada, reafirma-se que esses padrões éticos não somente emanam de questões relacionadas à cultura ou à moralidade, mas também em relação ao padrão legalmente estabelecido aos administradores das empresas, como os deveres anteriormente vistos com

---

<sup>70</sup> VERÍSSIMO, Carla. Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 338.

relação à sociedade anônima. Dessa forma, cabe ao compliance o fomento ao cumprimento da devida diligência, da transparência e da informação pelos membros da diretoria e conselho de administração em uma companhia de capital aberto.

Outrossim, é essencial que todo este programa seja pensado e estruturado em conjunto com o mapeamento e gerenciamento de riscos que aquela empresa possa eventualmente estar exposta. Isso porque para estabelecer possibilidades e barreiras de proteção internas é preciso primeiramente compreender a essência da empresa e suas vulnerabilidades.

Para tanto, é necessário se debruçar sobre o porte da organização, seu ramo de atividade, os danos à imagem que podem ser ocasionados pela descoberta de atos ilícitos, bem como deve ter em vista os setores de maior fragilidade, onde possa ocorrer ausência de transparência ou proximidade, de certa forma, à verificação de corrupção.<sup>71</sup>

Salienta Salles que:

A análise do risco é providência fundamental na formulação do programa de integridade e, posteriormente no seu aperfeiçoamento. Isso porque, porque é a partir da análise e valoração dos riscos que se poderá estruturar o compliance, seja ele complexo ou simplificado, mas efetivamente direcionado à atividade empreendida com a captura da essência da empresa, e é através de sua constante revisão e atualização que não se tornará obsoleto e ultrapassado, sob pena de se tornar imprestável para o que se propõe.<sup>72</sup>

Sendo assim, tem-se que a implementação do compliance deve ser calcada principalmente na incorporação efetiva de padrões de conduta e ética em conformidade com as práticas de boa governança de uma organização, qualquer que seja a sua natureza, para que após seja apenas salvaguardada sua devida aplicação e funcionamento. É, portanto, um mecanismo de controle interno e social pensado para manutenção do equilíbrio e, como objetivo final, o fomento da cultura organizacional para todo o meio empresarial, incluindo o mercado em que as empresas estão inseridas.

---

<sup>71</sup> SALLES, Thalita Almeida. Corrupção na empresa: burocracia e utilidade dos programas de integridade. Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública, v. 5, n. 2, 2019, p. 109.

<sup>72</sup> SALLES, Thalita Almeida. Corrupção na empresa: burocracia e utilidade dos programas de integridade. Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública, v. 5, n. 2, 2019, p. 110.

### 2.3 A implementação dos sistemas de compliance pelas instituições financeiras em conjunto com a atuação dos seus controles internos pré-definidos

Noutro giro, é de suma importância ressaltar que a noção da autorregulação e de mecanismos para o exercício interno de controle para a manutenção da boa governança já existia no âmbito financeiro desde 1998 com a Resolução do Banco Central nº 2.554. É o que salienta Cardoso em:

Ao que parece, ainda que tenha havido do ponto de vista histórico uma preocupação inicial com os deveres do compliance desde o início do século passado, especialmente no Brasil foram as recomendações da Basileia I, colocadas em prática pela Resolução do Banco Central 2.554/98, que corporificam o instituto em nosso ordenamento jurídico, sendo possível afirmar que entre nós este é o marco de sua existência. Conforme já dito preliminarmente, em linhas gerais, nos termos da citada norma, entende-se por compliance no ambiente das instituições financeiras, a implementação de políticas e procedimentos de controles internos destinados ao monitoramento das atividades bancárias, bem como ao cumprimento das normas legais e regulamentares aplicáveis a espécie, tendo como principal objetivo a prevenção e o combate ao crime de lavagem de dinheiro e ao terrorismo.

Essa resolução, a qual foi substituída em 2021 pela Resolução CMN nº 4.968, define as práticas e as definições dos controles internos a serem adotados pelas instituições financeiras, à exceção das administradoras de consórcio e às instituições de pagamento autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Estabelece como objetivo-fim para tais programas três fatores: (i) o desempenho, (ii) a informação e (iii) a conformidade.

Basicamente, possuem as mesmas formalidades esperadas dos programas de integridade, com divulgação do código de ética e o monitoramento do seu devido cumprimento, prevendo ainda o acompanhamento periódico e sistemático de suas atividades que deve constar de relatório anual a ser submetido ao conselho de administração ou diretoria da instituição e suas auditorias externas e internas, bem como estar à disposição do BACEN

no prazo de cinco anos.<sup>73</sup> O *tone at the top*<sup>74</sup> é de igual relevância, sendo previsto como responsabilidade inerente à administração no capítulo III da Resolução supramencionada.

Ademais, apresenta-se como vertente principal ao seu desenvolvimento a existência de práticas relacionadas à *due diligence*, que nada mais é que o termo usado para definir a devida diligência, como emana sua tradução, a ser realizada em toda e qualquer operação feita pela instituição, seja ela externa, como negociações em prol das ordens recebidas pelos seus clientes, ou interna, exemplificada pela contratação de profissionais.

Há quem faça desse o aspecto diferencial entre esses procedimentos de controle e a estrutura do compliance, que este último seria essencial para justamente fiscalizar e avaliar os mecanismos que compõem os controles internos, sob o pretexto de proteger as instituições financeiras de sua exposição ao risco. Cardoso denota essa distinção da seguinte maneira:

Como exemplos de controles internos de instituições financeiras podemos citar os programas de treinamento e desenvolvimento de pessoal, métodos de programação e controle de atividades, sistemas de avaliação e desempenho, sistema de autorização e aprovação de transações, princípios de segregação de tarefas ou mesmo controles físicos sobre os bens e informações, restando ao compliance fiscalizar e avaliar se cada uma dessas ou de outras atividades que compõem os controles internos estão funcionando adequadamente para prevenir e minimizar os riscos. Ao compliance, além disso, estão ligadas as tarefas de desenvolvimento de planos e treinamentos que privilegiam a conscientização sobre as políticas de submissão às normas. Qualquer que seja o funcionamento da instituição bancária deve ter em mente que riscos não podem ser ignorados, e que é seu dever implementar todos os procedimentos preventivos no combate ao crime que estejam ao seu alcance.<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup> Art. 6º O acompanhamento sistemático das atividades relacionadas com os sistemas de controles internos deve ser objeto de relatório anual, contendo: I - a avaliação sobre a adequação e a efetividade dos sistemas de controles internos; II - as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronograma de saneamento, quando for o caso; e III - a manifestação dos responsáveis pelas correspondentes áreas a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas efetivamente adotadas para saná-las. Parágrafo único. O relatório de que trata o caput deve: I - ser submetido ao conselho de administração ou, se inexistente, à Diretoria, bem como às auditorias interna e externa da instituição; e II - permanecer à disposição do Banco Central do Brasil pelo prazo de cinco anos.

<sup>74</sup> Estabelecendo um gancho com o julgamento da Ação Penal nº 470 do STF, as palavras de Almeida: “Nesse caso do mensalão, é evidente que o programa funcionava como um mero sistema antimultas, sem agregar valor real à instituição financeira e sem sucesso no cumprimento de sua finalidade. É por isso que, para analisar a utilidade do compliance, é necessário reconhecer que o programa deve integrar um ciclo virtuoso de efetivo aperfeiçoamento dos níveis de corrupção devendo contar, precipuamente, com o comprometimento de sua alta administração, sem que o programa pode ser considerado inócua”. In: SALLES, Thalita Almeida. Corrupção na empresa: burocracia e utilidade dos programas de integridade. Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública, v. 5, n. 2, 2019, p. 116.

<sup>75</sup> CARDOSO, Débora Motta. Criminal compliance na perspectiva da Lei de lavagem de dinheiro. São Paulo: Liberars, 2015, p. 42.

Dessa forma, a fim de especificar possíveis mecanismos que representam a devida diligência e da manutenção da integridade no seio bancário, marcadas pelos princípios da *accountability* e do *disclosure*<sup>76</sup>, estão as práticas de *know your employee* e *know your customer*.

Essa primeira prática é ligada à sua vertente trabalhista do compliance, significando em tradução literal "conheça seu empregado". É desenvolvida por meio de diligências prévias à contratação, na qual se busca admitir indivíduos que possam manter as regras e valores da empresa, além de para evitar questões ligadas a possíveis conflitos de interesses entre colaboradores e a administração da instituição.

Já a segunda, tem como objetivo conhecer seu cliente como o nome já diz, sendo realizada muito mais para um aspecto preventivo à possíveis condutas criminosas que se busque realizar por meio da utilização de uma instituição financeira, com especial holofote à lavagem de capitais. Ela se inicia com o cadastro do cliente, ocasião em que são solicitados documentos e comprovações, bem como endereço residencial e patrimônio líquido e se estende até o momento das operações envolvendo ativos, na qual determina a entrega de declaração de licitude dos recursos.

Em outras palavras, tem como serventia classificar o risco que aquele cliente proporciona, de acordo com a sua própria avaliação interna de riscos e por meio da qualificação da natureza dos seus negócios. As técnicas e objetivos relacionados a esse mecanismo estão regulamentadas atualmente pela Circular nº 3.978/20 do Banco Central do Brasil.

Isso porque, ao se falar em riscos, não se pode escapar da possibilidade da instituição financeira e seus representantes legais serem responsabilizados pelos atos ilícitos de seus clientes, nesse viés de regulação interna que obriga a repreensão interna e comunicação de delitos, como salienta Abrão:

Efetivamente, as entidades bancárias podem ser corresponsáveis nos atos reputados ilícitos quando não esclarecem ou comunicam operações suspeitas ou fraudulentas,

---

<sup>76</sup> Esses dois conceitos são referentes, respectivamente, à prestação de contas para garantir a correta aplicação dos recursos, com a consequente responsabilização dos administradores em face de seus resultados, e à transparência informacional igualitária a todos os acionistas.

que colocam em risco o sistema, ou sabendo que os agentes utilizam suas agências em paraísos fiscais e não se pronunciam a respeito, principalmente em razão da grande movimentação de recursos financeiros e de operações, no mínimo, suspeitas.<sup>77</sup>

Assim, inegavelmente, os procedimentos de compliance e *due diligence*, além da atuação conjunta com seus controles internos, para sistemas bancários ganham cada vez mais força com a promulgação de leis dispostas a calcificar o movimento anticorrupção brasileiro, uma vez que representam os principais eixos de intermediação para investimentos e demais atividades, como a participação na abertura ou fechamento de capital das companhias, que ocorrem no mercado de capitais. São, portanto, fundamentais para a busca por um equilíbrio no sistema neoliberal em que a sociedade contemporânea está inserida e devem estar sob constante regulação interna e externa.

Nesse sentido, expõe Cappellari e Figueiredo que:

Os bancos brasileiros são precursores do reconhecimento da necessidade de controles internos e de compliance em suas atividades, na medida em que tais funções seguem um modelo administrativo- regulatório, primordialmente, com o cumprimento das determinações do Conselho Monetário Nacional, que se utiliza dos parâmetros dos Acordos de Basileia para editar as resoluções e de normas e regulamentos administrativos, como por exemplo, a Resolução no 2.554/1998 do Conselho Monetário Nacional. Em sede da legislação, vislumbra-se previsão de obrigações de compliance na Lei Complementar no 105/2001 (Lei do sigilo de informações de operações financeiras), na Lei de Lavagem de Dinheiro (no 12.683/2012) e na nova Lei Anticorrupção (Lei no 12.846/2013).<sup>78</sup>

Esse viés fiscalizatório toma especial importância para as instituições financeiras porque a regulação no contexto do mercado de capitais emana não somente dos entes públicos ligados ao Estado, mas também das entidades profissionais privadas que exercem a coordenação desse mercado e seus integrantes. Esses agentes econômicos são previstos pela IOSCO em seu princípio nono, sendo denominados como autorreguladores:

Nos casos nem que o sistema regulatório recorre a Organizações Autorreguladoras (OAR) que exerçam diretamente algumas responsabilidades de fiscalização das suas respectivas áreas de competência, essas OAR devem ser sujeitas à fiscalização do regulador e cumprir padrões de equidade e confidencialidade no exercício dos seus poderes e responsabilidades delegadas.

---

<sup>77</sup> ABRÃO, Nelson. Direito Bancário. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 616.

<sup>78</sup> CAPPELLARI, Álisson dos Santos; FIGUEIREDO, Vicente Cardoso de. O criminal compliance como instrumento de prevenção da criminalidade econômica no âmbito das instituições financeiras. Revista Fórum de Ciências Criminais–RFCC, Belo Horizonte, ano, v. 3, 2016.

No Brasil, como se pode depreender da redação do artigo 17 da Lei nº 6.385/76, são considerados entes autorreguladores as Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações mobiliários, os quais possuem autonomia administrativa, financeira e patrimonial e deverão agir em consonância às postulações da CVM e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

Sendo assim, denota-se uma ainda maior necessidade de possuir controles internos e implementar métodos capazes de sedimentar no seio da organização uma cultura de integridade e eficiência, sem desvios de função ou conflitos de interesse que possam vir a ser verificados por todos os escopos regulatórios externos presentes no mercado em que se pretende atuar.

#### 2.4 O método da *Chinese Wall*

Como maneira a ratificar a existência do controle interno e dos programas de integridade a serem adotados por determinada instituição financeira atuante no mercado de capitais, há a implementação de uma essencial estratégia alinhada ao conceito de mente corporativa: as barreiras de atividades e de informação, também conhecidas como *chinese wall*. Esse termo advém de uma metáfora com a Grande Muralha da China, construção histórica que foi erguida para proteger o território chinês de invasores e conflitos.

Trata-se de técnica a qual consiste em apartar setores internos e seus indivíduos, pertencentes a uma instituição financeira multisserviços ou até a um conglomerado, com vistas a separar a gestão da organização da administração dos seus serviços prestados, reduzir o fluxo de informações e diferenciar os patrimônios tratados no seu interior, evitando assim a existência de conflitos de interesse. Francisco Mussnich a define como “exemplo de arquitetura jurídica pensada para proteger clientes e suas informações de natureza sigilosa, por meio da separação na gestão de recursos próprios e de terceiros realizados em uma mesma companhia”.<sup>79</sup>

---

<sup>79</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. 2015. 148f. Dissertação (Mestrado em Direito), Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, p. 44.

Esses recursos de terceiros são os valores dispostos em carteiras, clubes e fundos de investimento, os quais foram conferidos à instituição por seus clientes para sua devida administração ou gestão. Por essa razão principal, devem ser separados da gestão dos recursos próprios, pertencentes à tesouraria ou ao próprio ativo daquela organização, evitando assim que ocorra uma indesejada confusão de patrimônio.

São plausíveis às estruturas multisserviços porque é corriqueiro que uma administradora de carteira também exerça função de gestora de fundos de investimento no âmbito do mercado de capitais, até talvez ao mesmo tempo assessorar companhias em suas negociações. Ou seja, em que a atuação e os objetivos das áreas integrantes da mesma organização sejam conflitantes, sendo possível imaginar que, caso as informações fossem iguais a todos os seus funcionários, haveria grande chance de pudessem ser feitas operações usufruindo-se delas.

Mais uma vez, consiste em prática oriunda do mercado norte-americano, cuja primeira menção se deu durante apuração comandada pela SEC acerca de possível uso de informação não divulgada por integrantes do banco Merrill Lynch<sup>80</sup>. Sua importação para o contexto nacional foi impulsionada pela busca globalizada por maior estabilidade nas estruturas mundiais de valores mobiliários, o que resultou na edição de normas e resoluções pelos órgãos responsáveis pela manutenção do Sistema Financeiro Nacional, sem que haja até a presente data previsão legal para a sua regulamentação.

A própria IOSCO traz sua estipulação em suas recomendações, determinando como princípio para organismos de investimento coletivo a segregação e a proteção dos ativos dos clientes, o que denota a importância transnacional da existência e previsão deste instrumento para a manutenção do mercado mundial em perfeitas condições.<sup>81</sup>

Em 1997, o CMN redigiu a Resolução nº 2.451, que em seu artigo primeiro tratou de determinar a obrigatoriedade da implementação pelas instituições financeiras de métodos de segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades, podendo ser

---

<sup>80</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do chinese wall e a repressão ao insider trading. In: WALD, Arnoldo (Org.). Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 8, p. 721.

<sup>81</sup> Está presente no princípio de número 25, qual seja: “O sistema regulatório deve estabelecer regras que regem a forma jurídica e a estrutura dos organismos de investimento colectivo e a segregação e a protecção dos activos dos clientes”, presente na Metodologia para avaliar a implementação dos objectivos e princípios da regulação de valores mobiliários da OICV/IOSCO, 2013, p. 6. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Portuguese.pdf>>. Acesso em 31 de maio de 2023.

promovida ou não por empresa terceirizada especializada em gestão desses recursos.<sup>82</sup> Ademais, resolveu em seu artigo segundo que deve ser designado membro da diretoria ou sócio-gerente para que fique responsável pela gestão, supervisão e comunicação dessa administração a ser segregada.<sup>83</sup>

Somente no ano seguinte, foi elaborada nova Resolução CMN, sob o número 2.468, estabelecendo maiores esclarecimentos sobre a necessidade da designação de responsável na hipótese de que a segregação determinada seja realizada por outra empresa, bem como dilatando o prazo para a adequação dessas instituições ao que fora definido.

Nesse sentido, tem-se que a regulamentação até então tinha um escopo demasiadamente amplo, sem qualquer orientação quanto aos procedimentos cabíveis e objetivos concretos a serem alcançados com essa mera fragmentação de atividades dentro da instituição. Por esse motivo, em 1999, a CVM apresentou a Instrução nº 306, que trazia em seu artigo quinze os métodos operacionais que poderiam ser adotados para fazer cumprir a obrigatoriedade estipulada a esse setor financeiro.

Essa foi revogada em 2015 pela Instrução CVM nº 558 e, posteriormente, pela Resolução CVM nº 21 no ano de 2021. Todavia, manteve-se o padrão esperado para o efetivo funcionamento dessas barreiras a serem erguidas, agora presentes no artigo 27 e 28 do último regimento a ser adotado:

Art. 27. O exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, por meio da adoção de procedimentos operacionais, com o objetivo de:

I – garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela intermediação e distribuição de valores mobiliários;

II – assegurar o bom uso de instalações, equipamentos e informações comuns a mais de um setor da empresa;

III – preservar informações confidenciais e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a elas; e

---

<sup>82</sup> Art. 1º Estabelecer a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Parágrafo único. A segregação de atividades referida neste artigo pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

<sup>83</sup> Art. 2º Para efeito do disposto no art. 1º, as instituições ali referidas devem designar membro da diretoria ou, se for o caso, sócio-gerente, tecnicamente qualificado, para responder, civil, criminal e administrativamente, pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, bem como pela prestação de informações a eles relativas. Parágrafo único. A designação de membro da diretoria ou sócio-gerente para responder pela gestão de recursos de terceiros deve recair sobre pessoa que não possua qualquer vínculo com as demais atividades da instituição.

IV – restringir o acesso a arquivos e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a informações confidenciais.

Parágrafo único. A segregação física de instalações de que trata o inciso I não é necessária entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e a área responsável pela distribuição de cotas de fundos de investimento de que a pessoa jurídica seja administradora ou gestora.

Art. 28. Para o cumprimento do disposto no art. 27, o administrador de carteiras de valores mobiliários deve manter manuais escritos, que detalhem as regras e os procedimentos adotados relativos à:

I – segregação das atividades, com o objetivo de demonstrar a total separação das áreas ou apresentar as regras de segregação adotadas, com discriminação, no mínimo, daquelas relativas às instalações, equipamentos e informações referidas no inciso II do art. 27; e

II – confidencialidade, definindo as regras de sigilo e conduta adotadas, com detalhamento das exigências cabíveis, no mínimo, para os seus sócios, administradores, colaboradores e empregados.<sup>84</sup>

À vista disso, pode-se vislumbrar que essa barreira pode ser feita de forma virtual, por meio de softwares ou políticas de acesso por senha que restrinjam a permissão de determinados indivíduos a arquivos e computadores, bem como física, como o isolamento dos departamentos conflitantes em andares diferentes.

Como ainda não há maiores previsões legais para tal instrumento, tem-se que as suas delimitações e maiores elucidações estão disponíveis na doutrina especializada e na jurisprudência fruto das decisões em primeiro grau da CVM e como as de segundo grau, emanadas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

De acordo com essas determinações, é possível destacar que, não obstante esse busque por essência prevenir o fluxo informacional em sua estrutura, a sua mera existência não é suficiente para evitar a configuração de responsabilidade à alta administração da instituição financeira quanto ao ato ilícito de *insider trading*. Sendo assim, para aferição da sua eficiência é necessário que seu funcionamento seja acompanhado, fiscalizado, avaliado e relatado pelo departamento responsável pelo compliance, com o fito de checar sua real aplicação e se não está desatualizado de alguma forma.

Assim, a *chinese wall* se apresenta como um dos procedimentos de conformidade a serem adotados por uma determinada organização, especificamente aos bancos multisserviços, mas que para o seu devido funcionamento deve ser realizado em conjunto com

---

<sup>84</sup>BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 21. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

um sistema de compliance rígido e atuante para evitar ocorrências que se afastem dos critérios de integridade característicos da boa governança.

Para além dessa manutenção da ordem, caso todos os programas apresentados sejam aplicados da maneira correta, podem ser utilizados como meio de prova capaz de basear uma eventual defesa da responsabilização de seus colaboradores e dirigentes.

### 3. A REPRESSÃO DO INSIDER TRADING POR MEIO DE EFETIVOS SISTEMAS DE COMPLIANCE

#### 3.1 A prevenção ao *insider trading* através dos mecanismos para prevenção de conflitos de interesse em instituições financeiras

Feitas as considerações necessárias quanto à origem das práticas voltadas à prevenção e à manutenção da integridade implementadas pelas organizações hodiernamente, passa-se a sua importância no combate de ilícitos que podem ensejar repressão sancionatória criminal pela máquina do Estado, concernentes à utilização de informação privilegiada por membros da instituição para operar em defesa de interesses próprios no mercado de valores mobiliários.

Outrossim, é primordial demonstrar a sua possibilidade de utilização da sua existência como meio de prova pela defesa para comprovar a atipicidade da conduta, uma vez que, com a devida e eficaz existência desses programas e controles, nem todos os indivíduos teriam capacidade subjetiva de obter acesso à informações não públicas, confidenciais e privilegiadas.

O cenário administrativo novamente serve apenas como retrato do que poderia ser verificado em sede de investigação criminal ou até de próprio processo penal, na hipótese de se analisar procedimento administrativo sancionador da CVM. Isso porque, conforme demonstrado anteriormente, a criminalização dessa conduta é relativamente nova e a produção de prova para lastrear a acusação penal ainda se debruça sobre a relativa à realizada pela autarquia responsável.

Como visto, os programas de integridade devem ser pensados e estruturados com base no mapeamento de riscos que aquela determinada organização pode vir a ser exposta, utilizando-se dos critérios do seu porte, sua atuação e os resultados que possíveis ilicitudes podem gerar à sua reputação, para fiscalizar e regulamentar os demais métodos de prevenção. Nesse sentido, seu propósito criminal é pautado pela remediação das possíveis ocorrências de infrações às regras e proibições do direito penal, as quais poderiam ser verificadas no desenvolvimento das atividades realizadas pela organização, por meio de seus colaboradores ou sua alta administração.

Isso porque, em consonância às previsões legais atuais do ordenamento nacional, tão somente pessoas físicas poderão ser responsabilizadas penalmente por delitos corporativos, uma vez que os únicos crimes passíveis de atribuição à pessoa jurídica são os ambientais, ainda existindo debates quando a necessidade de dupla incriminação, ou seja, da acusação simultânea da empresa e seu representante legal.

Sendo assim, o risco do *insider trading* em instituições cuja essência seja entrelaçada à atuação no mercado de capitais justifica por si só a implementação de métodos de compliance criminal para conferência da eficiência dos controles internos exigidos e também para a conscientização das pessoas que trabalham nesse meio. É o que dita Martinez e Lima em:

Os setores do banco que trabalham com investimentos no mercado de capitais, portanto, devem ser objeto de cuidadoso escrutínio e treinamento pelo setor de compliance. Mas também é importante prevenir o vazamento ou uso pelos funcionários de todos os níveis de qualquer informação sobre a atividade do banco ou de seus clientes e que possa impactar a comercialização de títulos mobiliários no mercado. Esse crime, conhecido como “insider trading”, ou uso de informação privilegiada, tem pena de reclusão de até cinco anos e multa que pode chegar a três vezes o valor do ganho obtido na transação irregular, além de gerar um dano reputacional grave para a instituição que detinha a informação.<sup>85</sup>

Dessa forma, para além da proteção do mercado e da imagem de determinada instituição, com a prevenção da ocorrência de ilícitos, tem-se como objetivo ulterior proteger os colaboradores e administradores de acusações criminais, bem como eventuais medidas cautelares que possam vir a ser impostas durante circunstancial investigação criminal.

---

<sup>85</sup> MARTINEZ, André Almeida Rodrigues e LIMA, Carlos Fernando dos Santos. Compliance Bancário: um manual descomplicado. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 205-206.

Nesse sentido, é possível destacar que, em adição a conscientização do pessoal para que não cometam atos que de certa forma infrinja as regras internas e a legislação penal, esses programas de integridade devem prever a condução de investigações internas diante da verificação de atitudes antiéticas por determinado indivíduo ou setor da organização, seja esta por denúncia anônima ou por anomalia em algum dado fiscalizado pelo departamento.

Esse procedimento investigativo interno será realizado sob sigilo por equipe externa contratada pela empresa, qual seja escritório especializado na área, que elabore planejamento detalhado das etapas a serem cumpridas e das provas a serem produzidas, com o fito de identificar os responsáveis. Ao final, isso será valorado pelo comitê de compliance, disposto no código de conduta da instituição, para o julgamento em definitivo do caso concreto e a aplicação de medidas disciplinares possíveis.

O objetivo dessas investigações reside no correto monitoramento do protocolo interno defendido pela empresa e, por esta razão, pode ser verificado por si como uma vantagem à empresa, uma demonstração do seu ímpeto em combater as fraudes e a corrupção mesmo em seu interior. Nas palavras de Baqueiro:

Insta salientar que a própria realização de investigações internas na pessoa jurídica pode impactar positivamente na eventual celebração de acordo de leniência com o estado ou mesmo na exclusão ou atenuação da responsabilidade penal dos sócios, gestores e mesmo do compliance officer. Ademais, pode-se constatar uma recuperação da imagem da empresa quando se demonstra que, diante de uma irregularidade, houve um esforço do ente moral em apurá-lo eventualmente punir o responsável, passando o recado para a sociedade de que a empresa não coaduna com práticas ilegais e antiéticas.<sup>86</sup>

Isto posto, expõe-se que a legislação administrativa sancionadora prevê a existência desses programas como fator a ser considerado, desde que seu funcionamento seja comprovadamente efetivo. A própria Lei Anticorrupção, em que o compliance foi previsto de forma inaugural no direito brasileiro, dispõe no inciso VIII do seu artigo 7º que a previsão de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de

---

<sup>86</sup> BAQUEIRO, Fernanda Ravazzano Lopes. O uso da prova produzida na investigação interna das pessoas jurídicas em casos corrupção e a (in)exigência da observância dos standards probatórios e da cadeia de custódia da prova/The use of proof produced in the internal investigation of legal. Revista Científica do CPJM, v. 2, n. 05, 2022, p. 93.

irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica serão valorados quando da aplicação de sanções.<sup>87</sup>

Dessa forma, seguindo a ideia de que o ordenamento jurídico brasileiro possui equilíbrio em suas opções valorativas, sua possibilidade como atenuante ou até como prova capaz de lastrear uma tese absolutória no âmbito penal deve ser tida como possível às defesas dos indivíduos pertencentes à determinada instituição que venham a ser acusados do delito de *insider trading*.

Esse seria o maior benefício da autorregulação privada às empresas, uma vez que estariam buscando ao mesmo tempo fomentar seu próprio aperfeiçoamento e o da cultura organizacional como um todo, bem como elidir sua responsabilidade penal no caso de imputações infundadas pelo órgão acusatório responsável.

Se o programa de integridade de uma instituição financeira é sério ao ponto de manter hígdas as barreiras de informação e coordenar a devida realização das diligências essenciais à sua atuação, é praticamente impossível que possa se vislumbrar o repasse ou a utilização de informações favorecidas, já que invalidaria a própria estrutura organizacional que poderia de certa forma propiciar a sua obtenção.

Isso é dizer que seu caráter preventivo é atinente a evitar o cometimento de crimes, mitigar os danos à corporação e, em último plano, servir como apontamento de que aquela conduta jamais poderia ser verificada naquele ambiente institucional, tendo em vista a sua integral eficácia.

Desta forma, ademais dos programas de integridade, passa-se a explorar a existência da *chinese wall* como principal mecanismo capaz de bloquear a ocorrência de atos criminosos ligados ao tipo penal do *insider trading* e sua utilização como prova defensiva capaz de eliminar qualquer acusação a ser ofertada em face da alta administração e seus funcionários.

---

<sup>87</sup> Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções: VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica;

### 3.2 A *chinese wall* versus teoria da mente corporativa

Conforme mencionado acima, o método da *chinese wall* consiste em barreiras virtuais ou físicas capazes de segregar funcionários e o patrimônio da instituição e o de terceiros, com o objetivo final de reduzir o fluxo informacional de atos e fatos tidos como relevantes, os quais não foram ainda divulgados ao público investidor, que poderiam vir a ser utilizados como forma de auferir lucro no mercado de capitais.

As principais questões acerca da sua existência e implementação na instituição mediante acusação de seus colaboradores à prática de *insider trading* residem, justamente, na sua utilização prática como instrumento de defesa. De acordo com Mussnich, ainda há dúvidas quanto ao seu uso como excludente de responsabilidade, ou seja, como fator suficiente para afastar a atribuição desse delito.<sup>88</sup>

Isso porque afirma o autor que, em algumas ocasiões, esse mecanismo esbarra na aplicação da tese da mente corporativa, ou *corporate mind* em inglês. Essa teoria indicaria que todos os indivíduos de uma determinada instituição não agiriam de forma individual, mas coletiva, como se formassem um organismo em que o cérebro fosse movido pelos interesses da corporação:

Em síntese, pode-se dizer que, de acordo com essa formulação, é a “mente” ou vontade da companhia que se revela ao realizar-se uma negociação, e não a “mente” ou vontade do próprio agente que, em nome da sociedade, realizou aquela transação específica. Sob esse ângulo, deveria atribuir-se aos integrantes da sociedade um mesmo nível de conhecimento acerca das operações da companhia, todos compondo a mesma “mente” corporativa. E essa teoria prescinde da verificação de elementos concretos da pessoa que realiza uma determinada transação não importa, para essa perspectiva, a posição hierárquica ou a função desempenhada pela pessoa naquele organismo corporativo.<sup>89</sup>

Pode-se dizer que, seguindo essa linha de raciocínio, expande-se a presunção da cognição dos *insiders* tidos como primários a todos os indivíduos que de certa forma integrem aquela instituição, criando a sensação de homogeneidade de informações à todos os níveis da organização e, com isso, esvaziando por completo a utilidade das barreiras informacionais. Além disso, essa pressuposição acaba por culminar na vertiginosa diminuição de

---

<sup>88</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. 2015. 148f. Dissertação (Mestrado em Direito), Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, p. 46.

<sup>89</sup> Idem, p. 45-46.

comprovação, ainda que indiciária, de que se teria de fato conhecimento ou não de informe relevante.

Assim, possuiria caráter absoluto, já que uma vez verificada a mente corporativa, de nada importaria a existência de controles internos em uma instituição financeira, sejam eles efetivos ou somente formais, bem como seria irrelevante que as informações e atividades fossem segregadas, resumindo a *chinese wall* a mera previsão compulsória imposta pelo CMN e regulada pelo BACEN.

Seria, de forma comparativa, similar à teoria do domínio do fato, comumente aplicada pelo Ministério Público para oferecer acusações de crimes contra a ordem tributária, por exemplo, à indivíduos que ocupem ou ao menos ocupassem à época dos fatos cargos relativos à administração ou gerência de uma determinada empresa, valendo-se exclusivamente dessa posição exercida.

Nas palavras da Ministra Rosa Weber, constantes de seu voto proferido em sede de julgamento da emblemática Ação Penal nº 470 do STF:

Em verdade, a teoria do domínio do fato constitui uma decorrência da teoria finalista de Hans Welzel. O propósito da conduta criminosa é de quem exerce o controle, de quem tem poder sobre o resultado. Desse modo, no crime com utilização da empresa, o autor é o dirigente ou dirigentes que pode evitar que o resultado ocorra. Domina o fato quem detém o poder de desistir e mudar a rota da ação criminosa. Uma ordem do responsável seria o suficiente para não existir o comportamento típico. Nisso está a ação final.<sup>90</sup>

Tratam-se, portanto, de teorias que se baseiam meramente em presunções feitas na posição ou na mera vinculação de indivíduos a determinada corporação, prescindindo de indícios ou provas para manter hígidas as acusações a serem ofertadas. Sua distinção reside, justamente, no quanto foram juridicamente exploradas pelo direito brasileiro, sendo o domínio do fato conceito amplamente difundido e criticado, enquanto o outro permanece com pouca análise.

A ideia da mente corporativa ganhou enfoque diante de sua utilização em sede de julgamento pela CVM e pelo CRSFN, especificamente com relação a dois principais casos

---

<sup>90</sup> BRASIL. Superior Tribunal Federal. Ação Penal n.º 470, Relator Min. Joaquim Barbosa, julgado em 17 dez. 2012. Brasília: STF, 2012. p. 1161. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/ap470.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2023.

envolvendo acusações de uso de informação privilegiada em face da existência do método da *chinese wall* no ambiente corporativo do Banco Crédit Suisse Internacional e do Banco BTG Pactual.

O primeiro é referente à acusação de que o Banco *Crédit Suisse*, em conjunto com o *Crédit Suisse* Próprio Fundo de Investimento em Ações, teriam se valido de informações sigilosas relativas à alienação do controle acionário da empresa Terna Participações S.A.. Além de não terem sido produzidas provas capazes de fundamentar essas alegações<sup>91</sup>, o julgamento deste procedimento administrativo sancionador pelo colegiado da CVM culminou na aplicação de multas a esses entes.

Os autos foram enviados ao CRSFN em sede de recurso voluntário, cujo julgamento culminou no seu desprovemento para manter de maneira integral a decisão da autarquia. Isso porque o relator, Conselheiro Marcos Davidovich, afirma que teriam sido encontrados erros e falhas na implementação das barreiras informacionais.

Davidovich se dedicou, ainda, a estabelecer quais seriam os principais requisitos para apontar a existência e implementação de uma *chinese wall* verdadeiramente competente:

Com base em decisões e doutrina estrangeiras, para que fique caracterizada a efetiva segregação, evidencia-se a necessidade de estarem presentes algumas características, quais sejam:

Declaração da política de divulgação de informações: a política sobre restrições à circulação de informações deve ser amplamente divulgada entre os membros da instituição financeira, tratando de forma clara e exaustiva sobre procedimentos a serem adotados pelos empregadores que se encontrarem em potencial situação de conflito de interesses;

Programas de treinamento: programas de treinamento devem ser regulares e documentados para que possam servir como prova da diligência da instituição financeira. Devem os programas incluir aulas sobre as políticas a serem adotadas, com exposição das consequências civis e criminais decorrentes da inobservância de tais regras, bem como explicações adicionais sobre a política de divulgação de informações da instituição;

Restrição de acesso a documentos: procedimentos de restrição de acesso a documentos devem ser implementados, com a possibilidade de identificação e registro de todos os funcionários que tiveram acesso a determinados documentos de natureza restrita;

Transparência quanto à existência de segregação: as sociedades que implementam barreiras de segregação devem informar a seus clientes os procedimentos que são adotados para que estes tenham ciência de que dentro da instituição há controle

---

<sup>91</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. 2015. 148f. Dissertação (Mestrado em Direito), Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, p. 69.

rígido de fluxo de informações. Aconselha-se, inclusive, a distribuição aos clientes, ainda que de forma resumida, da política interna de divulgação de informações;

Transferência de pessoas: deve-se evitar o wall crossing, que ocorre quando empregado do lado público é transferido temporariamente para o lado privado da barreira. A transferência de pessoas com conhecimentos específicos para atuar em determinada operação pode gerar situações conflituosas indesejadas cujos prejuízos acabam superando as eventuais vantagens pretendidas. Na eventualidade de haver estrita necessidade de transposição da barreira deve-se garantir período de quarentena para que estes funcionários não voltem ao lado público enquanto em poder da informação relevante ainda não divulgada;

Separação física: a separação física de departamentos reduz as chances de comunicação acidental de informação relevante. Essa forma de segregação, embora pareça rudimentar, causa impacto positivo em eventuais defesas que utilizem a exceção de segregação, na medida em que demonstra distanciamento físico entre aqueles que eventualmente detêm informações e o lado público da barreira. Com efeito, o só fato de haver distanciamento físico reduz a possibilidade de encontros ocasionais em áreas comuns onde transferências acidentais de informações poderiam ocorrer;

Procedimentos claros em caso de comunicação acidental de informação relevante: como as barreiras não conseguem eliminar completamente toda a comunicação entre os dois lados, caso haja vazamento acidental da informação, procedimentos específicos de salvaguarda devem estar previstos. Coloca-se como exemplo de procedimentos preventivos a indicação de diretor responsável pela tomada de decisões tempestivas ao ser informado sobre o vazamento, podendo, para este fim, determinar inclusive a suspensão das operações com determinados ativos ou ter poder para adotar outras medidas que entender suficientes.<sup>92</sup>

Sobre este ponto, ressalta Mussnich que:

Na decisão do CRSFN no Caso Crédit Suisse fez-se referência a diferentes fases das normas de insider trading e à admissibilidade de políticas de Chinese Wall nas respectivas regulações dos Estados Unidos e, especialmente, no Reino Unido. Depois de algumas idas e vindas, o relator do caso, Conselheiro Marcos Davidovich, acabou por admitir que a eficácia de políticas de segregação de atividades é reconhecida como defesa válida e apta a afastar acusações de insider.<sup>93</sup>

Quanto ao caso do Banco BTG, trata-se de situação análoga, mas diametralmente diferente, uma vez que obteve fim distinto. Relaciona-se com negociações atinentes ao fechamento de capital da empresa CCX, pertencendo ao grupo de empresas do Sr. Eike Batista, as quais teriam sido realizadas pelo fundo FIM CP LS Investimentos, gerido pelo BTG, antes da divulgação de fato relevante, qual seja a desistência da OPA pelo acionista controlador.

A acusação teria tomado como base oscilações atípicas das ações da sociedade anônima

<sup>92</sup> BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.o RJ 2009/13459, parágrafo 57, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.o 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

<sup>93</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. 2015. 148f. Dissertação (Mestrado em Direito), Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, p. 90-91.

em questão, bem como padrões de operação incomuns por parte do fundo de investimento. No mais, considerou que o fato dos acionistas da CCX terem consultado o referido banco sobre a operação de cancelamento seria suficiente para demonstrar que a instituição teria se valido dessas informações para realizar operações com fundo da sua carteira própria.

Essa interpretação foi feita a partir de uma idealização sobre a ideia da mente corporativa, valendo-se dela para assumir que as barreiras de informação de nada importam, já que independente da sua existência todos os membros de uma organização pensam e sabem como uma única entidade.

O julgamento deste caso culminou na absolvição da instituição financeira e sua ratificação em segundo grau, quando da decisão acerca do Recurso de Ofício interposto pela CVM. Nesse aspecto, insta destacar o seguinte trecho do voto proferido pelo Conselheiro Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo:

Presumir que a “mente corporativa” do Banco BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada acerca da desistência da OPA, desconsiderando para tanto a sua verificação, parece ir de encontro com o marco regulatório e a evolução jurisprudencial deste Conselho no tocante à prática de insider trading envolvendo instituições financeiras multisserviços. A mente corporativa não se confunde com a escusa de uma profunda investigação e apuração dos casos de insider trading.<sup>94</sup>

Sendo assim, denota-se que, apesar da existência de teorias e requisitos que diminuem a força probatória que a presença de mecanismos de segregação exerce como instrumento de defesa, é inegável sua importância como ferramenta capaz de mitigar a existência de indícios ou acusações fracas no âmbito administrativo concernentes ao uso de informações privilegiadas.

Nessa toada, assim como o compliance bem implementado, pode ser utilizado como forma de pleitear a absolvição diante de processo administrativo sancionador e, caso haja eventual instauração de processo penal, ainda que considerada a independência entre as instâncias, poderá servir de importante método para demonstrar a atipicidade da conduta imputada ou a total ausência de dolo subjetivo por parte dos indivíduos que sequer poderiam ter acesso à informação, mesmo que existam indícios algorítmicos que demonstrem isso.

---

<sup>94</sup> BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.o RJ 2013/11654, parágrafo 66, voto do Relator Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo no Recurso de Ofício n. 14.088, julgado em 20 set. 2018. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2018.

Com todo o exposto, exsurge a concepção que somente existem lados positivos à aplicação e manutenção dos métodos de integridade corporativa, o que de certo modo é verdadeiro. Todavia, faz-se necessário tecer breves comentários sobre possíveis questões negativas ou críticas acerca da questão.

### 3.3 Possíveis críticas aos programas de integridade

Dentre as maiores críticas aos programas de integridade, está a questão que se refere à concentração da fiscalização a um único departamento e, com isso, a um único diretor de controle interno, o *Chief Compliance Officer*, assim como qual seria sua responsabilidade penal em situações de ilegalidade. Como forma de descrever o fundamento para esta problemática, dispõe Leonardo Sarcedo que:

O dever de zelar por não infligir danos a bens jurídicos alheios em decorrência do exercício de sua atividade econômica incumbe, em última análise, ao proprietário da empresa – seja ela individual ou uma sociedade –, que dela extrai lucros. Na medida em que se torna cada vez mais complexa a organização do exercício da atividade econômica por meio da pessoa jurídica – não só em relação ao seu número de colaboradores, mas também no que tange ao número de acionistas e administradores –, é evidente que esse dever de evitar danos aos bens jurídicos de terceiros acaba sendo delegado e transferido a outras pessoas e órgãos existentes na estrutura corporativa, principalmente àqueles responsáveis pela implementação dos programas de prevenção de riscos e de cumprimento normativo.<sup>95</sup>

Esse tema foi abordado, inclusive, no âmbito da Ação Penal nº 470 do STF, a qual buscou estabelecer critérios para demarcar a responsabilidade criminal não somente do principal responsável pelo compliance, mas também de todos os funcionários dedicados à tal departamento, e se estes poderiam em verdade responder por culpa ou omissão em face de suas condutas.

Nesse processo, o Diretor de Controle e compliance e a Vice-Presidente do Comitê de Prevenção à lavagem e compliance do Banco Rural figuraram como réus em razão da suposta prática dos crimes de gestão fraudulenta de instituição financeira e lavagem de dinheiro, tendo sido julgada procedente apenas as acusações envolvendo o primeiro, em razão do que a Corte

---

<sup>95</sup> SARCEDO, Leandro. Compliance e responsabilidade penal da pessoa jurídica: construção de um novo modelo de imputação, baseado na culpabilidade corporativa. 2016. 325f. Tese (Doutorado em Direito Penal), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016, p. 67.

Superior postulou como sua omissão ao não relatar as irregularidades que alegadamente deveria ter verificado.

Questiona-se, portanto, se essa figura ocuparia posição de garantidor e com isso se poderia em si responder por crimes comissivos por omissão, tendo em vista seus deveres atinentes à vigilância e ao controle interno da instituição.

E, diante desse contexto, tem outra especial relevância, pois, para alguns pensadores, a própria utilização do compliance como meio de defesa diante de crimes cometidos no âmbito corporativo implicaria na substituição da responsabilidade, ou seja, na escolha de um agente para ser acusado ao invés dos reais agentes da conduta. É o que salienta Fernando Galvão em:

Por isso, na doutrina penal, muitas críticas são dirigidas à defesa que se fundamenta na implantação dos programas de integridade. Para alguns, a imposição de tais programas é instrumento que essencialmente transfere e individualiza a responsabilidade penal, terceirizando ao particular a obrigação de combater os crimes, o que permite livrar as empresas da responsabilidade devida, por meio da utilização de culpados profissionais ou responsáveis de aluguel, que são remunerados para preservar a imagem da empresa, assumindo sozinhos a responsabilidade criminal.<sup>96</sup>

Com efeito, novamente se esbarra a uma estrutura presunção e indícios, sendo necessário ainda afirmar que não há sequer tipo penal que abarque essa classe de colaboradores como agentes dos quais se espera ação capaz de impedir ou fazer cessar ato ilícito. Isso porque, nos termos do que já foi aqui abordado, os *compliances officers* não possuem qualquer poder de mando ou capacidade de tomada de decisões, estando, em verdade, subordinados às deliberações da alta administração da organização.

Seu poder é, tão somente, passível de influenciar nas considerações a serem valoradas pelos dirigentes executivos. Além disso, não há previsão legal de que os funcionários dos programas de integridade tenham a obrigação de comunicar a ocorrência da prática de crime aos órgãos responsáveis, representando assim apenas forma de exercer solidariedade ao combate estatal à corrupção.

Nesse sentido, elucidam Helena da Costa e Mariana Araújo:

---

<sup>96</sup> DA ROCHA, Fernando Antônio Nogueira Galvão. Programa de integridade e responsabilidade penal da pessoa jurídica. Estudos de compliance criminal, 2020, p. 126.

Cumpra, ainda, indagar se o compliance officer não teria um dever de comunicar possíveis crimes praticados pela administração da empresa às autoridades públicas (como o delegado de polícia, o promotor ou o juiz). Nesse ponto, deve-se considerar que no direito brasileiro nunca se impôs ao particular a comunicação de crime, sendo esta uma mera faculdade. Assim, não havendo qualquer disposição específica destinada a essa figura, deve-se trabalhar com a inexistência de tal obrigação.<sup>97</sup>

Com efeito, apesar de ainda subsistir debates quanto aos indivíduos por trás do aparelho do compliance, parece ser de certa forma trivial criar empecilhos a sua implementação, como a atribuição de responsabilidade penal ao *compliance officer* por algo que escapa da sua função. Até porque, utilizar a existência desses métodos como instrumento de defesa não se trata de terceirizar a responsabilidade de zelar pela integridade, uma vez que essa está imposta a todos os participantes que o programa abarca, mas sim de designar indivíduo especializado para desempenhar uma função de especial importância.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conclui-se, dessa forma, que a criminalização das práticas relacionadas ao que se convencionou como *insider trading* ainda é questão relativamente nova ao direito penal, apesar da sua previsão legal já ter completado mais de vinte anos de vigência. Sendo assim, ainda há debates quanto aos seus possíveis agentes e o bem jurídico que pretende tutelar, representando mais um resultado da urgência social hodierna em prevenir possíveis riscos ao abstrato sistema financeiro e seus princípios.

Dessa maneira, se apresentam como seus maiores e indispensáveis remédios os controles internos e os programas de integridade que uma empresa de capital aberto ou uma instituição financeira que atue no mercado de capitais possam, ou então devam, adotar. Cada um com sua importância, função e implementação própria, os quais se movimentam para manter a harmonia e a ética no ambiente corporativo.

Conforme exposto, as barreiras de informação são os instrumentos mais certos e específicos para combater a ocorrência da conduta em comento, uma vez que quando aplicada de forma rígida e séria constitui mecanismo de segregação de atividades e, com isso, de fluxo informacional entre os setores que compõem determinada instituição.

---

<sup>97</sup> COSTA, Helena Regina Lobo; ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho. " Compliance" e o julgamento da APn 470. Revista brasileira de ciências criminais, n. 106, 2014, p. 228.

Devem ser pensados, para além disso, como instrumentos de prova extremamente úteis à defesa, fato esse que já é verificado na esfera administrativa e que, na hipótese de que seja genuinamente comprovada a sua eficácia e efetividade, servem como verdadeiros excludentes de responsabilidade, bem como maneira de elidir a teoria da mente corporativa.

Isso porque, caso seja possível de comprovar a existência de vedação à comunicação de informações relevantes a outros setores que não as operem, restaria obstada a sua obtenção pelos dirigentes da instituição, os quais tão comumente são acusados por mera presunção e indício da possibilidade da ocorrência da prática em comento.

Ressalta-se, ainda, que apesar destes serem os únicos requisitos necessários à verificação administrativa sancionadora da existência de *insider trading*, essa imputação objetiva não pode ser replicada pela esfera penal, demarcada pela sua aplicação última e que, para tanto, necessita de provas concretas e imbatíveis para resultar em eventual condenação. Mesmo que o atual cenário demarcado pelos riscos e pelo incessante combate à eles tenha gerado essa criminalização excessiva de questões até então administrativas, faz-se necessário exercer o papel defensivo para que sejam sancionadas penalmente tão apenas as condutas realmente dolosas, as quais resultem em ato criminalmente reprovável.

É de suma importância manter o caráter último, portanto subsidiário, do direito criminal, uma vez que sua pena incorre em fator que não pode ser mensurado e, por isso, comparado com o valor mais alto que qualquer multa administrativa sancionatória possa alcançar: a liberdade de um indivíduo. A condenação por uso ou repasse de informação privilegiada resulta em um a cinco anos de reclusão, podendo ser aumentada em  $\frac{1}{3}$  caso o agente tenha o dever legal de manter sigilo daquela informação privilegiada, o que significa dizer que é uma sanção extremamente séria que não pode ser aplicada com provas frágeis e indiciárias.

Por isso, cabe à defesa criminal procurar alternativas para demonstrar o caráter objetivo das acusações, quando verificado, valendo-se das estruturas específicas das empresas em que os indivíduos, aos quais se pretende proteger, estavam inseridos. Dessa forma, o objetivo de demonstrar a efetividade desses controles internos e do próprio compliance esbarra justamente na consideração subjetiva do agente, no que poderia ou não praticar e no que, de fato, agiu

com o intuito de lesar, impedindo que meros algoritmos em uma oscilação de mercado comprove que os dirigentes de determinada instituição ou empresa tenha agido de má-fé, como na esfera administrativa.

Ao final, este trabalho buscou demonstrar os liames entre o delito e seu método de prevenção privado, emanado dos princípios de boa governança internos e inerentes ao mundo corporativo, bem como uma maior elucidação sobre as noções gerais acerca deste tipo penal e as diretrizes necessárias à implementação de sistema de compliance que possa evitá-lo. O que se pretende a longo prazo é justamente fomentar a defesa do mercado de capitais sem que os fundamentos do plano criminal sejam deixados de lado, buscando-se o equilíbrio entre sancionar corretamente ao invés tornar cada vez mais meramente simbólico o direito penal contemporâneo.

## REFERÊNCIAS

ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 16<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

ALMEIDA, Miguel Santos. “Introdução à Negociação de Alta Frequência”. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, v. 54, p. 2, 2016.

ARAÚJO, Valter Shuenquener de; SILVA, Harife Huri Eugenio da; DE PALHARES, Rayssa Araújo. O direito administrativo sancionador no mercado financeiro e de capitais: as mudanças promovidas pela lei nº 13.506. **RFD-Revista da Faculdade de Direito da UERJ**, n. 38, p. 1-24, 2020.

BAQUEIRO, Fernanda Ravazzano Lopes. O uso da prova produzida na investigação interna das pessoas jurídicas em casos corrupção e a (in)exigência da observância dos standards probatórios e da cadeia de custódia da prova/The use of proof produced in the internal investigation of legal. **Revista Científica do CPJM**, v. 2, n. 05, p. 82-112, 2022.

BECK, Ulrich. **Sociedade de risco**: rumo a uma outra modernidade. Tradução de Sebastião Nascimento. São Paulo: Ed. 34, 2010.

BITTENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal econômico - Volume 1**. Imprensa: São Paulo, Saraiva, 2016.

BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 13, n. 1, p. 135-150, 2019.

BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. **Direito Penal e economia**. Rio de Janeiro: Elsevier: FGV, p. 161-189, 2012.

**BRASIL**. Banco Central. Conselho Monetário Nacional. Resolução. Resolução CMN nº 2.551. Diário Oficial da União, Brasília, 1998.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 21. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 44. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 45. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Resolução. Resolução CVM nº 62. Diário Oficial da União, Brasília, 2022.

**BRASIL.** Conselho Monetário Nacional. Resolução. Resolução CMN nº 2.451. Diário Oficial da União, Brasília, 1997.

**BRASIL.** Conselho Monetário Nacional. Resolução. Resolução CMN nº 2.468. Diário Oficial da União, Brasília, 1998.

**BRASIL.** Conselho Monetário Nacional. Resolução. Resolução CMN nº 4.968. Diário Oficial da União, Brasília, 2021.

**BRASIL.** Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM nº RJ 2009/13459, parágrafo 57, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário nº 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

**BRASIL.** Constituição da República Federativa do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 306 da Comissão de Valores Mobiliários, de 5 de maio de 1999. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 25 mar. 1994.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 306 da Comissão de Valores Mobiliários, de 5 de maio de 1999. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 5 maio 1999.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 358 da Comissão de Valores Mobiliários, de 3 de janeiro de 2002. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 3 jan. 2002.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 558 da Comissão de Valores Mobiliários, de 26 de março de 2015. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 26 mar. 2015.

**BRASIL.** Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 607 da Comissão de Valores Mobiliários, de 17 de junho de 2019. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 jun. 2019.

**BRASIL.** Decreto-Lei nº 3.689, de 03 de outubro de 1941. Institui o Código de Processo Penal. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 03 out. 1941.

**BRASIL.** Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm#:~:text=L4728&text=Disciplina%20o%20mercado%20de%20capitais%20e%20estabelece%20medidas%20para%20o%20seu%20desenvolvimento.&text=Art.,Central%20da%20Rep%C3%ABlica%20do%20Brasil](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm#:~:text=L4728&text=Disciplina%20o%20mercado%20de%20capitais%20e%20estabelece%20medidas%20para%20o%20seu%20desenvolvimento.&text=Art.,Central%20da%20Rep%C3%ABlica%20do%20Brasil)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001. Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp105.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp105.htm)>. Acesso em: 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Lei nº 12.846, de 01 de agosto de 2013. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2015/Decreto/D8420.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Decreto/D8420.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Decreto nº 11.129, de 11 de julho de 2022. Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira. Disponível em:

<[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2022/decreto/d11129.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/decreto/d11129.htm)>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Superior Tribunal Federal. Ação Penal nº 470, Relator Min. Joaquim Barbosa, julgado em 17 dez. 2012. Brasília: STF, 2012. p. 1161. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/ap470.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2023.

**BRASIL.** Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). Recurso em Habeas Corpus nº 82.799/RJ, Relator Min. Rogerio Schietti Cruz, julgado em 27 nov. 2018. Brasília: STF, 2018. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201700747620&dt\\_publicacao=06/12/2018](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201700747620&dt_publicacao=06/12/2018). Acesso em: 31 de maio de 2023.

**BRASIL.** Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). Recurso em Habeas Corpus n. 46.315/RS, Relator Ministro Sebastião Reis Júnior, julgado em 25 agos. 2015. Brasília, STJ, 2015. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201400596334&dt\\_publicacao=25/09/2015](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201400596334&dt_publicacao=25/09/2015). Acesso em: 31 de maio de 2023.

CAPPELLARI, Álisson dos Santos; FIGUEIREDO, Vicente Cardoso de. O criminal compliance como instrumento de prevenção da criminalidade econômica no âmbito das instituições financeiras. **Revista Fórum de Ciências Criminais–RFCC, Belo Horizonte, ano**, v. 3, 2016.

CANDELORO, Ana Paula P.; RIZZO, Maria Balbina Martins de; PINHO, Vinícius. **Compliance 360º**: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2012.

CARDOSO, Débora Motta. **Criminal compliance na perspectiva da Lei de lavagem de dinheiro**. São Paulo: Liberars, 2015.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider trading**: e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008.

COSTA, Lukas dos Santos. As dimensões que orientam a implementação de um Programa de Compliance. **Revista Científica do CPJM**, v. 2, n. 06, p. 234-258, 2023.

COSTA, Helena Regina Lobo da; ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho. "Compliance" e o julgamento da APn 470. **Revista brasileira de ciências criminais**, n. 106, p. 215-230, 2014.

CUNHA, Rogério Procópio da; MURCIA, Flávia Cruz de Souza. Insider Trading: Uma Análise dos Processos Administrativos Sancionadores Julgados pela CVM de 2010 a 2019. **Iberoamerican Journal of Corporate Governance**, v. 8, n. 1, p. 100-123, 2021.

DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theodomiro (Coord.). **Direito Penal Econômico: Crimes financeiros e correlatos**. São Paulo: Saraiva, p. 168, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GODOY, Sandro Marcos; NERES, Wilson André. Compliance e Processo Criminal: a relação entre a boa governança e a proporcional apuração de denúncias. **Revista Juris Poiesis**, Rio de Janeiro. v. 23, n. 32, p. 460-478, 2020.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do chinese wall e a repressão ao insider trading. In: WALD, Arnoldo (Org.). **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial: Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 8, p. 721, 2011.

**INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS**. *Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO*, November 2010, p. 15. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD342.pdf>>. Acesso em 31 de maio de 2023.

**INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS.**

*Metodologia para avaliar a implementação dos objetivos e princípios da regulação de valores mobiliários da OICV/IOSCO*, 2013, p. 6. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Portuguese.pdf> >. Acesso em 31 de maio de 2023.

MACHADO, Marta Rodriguez de Assis. **Sociedade do risco e direito penal**: uma avaliação de novas tendências político-criminais. São Paulo: IBCCRIM, 2005, p. 31.

MARTINEZ, André Almeida Rodrigues e LIMA, Carlos Fernando dos Santos. **Compliance Bancário**: um manual descomplicado. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

MILLER, Geoffrey P. The compliance function: an overview. **NYU Law and Economics Research Paper**. p. 14-36, 2014.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. 2015. 148f. Dissertação (Mestrado em Direito), Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015.

OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues de. Insider Trading: Uma realidade à luz do direito penal. **Revista da Faculdade de Direito da UFMG**, n. 60, p. 365-390, 2012.

PINTO, Frederico de Lacerda Costa. "Crimes e contra-ordenações no novo Código dos Valores Mobiliários", **Cadernos dos Valores Mobiliários**, n. 7, p. 376-413, 2000.

PRAZERES, Angela dos. Direito penal econômico e a teoria sociedade de risco de Ulrich Beck. **Anais Simpósio de Pesquisa e Seminário de Iniciação Científica**, v. 1, n. 1, 2016.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 2º volume / Rubens Requião — 29. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião — São Paulo: Saraiva, 2012.

ROCHA, Fernando Antônio Nogueira Galvão da. Programa de integridade e responsabilidade penal da pessoa jurídica. **Estudos de compliance criminal**, p. 126, 2020.

SALLES, Thalita Almeida. “Corrupção na empresa: burocracia e utilidade dos programas de integridade”. **Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública**, v. 5, n. 2, p. 96-117, 2019.

SARCEDO, Leandro. **Compliance e responsabilidade penal da pessoa jurídica**: construção de um novo modelo de imputação, baseado na culpabilidade corporativa. 2016. 325f. Tese (Doutorado em Direito Penal), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

SHECAIRA, Sérgio Salomão; ANDRADE, Pedro Luiz Bueno de. Compliance e o Direito penal. **Boletim do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais**, ano 18, nº 222. São Paulo: IBCCRIM, mai./2011.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; SAAD-DINIZ, Eduardo. **Compliance, Direito Penal e lei anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2015.

SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. **A expansão do direito penal**: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 127, 2011.

SUTHERLAND, Edwin H. “White-Collar Criminality”, **American Sociological Review**, vol. 5, nº 1, feb., 1940.

TÓRTIMA, José Carlos. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional**: uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/1986. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

TOVO, Antonio; MACEDO, Cássio. Notas sobre o whistleblowing como instrumento de prevenção ao insider trading no mercado de capitais brasileiro. **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**, Florianópolis, n. 3, p. 10-29, 2019.

VERÍSSIMO, Carla. **Compliance**: incentivo à adoção de medidas anticorrupção. São Paulo: Saraiva, 2017.