

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

O SISTEMA DE CRIMINAL *ENFORCEMENT* NO MERCADO DE CAPITAIS

Projeto apresentado por Gabriela Brandão Seraphim, Rafael Viana Costa Teixeira e Yan Marques Albino Lima, graduandos em Direito pela Faculdade de Direito e Ciências do Estado da UFMG, e Nahama Gomes dos Santos, Doutoranda pela FGV/SP, à Pró-reitora de Pesquisa da UFMG.

Orientadores:

Prof. Dra. Fernanda Valle Versiani (UFMG)

Prof. Dr. Luís Augusto Sanzo Brodt (UFMG)

Prof. Dra. Rubia Carneiro Neves (UFMG)

Prof. Dra. Viviane Muller Prado (FGV/SP)

Prof. Marcos Galileu Lorena Dutra (FGV/SP)

Belo Horizonte

2024

1. Situação-problema

O mercado de capitais abriga negócios que são celebrados com o objetivo de aplicar recursos financeiros em créditos, títulos e valores mobiliários¹, muitas vezes sujeitos a riscos², como, por exemplo, a assimetria informacional presente entre as partes contratantes, o que usualmente apresenta elevado potencial para prejudicar investidores e afetar a credibilidade de tal segmento³. Para evitar esse efeito e viabilizar que o mercado funcione de forma minimamente equilibrada, o Estado brasileiro o regula, procurando assegurar que sejam disponibilizadas informações que gerem a necessária transparência, por meio da exigência de observância do princípio do *full disclosure* por parte dos agentes que nele atuam de modo a proporcionar o estabelecimento de relacionamento equitativo entre eles.

Para viabilizar que essa exigência seja cumprida, o Estado faz o controle prévio de entrada de prestadores de serviços que atuam no mercado, coibindo o exercício irregular de atividades, bem como proíbe a prática de condutas como a utilização indevida de informação privilegiada (*insider trading*) e a manipulação de mercado.

Em 2001, tais proibições que anteriormente eram previstas na esfera administrativa, foram melhor sistematizadas e foram conformadas em três tipos penais na Lei nº. 6.385/76.

Nesse contexto, objetiva-se examinar a atuação das diversas esferas de controle da atuação ilícita no mercado de capitais, estabelecidas com a promulgação da Lei nº. 10.303/2001. Desde a instauração do procedimento administrativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), passando pelas medidas de comunicação da autarquia ao Ministério Público Federal (MPF), abrangendo o possível oferecimento de denúncia pelo MPF, com o mapeamento do estágio processual em que se encontra a ação penal eventualmente instaurada.

Será realizada análise sobre os caminhos e as interações entre as duas esferas (administrativa e criminal), para entender como ocorrem as notificações de possíveis crimes e como se deu, nos casos anteriores, esta notificação e proposição de denúncia, iniciando a ação penal. O objetivo principal é identificar qual estágio do percurso apresenta as maiores dificuldades ou obstáculos, contribuindo, assim, para o conhecimento da gestão de ações

¹ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

² BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. **Modernização reflexiva**. Unesp, 1995. p.275

³ FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

judiciais envolvendo crimes contra o mercado de capitais, desde a condenação administrativa até a possível condenação judicial.

Desse modo, a pesquisa busca responder à seguinte pergunta-problema: "Como se dá a atuação das instituições nas esferas administrativa e penal no combate dos crimes previstos na Lei nº. 6.385/1976?".

2. Justificativa

A relevância da pesquisa proposta relaciona-se ao preenchimento de lacuna na literatura sobre a aplicação das normas penais descritas na Lei nº. 6.385/76, ao contemplar a tipificação e a imposição da Lei no que tange aos crimes contra o mercado de capitais, a fim de compreender se os dispositivos aplicáveis são empregados de maneira devida, atingindo, a Lei, assim, seu fim almejado.

Admite-se como hipótese que se mantém o diagnóstico realizado por Oliveira e Bottino no trabalho “Seletividade do Sistema Penal nos Crimes contra o Mercado de Capitais”⁴, ou seja, que continua baixa a efetiva punição por tais crimes. À vista disso, decorridas mais de duas décadas, anseia-se avaliar se a tese defendida pelos autores se mantém diante dos novos dados coletados, bem como verificar, com base na atual informação disponível, se as habilidades de fazer cumprir e de sancionar do sistema penal e seus respectivos órgãos atuantes são efetivas nos crimes contra o mercado de capitais.

Na Exposição de Motivos nº. 197, submetida pelo ex-Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen ao Congresso Nacional, em 1976, para encaminhar o projeto de lei que criou a CVM, está disposto que a referida legislação visava que a agência governamental especializada exercesse as funções de “polícia do mercado, evitando distorções e abusos a que está sujeito”. Com a pesquisa proposta, portanto, aspira-se também apontar se a Lei nº. 6.385/76, aliada às modificações promovidas pelas Leis nº. 10.303/01 e nº. 13.506/17, tem cumprido os objetivos propostos para a sua criação, principalmente ao se considerar o baixo número de ações penais que versam sobre crimes contra o mercado de capitais.

Trata-se de uma questão fundamental para o estudo dos crimes no mercado de capitais por três motivos.

⁴ BOTTINO, Thiago e OLIVEIRA, Eduardo. **Seletividade do Sistema Penal nos crimes contra o sistema mercado de capitais**. In: BOTTINO, Thiago. MALAN, Diogo. Direito Penal e Economia. Rio de Janeiro: Elsevier (FGV), 2012, p. 147.

Primeiro, porque enquanto categoria jurídica, o mercado,⁵ regido pelo Estado, deve ser conduzido em observância aos objetivos postos em sua regulação, dentre eles, garantir a liberdade de exercício de atividades econômicas. Por isso, edita normas no campo administrativo e criminal criando aparato voltado a detectar, impedir e penalizar as práticas de atos ilícitos.

Segundo, porque a perda de confiança do investidor no mercado de capitais, ocasionada pela ciência de um cenário de realização de negócios em posse de informação relevante não divulgada ao mercado ou em ambientes propícios a manipulações, dificulta não apenas a captação de recursos por parte das companhias, mas também diminui a liquidez do mercado de ações.

Terceiro, porque busca suprir a lacuna da literatura – tendo como marco teórico Thiago Bottini e Marcelo Cavalli⁶ – sobre como funciona o *criminal enforcement* envolvido com os crimes do mercado de capitais e, conseqüentemente, quais são as razões - deficientes ou não - pelas quais há poucas ações penais no recorte temporal formulado, oferecendo, assim, contribuição para endereçar mudanças na política pública envolvida com o assunto e desenvolver novas pesquisas sobre a temática.

3. Hipóteses

(H1) Diante da detecção de indícios de crimes no mercado de capitais, há uma relação institucional eficiente no combate aos ilícitos penais.

(H2) A falta de uniformidade da aplicação do procedimento dentro das instituições pode afetar a eficiência da punibilidade no âmbito do mercado de capitais.

⁵ VOGEL, Steven K. *Marketcraft: How Governments Make Markets Work*. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 1-14.

⁶ BOTTINO, Thiago e OLIVEIRA, Eduardo. **Seletividade do Sistema Penal nos crimes contra o sistema mercado de capitais**. In: BOTTINO, Thiago. MALAN, Diogo. *Direito Penal e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier(FGV), 2012, p. 147.; CAVALLI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. Cap. 4 (4.1-4.4), p. 269-340. CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading. Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. CAVALI, Marcelo Costenaro; BALDINI, Alessandra Gomes Faria. **Insider trading: fundamentos econômicos e éticos da proibição do uso indevido de informação privilegiada**. Transformações na ordem social e econômica e regulação Florianópolis: CONPEDI, 2021.

3. Objetivos

3.1. Objetivo Geral

Busca-se com esta proposta de pesquisa compreender como se dá a atuação das instituições nas esferas administrativa e penal no combate dos crimes previstos na Lei nº. 6.385/1976.

3.2. Objetivos Específicos

- 1) Estudar os tipos penais constantes na Lei nº. 6.385/76 (27-C; 27-D e 27-E, respectivamente: manipulação, *insider trading* e exercício irregular);
- 2) Analisar as planilhas elaboradas pela FGV Direito SP em decorrência da condução do projeto “Além dos números” para verificar a interligação entre os procedimentos administrativos e os criminais;
- 3) Analisar os "Relatórios de atividades sancionadoras da CVM" para investigar os ofícios relatando indícios de crimes enviados ao MPF;
- 4) Analisar as ações penais que versaram sobre os crimes contra o mercado de capitais (manipulação, *insider trading* e exercício irregular), a partir de 2001; mas já se tendo notícia que a primeira ação penal só foi proposta em 2008, marco teórico do convênio entre CVM e MPF⁷;
- 5) Analisar o fluxo de interação entre os atores do mercado (CVM e MPF) segundo a previsão legal e segundo a realidade fática, estudando, portanto, como deveria se dar as comunicações de fatos possivelmente criminosos e como, de fato, elas acontecem;
- 6) Investigar os critérios utilizados pelo MPF para oferecimento de denúncia nos casos já existentes, como modo de nortear possíveis parâmetros de atuação da instituição;
- 7) Analisar a relação de influência das condenações administrativas pela CVM nas proposições de denúncias e das condenações judiciais (*ne bis in idem* e independência das instâncias); e
- 8) Verificar se há uma relação de correspondência entre a celebração do Termo de Compromisso na CVM e o não oferecimento de denúncia pelo MPF.

⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ministério Público Federal Termo Aditivo 2º Termo Aditivo 3º Termo Aditivo**. Rio de Janeiro. [2008]. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 15 de abril de 2024.

4. Metodologia

A pesquisa será realizada com base em análise de dados acerca dos crimes contra o mercado de capitais levantados entre 2001 e 2022 e das contribuições feitas pelo artigo “Seletividade do Sistema Penal nos Crimes contra o Mercado de Capitais”⁸.

Para tanto, serão coletados dados relacionados às punições administrativas pela CVM, os processos comunicados ao MPF, as denúncias apresentadas pelo MPF e as ações penais em andamento e já julgadas perante o Poder Judiciário.

O início desta coleta se dá com a análise do regimento legal do regulador, acerca das comunicações ao MPF, o qual se perfectibiliza na Resolução nº. 45/21 da CVM. Esta resolução, responsável pela instauração de processo administrativo sancionador, indica, ao menos topograficamente, o momento de comunicação dos indícios de crime ao Ministério Público: após findado o inquérito – em caso de inquérito –, com a devida elaboração da peça de acusação, bem como a oitiva prévia do investigado, compete à Superintendência Geral efetuar comunicações ao Ministério Público, quando verificada a existência de indícios de crimes definidos em lei como de ação pública (art. 13º, I).

Contudo, a prática indica que o Ministério Público é oficiado pela CVM, em nome do Procurador-Chefe do estado, logo após a instauração do Inquérito Administrativo CVM; sendo a hipótese levantada para justificar é a de que a CVM teme a ocorrência de prescrição⁹, ou até mesmo a responsabilização por “deixar” de comunicar à autoridade competente crime de ação pública, de que teve conhecimento no exercício de função pública, nos termos do artigo 66¹⁰ da Lei das Contravenções penais.

A pesquisa cinge-se, portanto, no que acontece posteriormente ao envio dos ofícios pela CVM ao Ministério Público, tendo em vista que não há resoluções ou leis que regem este procedimento nas entre-salas ministeriais, havendo somente uma expectativa, um “dever ser”, que o princípio da obrigatoriedade¹¹ seja aplicado.

⁸ BOTTINO, Thiago e OLIVEIRA, Eduardo. **Seletividade do Sistema Penal nos crimes contra o sistema mercado de capitais**. In: BOTTINO, Thiago. MALAN, Diogo. Direito Penal e Economia. Rio de Janeiro: Elsevier(FGV), 2012

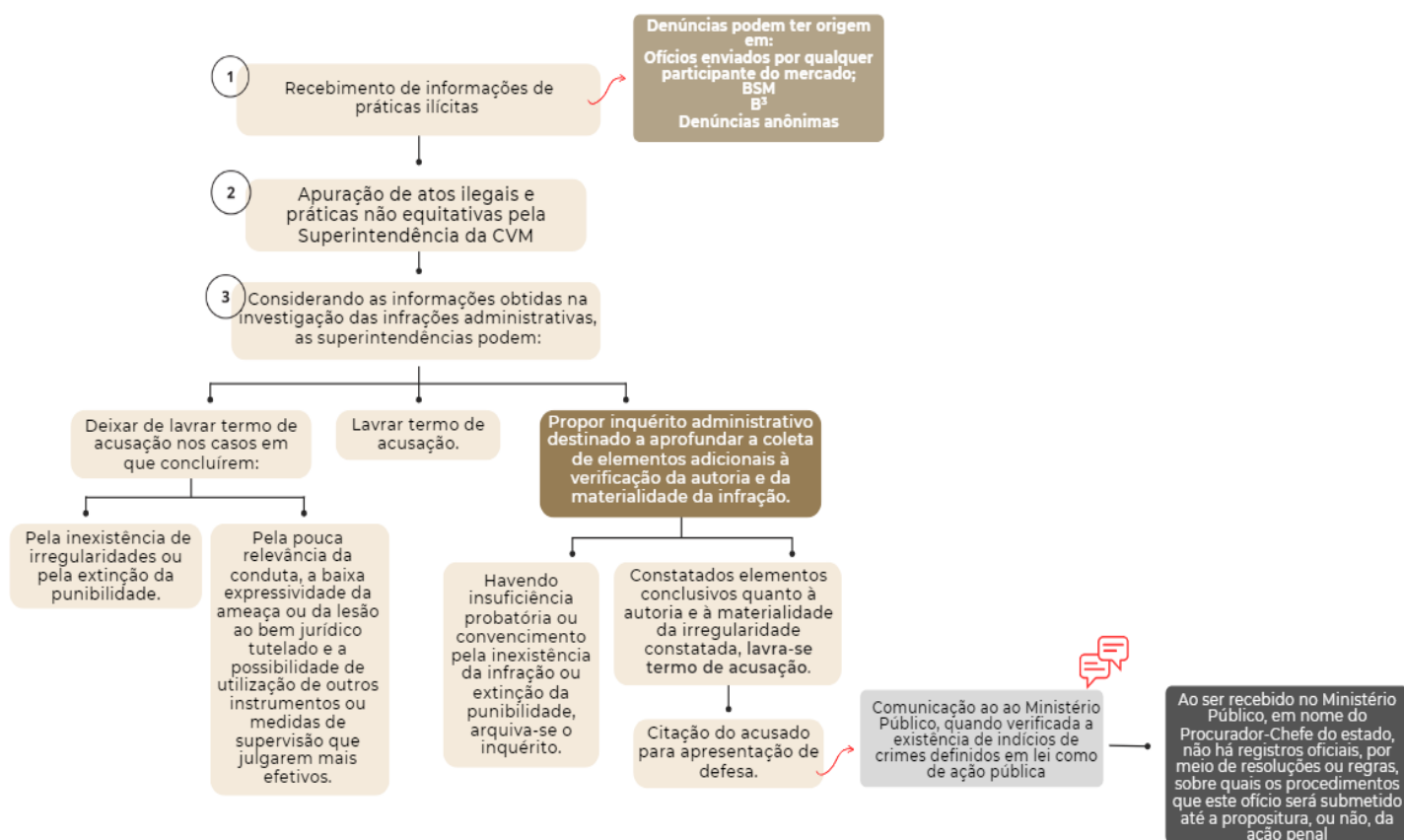
⁹ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; DE FREITAS HENRIQUES, Marcus. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 4.ed. revisada e atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 386-390.

¹⁰ Art. 66. Deixar de comunicar à autoridade competente: I - crime de ação pública, de que teve conhecimento no exercício de função pública, desde que a ação penal não dependa de representação;

¹¹ Art. 24 do Código de Processo Penal: Nos crimes de ação pública, esta será promovida por denúncia do Ministério Público, mas dependerá, quando a lei o exigir, de requisição do Ministro da Justiça, ou de representação do ofendido ou de quem tiver qualidade para representá-lo.

A Resolução nº. 01 de 12/11/2010 do Ministério Público de São Paulo, responsável por sistematizar a atribuições dos Procuradores da República do Estado, por exemplo, mesmo tendo sido formulada dois anos após o convênio entre MPF e CVM nada fala sobre procedimentos específicos de processamento dos ofícios ou comunicações enviadas pela autarquia; sendo esta ausência de dados um dos objetos a serem pesquisados.

Figura 1: esquematização do fluxo de comunicação entre instituições



Assim, os métodos inicialmente esboçados como aptos a investigar esses caminhos e as escolhas são: análise documental¹² associada à análise de conteúdo¹³ (de ofícios, termos de cooperação e termos de audiências públicas que possivelmente possam existir sobre o tema e nos quais esteja envolvida a CVM; estudo de casos múltiplos¹⁴ (mapeamento de processos já existentes sobre os três crimes).

¹² PIRES, Álvaro. **A Pesquisa Qualitativa. Enfoques Epistemológicos e Metodológicos**. Petrópolis, Ed. Vozes, 2008. [“Amostragem e pesquisa qualitativa: ensaio teórico e metodológico”, p. 154 a 211]

¹³ Bardin, Laurence *Análise de conteúdo* / Laurence Bardin ; tradução Luís Antero Reto, Augusto Pinheiro. -- São Paulo: Edições 70, 2011. MOZZATO, Anelise Rebelato; GRZYBOVSKI, Denize. **Análise de conteúdo como técnica de análise de dados qualitativos no campo da administração: potencial e desafios**. Revista de Administração Contemporânea, v. 15, p. 731-747, 2011.

¹⁴ GEORGE, A.; BENNETT, A. **Case studies and theory development in the social sciences**. Cambridge: MIT Press, 2005; MACHADO, Máira Rocha (org.) **Pesquisar empiricamente o direito**. São Paulo: Rede de Estudos

Paralelamente, será feita revisão bibliográfica, tomando por base os principais trabalhos produzidos e publicados sobre o tema. Com isso, por meio de análise minuciosa dos precedentes da CVM, a sua comunicação ao MPF, o oferecimento de denúncia e o resultado processual dessas ações, almeja-se investigar o funcionamento do *criminal enforcement* em torno dos crimes do mercado de capitais para verificar se a atuação do Estado brasileiro tem sido capaz de identificar, impedir e penalizar práticas comerciais lesivas ao mercado de capitais.

4.1 Plano de trabalho dos bolsistas em iniciação científica

O plano de execução da pesquisa em questão pode ser dividido em: (I) identificação do número total de fatos que ensejaram a instauração de inquérito administrativo (IA), Processo administrativo Sancionador (PAS) ou a celebração de TC pela CVM relacionados às infrações administrativas subjacentes aos crimes objetos de estudo, verificando se foram objeto de representações ao MPF; (II) Identificação de quantas representações ensejaram a instauração de inquérito, quantos permitiram o imediato oferecimento de denúncia e quantas foram arquivadas; (III) Análise dos processos criminais iniciados, indicando quantos resultaram em sentenças condenatórias.

5. Cronograma das atividades:

Etapas/ Atividades	2023/ 2º Semestre	2024/ 1º Semestre	2024/ 2º Semestre	2025/ 1º Semestre	2025/ 2º Semestre
1. Reuniões preliminares e produção do projeto de pesquisa;					
2. Análise de planilhas já elaboradas pela					

Empíricos em Direito. 2017. MACHADO, Maíra. **Contra a departamentalização do saber jurídico: a contribuição dos estudos de caso para o campo direito e desenvolvimento**. Disponível em http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_direito_desenvolvimento_brasil_vol01.pdf. Acesso em: 15 de abril de 2024.

FGV-SP e pela CVM;					
3. Identificação do número total de fatos ensejaram a instauração de inquéritos e processos administrativos sancionadores ou celebração de TC pela CVM;					
4. Relatório dos dados levantados nos itens 2 e 3;					
5. Identificação do número total de ofícios enviados ao MPF;					
6. Produção e envio de requerimento formal de acordo de cooperação técnica com a CVM;					
7. Produção e envio de requerimento formal de acordo de cooperação técnica com o Ministério Público Federal					

8. Identificação de quantas representações ensejaram a instauração de inquérito, quantos permitiram o imediato oferecimento de denúncia e quantas foram arquivadas;					
9. Análise dos processos criminais iniciados e quais foram os resultados					
10. Relatório dos dados levantados nos itens 5, 8 e 9;					
11. Elaboração de artigo a ser publicado em revista especializada;					
12. Apresentação de seminário conjunto.					

6. Levantamento bibliográfico preliminar

COSTA, Helena Regina Lobo da. **Direito administrativo sancionador e direito penal: a necessidade de desenvolvimento de uma política sancionador integrada**. In: BLAZECK, Luiz Maurício Souza;
MARZAGÃO JÚNIOR, Laerte I. (coord.). **Direito administrativo sancionador**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. **Direito penal econômico e direito administrativo sancionador: ne bis in idem como medida de política sancionadora integrada.** Tese (Livre Docência). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

COSTA, José de Faria; ANDRADE, Manuel da Costa. **Sobre a concepção e os princípios do direito penal econômico.** Notas a propósito do colóquio preparatório da AIDP. In: VV. AA. *Direito penal econômico e europeu: textos doutrinários. Problemas Gerais.* Coimbra: Coimbra, v. I, 1998.

_____: RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal.** Coimbra: Coimbra, 2006.

CUNHA, Maria da Conceição Ferreira da. **Constituição e crime: uma perspectiva da criminalização e da descriminalização.** Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1995.

D'AVILA, Fabio Roberto. **Ofensividade em direito penal: escritos sobre a teoria do crime como ofensa a bens jurídicos.** Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009

FERNANDES, Douglas Guilherme. **A persecução integrada dos ilícitos penais e administrativos no mercado de capitais.** 2021. Tese de Doutorado.

MARTIN DE SANCTIS. **Punibilidade no sistema financeiro nacional.** Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional. Campinas/SP: Millennium, 2003, p. 109-110.

MUCCIARELLI, Francesco. *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem.* *Diritto penale contemporaneo*, Milão, v. 17, 2015.

NOBRE, Marcos. **Apontamentos sobre a pesquisa em Direito no Brasil.** Novos Estudos Cebrap. São Paulo. jul. 2003. p. 145-154.

NASCIMENTO, Adriano Roberto Afonso do; MENANDRO, Paulo Rogério Meira. **Análise lexical e análise de conteúdo: uma proposta de utilização conjugada.** Estudos. psicol. [online]. 2006, vol.6, n.2 [citado 2022-11-18], pp. 72-88 . Disponível em: http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext & pid=S1808-42812006000200007 & lng=pt&nrm=iso. ISSN 1808-4281.

NUNES, Marcelo Guedes. **Jurimetria: como a estatística pode reinventar o Direito.** Ed. São Paulo: Revista dos tribunais, 2016, p. 95.

O'CATHAIN, Alicia. *Mixed methods research in the health sciences: a quiet revolution.* *Journal of Mixed Methods Research*, v. 3, n. 1, p. 3-6, 2009.

OLIVEIRA, Eduardo Ribeiro de. **A repressão ao ilícito de operação clandestina de instituição financeira: por uma interação mais eficiente entre direito penal e direito administrativo sancionador.** 2022. Dissertação de Mestrado. Mestrado Profissional FGV/SP.

OLIVEIRA, Felipe Gaspar. ***Insider trading: o comportamento da CVM e a governança corporativa das companhias abertas brasileiras***. 2017. 100f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017.

OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. ***Do caráter aberto dos tipos penais: revisão de uma dicotomia***. 2010. Dissertação de Mestrado em Direito. Universidade de São Paulo.

PAOLANTONIO, Martín Esteban. ***El análisis económico del derecho y la estructura societaria***. Análisis Económico del Derecho, [s.l.], 2006, p. 203-205.

PARANHOS, Ranulfo *et al.* ***Uma introdução aos métodos mistos***. Sociologias, [s.l.], v. 18, n. 42, p. 384-411, 2016.

PRADO, Viviane Muller. ***Enforcing Insider Trading Law: the Brazilian experience***. Miss. CL Rev., v. 38, p. 93, 2019.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato e CAVALI, Marcelo Costenaro. ***Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil***. 2ª Ed. São Paulo: FGV Direito SP, 2020.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. ***Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil***. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PRATAS, Marta Alexandra Fialho. ***O insider trading nos mercados financeiros: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação***. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. ***Global study on CEO trends indicates a significant uptick in CEOs forced out of office for ethical lapses***. PWC, [s.l.], 2017, *online*. Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2017/global-study-on-ceo-trends-indicates-a-significant-uptick-in-ceos-forced-out-of-office-for-ethical-l.html>.

PEDRAZZI, Cesare; ALESSANDRI, Alberto; FOFFANI, Luigi; SEMINARA, Sergio; SPAGNOLO, Giuseppe. ***Manuale di diritto penale dell'impresa: parte generale e reati fallimentari***. Cisalpino: Monduzzi, 2003.

PINA, Claudia Verdial. ***Crime de manipulação de mercado: elementos típicos e recolha da prova***. Julgar. Coimbra: Coimbra, n. 17, maio. 2012. pp. 35-66.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. ***Crimes econômicos e mercados financeiros***. Revista brasileira de ciências criminais. São Paulo: RT, v. 10, n. 39, jul.-set. 2002. pp. 28-68. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. ***O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários***. Coimbra: Almedina, 2000.

POLAINO NAVARRETE, Miguel. *El bien jurídico en el derecho penal*. Sevilla: Universidad de Sevilla, 1974. _____. Proteção de bens jurídicos e confirmação da vigência da norma: duas funções excludentes? In: POLAINO-ORTS, Miguel; SAAD-DINIZ, Eduardo (org.). **Teoria da pena, bem jurídico e imputação**. São Paulo: Liberars, 2012. pp. 109-127.

POSNER, Richard. **An economic theory of criminal law**. *Columbia law review*. New York: Columbia Law School, v. 85, n. 6, 1985. pp. 1193-1231.

SAMUELSON, W.; ZECKHAUSER, R. *Status quo bias in decision making*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59, 1988.

SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). **Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12**. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 33.

SANT'ANA, Diogo de. **Conjuntura da regulação no Brasil: conflitos e convergências**. In: SCHAPIRO, Mario Gomes (Org.). *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Saraiva / FGV, 2010.

SCHIFFEL, Stephan; THIELSCHER, Michael. *Representing and reasoning about the rules of general games with imperfect information*. *Journal of Artificial Intelligence Research*, [s.l.], v. 49, p. 171-206, 2014.

SEIDENFELD, Mark. *Microeconomics Predicates to Law and Economics*. Ohio: Anderson Publishing Co, 1996.

SERRANO GÓMEZ, A. **Direito penal: parte especial**. 4. ed. Madrid: Dykinson, 1999, p.467

SEYHUN, H. Nejat. *Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency*. *Journal of financial Economics*, [s.l.], v. 16, n. 2, p. 189-212, 198.

SHILLER, Robert J. *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* *The American Economic Review*, [s.l.], v. 71, n. 3, p. 421-436, Jun. 1981. Cf.

SMITH, Philip L.; LITTLE, Daniel R. **Small is beautiful: in defense of the small-N design**. *Psychonomic bulletin & review*, v. 25, n. 6, p. 2083-2101, 2018.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. **Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal**. XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, v. 27, p. 30-33, 2002.

SOUZA, Augusto Carvalho; BASTOS, Ronaldo Rocha; VIEIRA, Marcel de Toledo. **Análise de correspondência simples e múltipla para dados amostrais complexos**. 19º Simpósio Nacional de Probabilidade e Estatística-Sinape [Internet], p. 26-30, 2010.

STIGLER, George J. *The theory of economic regulation*. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, [s.l.], v.2, n.1, 1971, p. 3-21. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3003160>. Acesso em: 10 maio 2020.

STIGLITZ, Joseph E. *Information and capital markets*. NBER Working Paper, n. 0678, p. 3, 1981.

TASHAKKORI, A.; TEDDLIE, C. *Putting the human back in "Human Research Methodology": the researcher in mixed*. *Journal of Mixed Methods Research*, v. 4, n. 4, p. 271-277, 2010.

TORRACO, R. J. *Writing integrative literature reviews: guidelines and examples*. *Human Resource Development Review*, [s.l.], v. 4, n. 3, p. 356–367, 2005.

TÓRTIMA, J. C. **Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma contribuição ao estudo da Lei n. 7.492/86**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2002.

TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. *Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review*. *British journal of management*, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003. p. 212

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Investor.gov. *Securities Exchange Act of 1934*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 1227/2011 do parlamento europeu e do conselho de 25 de outubro de 2011. Relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas da energia (Texto relevante para efeitos do EEE)**. Jornal Oficial da União Europeia. Estrasburgo: Parlamento europeu, 25 out. 2011. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32011R1227>.

UNITED STATES. *Code of federal regulations*. Govinfo, [s.l.], 2019. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2019-title17-vol4/xml/CFR-2019-title17-vol4-sec240-10b-5.xml>.

VASCONCELLOS, Camila Ornellas Smith de. **A definição do conceito de atos e fatos relevantes pela comissão de valores mobiliários em processos administrativos sancionadores julgados pelo colegiado nos últimos três anos**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. 84/2019. p. 45 – 65. Abr – Jun. 2019 DTR\2019\34691.

VARGAS, Joana Domingues. **Metodologia de Tratamento do Tempo e da Morosidade Processual na Justiça Criminal Relatório Final Pesquisa Aplicada em Segurança Pública e Justiça Criminal**. Senasp, abr. 2006.

VARGAS, Joana Domingues. **Fluxo do Sistema de justiça criminal**. In: LIMA, Renato Sergio; RATTON, José Luiz; AZEVEDO, Rodrigo Ghiringhelli de. Crime, Justiça e Polícia no Brasil São Paulo: Contexto, 2014, p. 411-426.

VARGAS, Joana Domingues; MAGALHÃES, Ismênia Blavatsky de; RIBEIRO, Ludmila Mendonça Lopes. Tempo da Justiça. **Metodologia de Tratamento do Tempo e da Morosidade Processual na Justiça Criminal**. Segurança, Justiça e Cidadania, Brasília, ano II, n. 04, 2010, p. 45-72.

VARGAS, Joana Domingues; RIBEIRO, Ludmila Mendonça Lopes. **Estudos de fluxo da Justiça Criminal: Balanço e perspectivas**. In: 32º Encontro Anual da Anpocs . Caxambu/MG, 27 a 31 out. 2008.

VEIGA, Marcelo Godke. **O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas**. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015.

WANG, William KS; STEINBERG, Marc I. **Introduction: Insider Trading**. 3rd. Oxford: Oxford University Press, 2010, p.48.

WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). **Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12**. New York City: Practicing Law Institute, 2011, p. 176.

WOHLIN, Claes. **Guidelines for snowballing in systematic literature studies and a replication in software engineering**. In: 18th international conference on evaluation and assessment in software engineering, 2014, Londres. Anais... Londres: ACM, 2014, p. 1-10.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Ed. Campus, 2007.

YEO, Victor C. S. **A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation - Who is Liable and What are the Sanctions?** Nanyang business school, Singapore, Jan. 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260884. Acesso em: 20 maio 2020.

Referências

BAINBRIDGE, Stephen M. **Insider trading: an overview**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=132529>.

BHATTACHARYA, Utpal. **Insider trading controversies: A literature review**. Annu. Rev. Financ. Econ., v. 6, n. 1, p. 385-403, 2014.

BOTTINO, Thiago e OLIVEIRA, Eduardo. **Seletividade do Sistema Penal nos crimes contra o sistema mercado de capitais**. In: BOTTINO, Thiago. MALAN, Diogo. *Direito Penal e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier (FGV), 2012, p. 147.

CAVALLI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. Cap. 4 (4.1-4.4), p. 269-340.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading. Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

CAVALI, Marcelo Costenaro; BALDINI, Alessandra Gomes Faria. **Insider trading: fundamentos econômicos e éticos da proibição do uso indevido de informação privilegiada**. Transformações na ordem social e econômica e regulação Florianópolis: CONPEDI, 2021.

DE GRANDIS, Rodrigo. **Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro**. In: VILARDI PEREIRA; DIAS NETO (Coords.) et. Al. *Direito penal econômico: Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011 (Série GVLaw). p. 141-180

HADDOCK, David D.; MACEY, Jonathan R. **Regulation on demand: A private interest model, with an application to insider trading regulation**. *The Journal of Law and Economics*, v. 30, n. 2, p. 311-352, 1987.

HEMINGWAY, Joan MacLeod. **Just do it-Specific rulemaking on materiality guidance in insider training**. *La. L. Rev.*, v. 72, p. 999, 2011.

MARKHAM, Jerry. **Law enforcement and the history of financial market manipulation**. Routledge, 2015.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2016.

PRADO, Viviane Muller. **Enforcing Insider Trading Law: The Brazilian Experience**. *Miss. CL Rev.*, v. 38, p. 93, 2019.

SANTOS, Ives Nahama Gomes dos. **O mercado, os homens e alguns segredos: uso da metodologia multi método para identificação do conceito de fato relevante no crime de insider trading**. Dissertação em Direito. Universidade Federal do Ceará. 2023. <https://repositorio.ufc.br/handle/riufc/71286>

STEINBERG, Marc I., **Insider Trading Regulation - A Comparative Analysis**. 37 *International Lawyer* 153. 2003.