

Quais os meios de prova no crime *insider trading* nos Estados Unidos da América? A Metodologia de Análise de Decisões aplicada na busca de respostas

Which are the means of evidence in the insider trading crime in United States of America? the decision analysis methodology applied to search of answers

Ives Nahama Gomes¹

Fundação Getúlio Vargas – São Paulo SP, Brasil

ives-nahama@hotmail.com

 <http://lattes.cnpq.br/1058051012164147>

 <http://orcid.org/0000-0003-2327-0962>

Mariana Dionísio de Andrade²

Universidade de Fortaleza – Fortaleza CE, Brasil

mariana.dionisio@unifor.br

 <http://lattes.cnpq.br/2375238086112583>

 <https://orcid.org/0000-0001-8698-9371>

¹ Mestre em Direito Constitucional Público pela Universidade Federal do Ceará (PPGD/UFC), com mobilidade acadêmica na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Doutoranda em Direito e Desenvolvimento na Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP. Especialista em Direito Penal Econômico pela Universidade de Coimbra e IBCCRIM. Desenvolve pesquisas e possui publicações nas áreas de Direito Penal, Direito Penal Econômico e Mercado de Capitais.

² Doutora em Ciência Política pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Mestre em Direito Constitucional pela Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Especialista em Direito Processual Civil pela UNIFOR. Professora do Curso de Pós-Graduação *lato sensu* em Direito Processual Civil na UNIFOR, UNI7 e Escola Superior da Magistratura do Ceará (ESMEC). Professora do Curso de Graduação em Direito na UNIFOR. Formação em Leadership and Conflict Management pela Stanford University. Formação em Métodos Quantitativos pela Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ). Pesquisadora do Grupo Epistemologia e Método na Ciência Política Comparada (Cnpq/UFPE). Coordenadora do Projeto Jurimetria e Pesquisa Empírica em Direito - PROPED (Cnpq/UNIFOR). Pesquisadora Bolsista do Projeto Vulnerabilidades do planejamento governamental na pandemia do COVID-19: análise empírica da racionalidade decisória dos tribunais brasileiros em demandas trabalhistas e assistenciais (FEQ/DPDI UNIFOR). Coordenadora de Pós-Graduação, Pesquisa e Extensão da ESMEC (biênio 2021-2023). Pesquisadora do grupo de estudos Dimensões do Conhecimento do Poder Judiciário da ESMEC.

Resumo: Este estudo objetiva responder: quais os meios de prova usados em casos criminais de *insider trading* nos Estados Unidos da América (EUA)?; Há a possibilidade desses meios de prova serem aplicados nas ações penais brasileiras sobre o tema?. Estabelece-se o conceito do uso de informações privilegiadas em sua faceta criminal pela exposição das controvérsias na temática e de como esta é tratada na literatura nacional e internacional, por constituir um estudo comparado. Depois, aborda-se a Metodologia de Análise de Decisões como forma de investigação empírica, para que se discuta a atividade probatória nos crimes de *insider trading*. Discute-se como os EUA enfrentam o assunto, especialmente, quanto ao papel das provas, para trazer elementos para o aplicador da lei brasileira. A abordagem é qualitativa e quantitativa, com revisão de literatura e Metodologias de Análise de Conteúdo e Análise de Decisões. A unidade de análise são casos criminais estadunidenses, em 2019. Concluem-se como meios de prova usados nestes: quebra de sigilo telefônico; confissão; testemunhos; prova emprestada; comunicação com sindicatos; análise estatística; artigos de jornais e conclusões do Comitê de Auditoria da própria empresa. São provas, plenamente, possíveis de levantamento e construção pelo Judiciário criminal brasileiro, então, apresentam-se propostas de melhoria.

PALAVRAS-CHAVE: Informação Privilegiada; *Insider Trading*; Meios de prova; Prova penal; Metodologia de análise de decisões.

ABSTRACT: This study aims to answer: what are the means of proof used in criminal cases of *insider trading* in the United States of America (USA)?; Is it possible for these means of proof to be applied in Brazilian criminal actions on the subject?. The concept of the use of privileged information in its criminal facet is established by exposing the controversies on the subject and how it is treated in the national and international literature, as it constitutes a comparative study. Afterwards, the Decision Analysis Methodology is approached as a form of empirical investigation, in order to discuss the probative activity in *insider trading* crimes. It discusses how the US faces the issue, especially regarding the role of evidence, to bring elements to the Brazilian law enforcer. The approach is qualitative and quantitative, with a literature review and Content Analysis and Decision Analysis Methodologies. The unit of analysis is US criminal cases, in 2019. The following are the means of proof used in these cases: breach of telephone secrecy; confession; testimonies; borrowed evidence; communication with unions; statistical

analysis; newspaper articles and conclusions of the company's own Audit Committee. They are evidence, fully, possible of survey and construction by the Brazilian criminal judiciary, so, proposals for improvement are presented.

KEYWORDS: *Insider trading; Means of evidence; Criminal evidence; Decision analysis methodology.*

SUMÁRIO: Introdução; 1. No início, era o verbo: delimitações teóricas sobre o crime de *insider trading*; 2. Apresentação dos dados: quais os critérios probatórios utilizados pelos Estados Unidos da América em crimes de *insider trading*?; 2.1 A metodologia aplicada ao estudo; 3. Elementos de aplicação: como a análise nos Estados Unidos pode auxiliar na persecução penal no Brasil; Considerações Finais; Referências.

INTRODUÇÃO

O uso de informações privilegiadas, ou somente *insider trading*, é a expressão consagrada para nomear as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais pelos detentores desse tipo de informações.

Na esfera penal, a conduta é tipificada no art. 27-D da Lei nº 6.385/76. Contudo, desde sua inserção no ordenamento jurídico, o referido tipo penal vem sendo objeto de amplo debate doutrinário, resultando em diversas teses e questionamentos acerca do seu alcance, delimitações e aplicabilidade. Consta somente um caso com trânsito em julgado no Brasil, em 20 anos desde a criminalização da conduta. Isso pode indicar, com maior probabilidade, que o fenômeno da seletividade do sistema penal está ocorrendo nessa matéria, ou, no mínimo, que o sistema penal não tem sido capaz de detectar, identificar, investigar, processar e julgar esses fatos.

Diante de tal cenário, esta investigação parte dos seguintes problemas de pesquisa: quais os meios de prova usados em casos criminais de *insider trading* nos Estados Unidos da América (EUA)?; Há a possibilidade desses meios de prova serem aplicados nas ações penais brasileiras sobre o tema? Tem, como hipótese inicial, que os EUA possuem um sistema organizado de

condução e produção de provas aptas a comprovar o crime de *insider trading*, o qual pode ser tido como inspiração para o aplicador da lei penal brasileira.

O texto possui uma divisão em três tópicos. No primeiro, realizam-se esclarecimentos iniciais e necessários sobre o conceito uso de informações privilegiadas. No segundo, utiliza-se a Metodologia de Análise de Decisões (MAD), ferramenta de abordagem qualitativa com elementos quantitativos. Através dela e da Análise de Conteúdo (AC), podem ser verificadas as análises das fundamentações dos votos da unidade de análise. No terceiro tópico, apresentam-se: como a análise nos EUA pode auxiliar na persecução penal no Brasil; e as propostas de melhoria.

O estudo justifica-se pela atualidade do tema nos contextos social, econômico e jurídico, uma vez que o sistema financeiro brasileiro é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país, que assume seu dever de fiscalização, intervindo para proteger a estabilidade da economia. Nesse sentido, deve ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica.

A pesquisa é relevante pelo ineditismo e por ser o primeiro artigo a aplicar a abordagem de Metodologia de Análise de Decisões, com foco na Análise de Conteúdo, no estudo de casos ocorridos nos EUA quanto aos meios de prova em *insider trading*. O país explicitado anteriormente foi escolhido pela origem da Comissão de Valores Mobiliários para o controle e regulamentação de mercados financeiros e pela edição da *Securities Exchange Act of 1934*.

Em termos práticos, a pesquisa é relevante porque busca respostas para a adequada utilização dos meios de prova para esse tipo de conduta pela lei penal brasileira. Assim, pode fornecer subsídios para a fundamentação das decisões judiciais e contribuir fortemente para a atividade judicante. Para a advocacia, o assunto é relevante porque evidencia a existência de um conjunto mais restrito de meios de prova. Para membros do Ministério Público, o artigo é essencial por destacar caminhos viáveis para a atividade probatória mais segura, conferindo sustentáculo para bons pareceres e uma baliza objetiva para a produção antecipada de provas quando da exigência por medidas cautelares.

Ainda, o estudo demonstra as vantagens da aplicação da Análise de Conteúdo e da Metodologia de Análise de Decisões como ferramentas para análise empírica do fenômeno estudado.

1. NO INÍCIO ERA O VERBO: DELIMITAÇÕES TEÓRICAS SOBRE O CRIME DE INSIDER TRADING

Quando a sociedade adentra no contexto da modernidade reflexiva, confronta consigo uma espécie de espelho social, e as fontes de perigos já não são o desconhecimento, mas, sim, o conhecimento³. Percebe-se que a importância das informações e seus fluxos de interação constituem proposições insurgentes na sociedade reflexa⁴. A informação, ou seja, o conhecimento dos fatos, tem valor imensurável e direciona as ações das pessoas que a detêm⁵.

A informação é um bem dotado de valor econômico⁶ e representa um anseio e uma busca humana basilar, seja para questões simples do dia a dia, entre as relações interpessoais, seja para o desenvolvimento tecnológico, científico e, até mesmo, místico⁷.

No mercado financeiro, o poder da informação na tomada de decisões é demonstrado não somente pelo caráter de influência que experimenta no âmbito negocial das partes envolvidas, mas por abranger, também, a capacidade de que uma assimetria informacional, fora das marcas admitidas, é passível de afetar diretamente a credibilidade dos investidores no funcionamento e na estrutura de todo o mercado⁸.

³ BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. *Modernização reflexiva: política, tradição e estética na ordem social moderna*. Tradução Magda Lopes. Revisão técnica Cibele Saliba Rizek. 2. ed. São Paulo: Unesp, 2012.

⁴ TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British journal of management*, v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003.

⁵ WANG, William K. S.; STEINBERG, Marc I. *Introduction: Insider Trading*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

⁶ PRATAS, Marta Alexandra Fialho. *O insider trading nos mercados financeiros: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação*. 2017. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.

⁷ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 460.

⁸ FERREIRA, Laila Cristina Duarte. *Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística*. 2013. 240 f.

A assimetria informacional é a expressão designada para afirmar que uma das partes está em posse de maiores ou melhores informações que a outra. Embora possa se falar em certo risco permitido dentro da atuação do mercado, a situação assimétrica é uma condição estranha, anômala, quando utilizada de forma tergiversada a fim de obterem-se vantagens ilícitas dos seus usuários, em um comportamento desleal perante o mercado⁹. Dessa forma, essa assimetria rompe com a função de resguardar a transparência e simetria de toda informação chamada como pública, desvinculando-se do princípio da transparência¹⁰.

Para David Kreps e Robert Wilson¹¹, em uma análise cujo objeto é a teoria dos jogos, os efeitos de informações imperfeitas podem ser dramáticos. Os autores assim concluem que, para haver um equilíbrio sequencial, ao escolher uma ação, o jogador avalia a probabilidade com base em seu conjunto de informações, fruto de tudo o que ele acredita ter acontecido até aquele momento. Somente a partir de todas as informações, o jogador da vez move-se, usando uma estratégia ideal para o resto do jogo. Uma simples incerteza tem o potencial de desestabilizar a análise teórica dos jogos, a qual não funciona bem se houver insegurança quanto à recompensa dos jogadores. Na teoria dos jogos, as recompensas de todos os jogadores devem ser de conhecimento de todos os envolvidos¹².

O papel dos dados é promover um reflexo para a dinâmica do mundo dos investimentos. Quando uma empresa retém informações relevantes, seus valores mobiliários não têm mais preços atuais pelo

Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

⁹ CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in)eficiência da punição do insider trading à luz da análise econômica do direito e da jurisprudência da comissão de valores mobiliários. *Economic Analysis of Law Review*, [s.l.], v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019.

¹⁰ ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. 2009. 200f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

¹¹ KREPS, David M.; WILSON, Robert. Reputation and imperfect information. *Journal of economic theory*, [s.l.], v. 27, n. 2, p. 253-279, 1982.

¹² 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.

mercado. Se a informação não divulgada for particularmente significativa, o erro no preço pode ser substancial e vir a minar a eficiência mercantil¹³.

O uso da informação privilegiada relevante ainda não divulgada, ou somente *insider trading*, é tema que passeia ao redor do mundo e parte dos Estados Unidos da América desde a crise de 1929¹⁴. A criminalização da prática, em diversos países, suscitou argumentos favoráveis¹⁵, sob a alegação de uma proteção ao funcionamento das relações mercantilistas, para zelar pela divulgação de informações de modo claro, público e preciso. Alguns críticos¹⁶, também, fincaram suas bases argumentativas na existência de uma utilidade em tais comportamentos, pois estes seriam capazes de diminuir os riscos de perdas monetárias nos investimentos.

O uso de informações privilegiadas nos EUA baseia-se, nominalmente, na proibição de fraude encontrada na Regra 10b-5 da Lei da Bolsa de Valores^{17,18}. Segundo a lei atual, há três teorias básicas sob as quais a negociação de informações privilegiadas torna-se ilegal.

¹³ BAINBRIDGE, Stephen M. *Research handbook on insider trading*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013.

¹⁴ PRADO, Viviane Muller; RACHMAN Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2019. Coleção acadêmica livre. p. 8.

¹⁵ A exemplo do precursor: LELAND, Hayne E. Insider Trading: should it be prohibited? *Journal of political economy*, v. 100, n. 4, p. 860, ago. 1992.

¹⁶ ENGELN, Peter-Jan. Criminal Behavior: A real option approach with an application to restricting illegal insider trading. *European Journal of Law and Economics*, v. 17, n. 3, p. 329-352, 2004.

¹⁷ *Code of Federal Regulations, Date: 2019-04-01, § 240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities Exchange: (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. (Sec. 10; 48 Stat. 891; 15 U.S.C. 78j) [13 FR 8183, Dec. 22, 1948, as amended at 16 FR 7928, Aug. 11, 1951]* (UNITED STATES, 2019, online).

¹⁸ UNITED STATES. *Code of federal regulations*. Govinfo, [s.l.], 2019.

No país supramencionado, as teorias sobre o uso de informações privilegiadas enquadram-se em duas categorias principais: teorias da agência e teorias de mercado. As primeiras analisam o efeito do uso de informações dentro do contexto do problema clássico de agência (dentro dos intramuros da agência, na figura do agente interno). Nesse contexto, o *insider trading* é avaliado de acordo com uma melhora ou piora dos custos da agência. Trata-se de uma análise estrita em nível de possibilidade negocial da empresa. As teorias de mercado, por sua vez, consideram a estrutura do *insider trading* a partir da implicação das negociações com informações privilegiadas para os mercados de ações como um todo¹⁹.

Quando das delimitações aplicadas nos tribunais, a doutrina e a jurisprudência estadunidenses apresentam duas teorias principais²⁰ que abordam a responsabilidade do *insider trading*, quais sejam, a teoria clássica surgida no caso *In re Cady, Roberts & Co*, e a teoria da malversação. Há, ainda, uma terceira teoria, que trata da responsabilidade *tipper-tippee*²¹.

No primeiro julgamento (*In re Cady, Roberts & Co*), a *Securities and Exchange Commission* concluiu que houve violação às leis do mercado por entender que, aos *corporate insiders*, é aplicado o dever de não usar, ou divulgar a informação com potencial para influir na decisão de investir e que são de seu conhecimento em virtude do cargo²².

A teoria da malversação, em seu tempo, foi desenvolvida com um esforço para preencher as lacunas deixadas pela teoria clássica: somente é responsável pela prática de *insider trading* o agente que possui um dever

¹⁹ BENY, Laura N. A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading. *Law & Economics Working Papers Archive*, Michigan, 2004.

²⁰ As duas primeiras, *classical theory* e *misappropriation theory*, surgem das interpretações da seção 10(b) e da regra 10b-5. Já a última, *tipper-tippee liability*, surge da regra 14e-3.

²¹ WARD, Robert. Breach of duty: classical theory. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, L. L. P.; DAVIS, Harry (Coords.). *Insider trading*. Law and compliance. Answer Book 2011-12. New York: Practising Law Institute, 2011. p. 176.

²² WARD, Robert. Breach of duty: classical theory. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, L. L. P.; DAVIS, Harry (Coords.). *Insider trading*. Law and compliance. Answer Book 2011-12. New York: Practising Law Institute, 2011. p. 180.

fiduciário de confiança com a fonte da informação privilegiada e usa essa informação em proveito próprio²³.

A diferença entre as duas teorias é o fato de, na primeira, haver um dever fiduciário de lealdade devido pelo *corporate insider* à companhia e aos investidores, enquanto, na segunda, o agente quebra um dever devido à parte que confiou a informação relevante a ele, muito embora não possua qualquer dever de fidúcia para com os investidores da companhia.

A terceira teoria, que trata da responsabilidade *tipper-tippee* baseada na regra 14e-3, delimita a responsabilidade do *tipping*, aquele que passa as informações sobre uma oferta pública ainda não divulgada, mesmo que não realizem negociações com base na informação²⁴.

Em uma crítica às teorias, Bainbridge²⁵ menciona que a noção, ou uma ausência de noção melhor construída, de violação de deveres fiduciários criou um ambiente fragmentado, complexo e incerto, e fez surgir um sistema regulatório, potencialmente, irracional, com a aplicação da própria teoria mais difícil. No entanto o mesmo autor reconhece que, quando as diferentes teorias são consideradas em conjunto, a maioria dos casos relevantes de *insider trading* são cobertos.

Steinberg e Wang²⁶, ao abordarem a estrutura do *insider trading*, mencionam uma “relação especial”, em forma de triângulo. No ápice do triângulo, está o(a) emissor(a) das ações negociadas, em regra, a companhia (A). Na base esquerda do triângulo, é o *trader*, o indivíduo que detém as informações privilegiadas da empresa (B). Por último, na base direita do triângulo, fica a parte “inocente” (C). Por causa de seu relacionamento mútuo com o emissor e a parte do outro lado do comércio, os

²³ WARD, Robert. Breach of duty: classical theory. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, L. L. P.; DAVIS, Harry (Coords.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York: Practising Law Institute, 2011. p. 198-199.

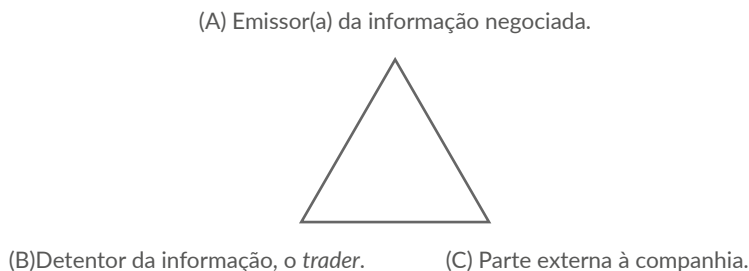
²⁴ SANDICK, Harry. Statutory Background. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, L. L. P.; DAVIS, Harry (Coords.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York: Practising Law Institute, 2011. p. 33.

²⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. *Research handbook on insider trading*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013.

²⁶ WANG, William K. S.; STEINBERG, Marc I. *Introduction: Insider Trading*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

traders têm um relacionamento especial. Esse relacionamento especial cria, obrigatoriamente, o dever de divulgar.

Figura 1: triângulo representativo da “relação especial” em que consiste o *insider trading*



Fonte: Steinberg e Wang²⁷

No Brasil, conforme precedentes da Comissão de Valores Mobiliários²⁸, cuja norma responsável pelo tema é a Recomendação 44/2021, o *insider trading* demanda, em linhas gerais, a confluência dos seguintes

²⁷ WANG, William K. S.; STEINBERG, Marc I. *Introduction: Insider Trading*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

²⁸ A exemplo dos seguintes PAS no âmbito da Comissão de valores imobiliários: 1. PAS nº RJ 2014/0577. Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002. Acusados: Marcio Rocha Mello; Milton Romeu e Eduardo de Freitas. Diretor-Relator: Gustavo Machado. CVM [online], 25 out. 2017. Rio de Janeiro, 11 dez. 2017.; 2. PAS CVM nº RJ 19957.001639/2016-15. Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*). Acusado: Jaime Augusto. Diretor-Relator: Gustavo Machado. CVM [online], 26 nov. 2019. Rio de Janeiro, 2019.; 3. PAS CVM nº 22/99. Relator-diretor: Marcelo Trindade. CVM [online], 16 ago. 2001. Rio de Janeiro, 2021.; 4. PAS CVM nº 04/04. Negociações de valores mobiliários realizadas por advogados que tiveram acesso, no exercício de sua profissão, a informações sobre negócios dos emissores (*insider trading*). Absolvção e multa. Acusados: Carlos Augusto e Roberto Mário. Diretor-relator: Marcelo Trindade. CVM [online], 28 jun. 2006. Rio de Janeiro, 2006.; 5. PAS CVM nº RJ 2015/13651. Uso de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da companhia Brasil Brokers Participações S.A. Multas. Acusados: Arioaldo da Silva e Luiz Eduardo Haus. Diretor-relator: Gustavo Machado. CVM [online], 19 jun. 2018. Rio de Janeiro, 2018.

elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse de tal informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado.

Na esfera penal, a conduta é tipificada no art. 27-D da Lei nº 6.385/76²⁹ e, desde sua inserção no ordenamento jurídico, o referido tipo penal vem sendo objeto de amplo debate doutrinário, resultando em diversas teses e questionamentos acerca do seu alcance, delimitações e aplicabilidade.

A importância da simetria informacional, ou seja, a proteção de igualdade do ponto de vista das oportunidades, para a tutela penal, é mencionada por Grandis³⁰, Mota³¹, Proença³² e Salomão³³, invocando-se o uso das informações no mercado mobiliário como direito difuso, pois

²⁹ 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.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

³⁰ DE GRANDIS, Rodrigo. DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011, p.152

³¹ MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

³² PROENÇA, José M. M. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 203-268.

³³ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3. ed., rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 154.

estendida a todos os indivíduos participantes do mercado de ações e com sua proteção em debate nas três esferas normativas.

Justifica-se, ainda, o tratamento jurídico-penal do *insider trading* no Brasil como uma resposta à inoperatividade de sanções civis e administrativas ante uma alegada reiteração delitiva da prática e uma perda de confiabilidade dos investidores. Nas palavras dos autores, trata-se de um delito pluriofensivo, cujo bem jurídico é supraindividual, evidenciado pela confiança e pelo dever de transparência e informação plena no mercado de capitais³⁴.

A necessidade da tutela penal deu-se em consideração à importância de proteger-se o sistema financeiro de conduta que impacta negativamente na simetria informacional. Almeja-se a tutela da estabilidade e a eficiência do mercado mobiliário³⁵.

Na tratativa penal do tema, questões, como “pode-se punir?”, ou “deveria ser punido?”, permeiam longas páginas de construções teóricas sobre bem jurídico. Porém a questão não é *se* punir, mas *como* punir e como se *provar* o crime.

A dificuldade de prevenção, detecção e repressão do *insider* é apresentada em diversos trabalhos, a exemplo de Isac Silva³⁶, Lauro Ishikawa e Benedicto de Souza Mello Neto³⁷, Thiago Bottino e Luis Roberto Cordeiro

³⁴ DE GRANDIS, Rodrigo. DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011, p.168. p.152

³⁵ LAGE, Telder Andrade. *O insider trading: o alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider*. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) - Faculdade de Direito Milton Campos, Minas Gerais, 2011. p. 86.

³⁶ COSTA, Isac Silva. High Frequency Trading é uma nova forma de *insider trading*?. In: PARENTONI, Leonardo; GONTIJO, Bruno Miranda; LIMA, Henrique Cunha Souza (Orgs.). *Direito, Tecnologia e Inovação*. v. 1. Belo Horizonte: D'Placido, 2018. p. 527-553.

³⁷ ISHIKAWA, Lauro; MELLO NETO, Benedicto de Souza. A problemática da autoria delitiva e do bem jurídico protegido no crime de “uso indevido de informação privilegiada” no mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Científica Hermes*, v. 16, p. 49-68, 2016.

Guerra³⁸, Guilherme Brenner Lucchesi³⁹ e Anne Carolina Stipp Amado⁴⁰. Esses autores mencionam sempre uma “dificuldade probatória” nas ações criminosas de utilizar informação relevante de que se tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação. Não cotejam ou esboçam, todavia, propostas de melhorias para o aplicador penal.

A simples constatação de que, em 20 anos de criminalização da conduta, há somente um caso⁴¹ com trânsito em julgado relacionado a esse crime já é um indicativo de que o fenômeno da seletividade do sistema penal está ocorrendo nessa matéria, ou, no mínimo, de que o sistema penal não tem sido capaz de detectar, identificar, investigar, processar e julgar esses fatos.

Esbarra-se na afirmação de ser um crime de difícil arcabouço probatório, em um determinismo amargo, e deixa-se sempre para o próximo operador essa resolução, mas ela parece nunca chegar.

Os problemas da abstração conceitual ou das dificuldades de estabelecerem-se meios de provas em *insider trading* não são dos mercados

³⁸ 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.

³⁹ LUCCHESI, Guilherme Brenner. O Objeto de Tutela Penal no Delito de Insider Trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 137-164, 2011.

⁴⁰ KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador. *Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada-insider trading*. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

⁴¹ A primeira sentença condenatória proferida no Brasil, quanto ao crime de *insider trading* foi prolatada em fevereiro de 2011, nos autos da Ação Penal nº 0005123-26.2009.403.6181, envolvendo o rumoroso caso de dois executivos da Sadia que se utilizaram de informações concernentes à operação de fusão daquela Companhia com a Perdigão, os quais passaram a negociar com títulos da empresa oferecidos na bolsa de valores de Nova York, os denominados American Depositary Receipt (ADR). A sentença condenatória de primeira instância, subscrita pelo Juízo da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, foi mantida pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região, condenando os acusados pelas práticas que lhes foram imputadas na denúncia.

subdesenvolvidos, tampouco somente do Brasil. É um problema de uma intervenção legislativa impensada, comumente, surgida em contextos de crises, em que o tratamento jurídico da matéria é estabelecido por meros voos da imaginação jurídica. O próprio estabelecimento inaugural da matéria, amplamente, reproduzido por outros países há quase 100 anos, teve seu início devido a uma crise: a crise de 1929, no mercado dos Estados Unidos.

Assim, reconhece-se que, na prática judicial, a busca pelo convencimento e pela persuasão do julgador tem um papel fundamental na orientação da atuação das partes processuais, de modo que apenas é permitida uma sanção punitiva pelo Estado nos casos em que tenha ocorrido um fato criminoso, cuja autoria e materialidade restem provadas no processo⁴². Entretanto há clara lacuna normativa e insuficiência doutrinária e jurisprudencial no Brasil, com um cenário de confusões e divergências quando a temática é meios de prova nos crimes contra o mercado de capitais.

2. APRESENTAÇÃO DOS DADOS: QUAIS OS CRITÉRIOS PROBATÓRIOS UTILIZADOS PELOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA EM CRIMES DE INSIDER TRADING?

Garcia Caverro⁴³ afirma que, no campo do Direito Penal Econômico, o que se sanciona não é exatamente a lesão ao sistema econômico, mas a “*defraudación de la expectativa normativa de conducta de actuar de acuerdo con el modelo de orientación vigente en el sistema económico, esto es, respetando los derechos e instituciones reconocidas*”.

A sanção penal é a maior forma de intervenção por parte do Estado. Como tal, deve ser aplicada levando-se em conta as consequências de sua aplicação para toda a sociedade. A reflexão não se resume na

⁴² VASCONCELLOS, Vinicius Gomes de. Standard probatório para condenação e dúvida razoável no processo penal: análise das possíveis contribuições ao ordenamento brasileiro. *Revista Direito GV*, v. 16, n. 2, 2020.

⁴³ CAVERO, Percy Garcia. *Derecho Penal Económico*. Parte General. 2. ed. Grifley: Lima, 2007.

abordagem de direito mínimo; adentra nos limites que devem ser impostos à atuação estatal e quais os meios de prova a serem usados pelo Estado⁴⁴.

Nesse eixo temático, a prova é o instrumento utilizado, no curso do debate processual, para a busca da verdade. Esta não seria uma verdade real, cuja busca foi, por muito tempo⁴⁵, orientação de princípio processual penal. Considera-se uma verdade de *reconstrução* de fatos ocorridos⁴⁶, uma constatação empírica parcial, com argumentação voltada à adequada (re)cognição das questões de fato subjacentes à discussão processual para convencer o magistrado de que sua noção da realidade é a correta, de que os fatos deram-se da maneira narrada por quem os alega⁴⁷.

O tópico que se apresenta a seguir é delimitado à luz de casos sobre *criminal insider trading*, no país foi o berço da legislação sobre o tema: os Estados Unidos da América. Busca contribuir para estruturação sistemática do ponto fundamental do processo penal brasileiro, verificando a congruência entre a acusação imputada e o lastro probatório produzido por iniciativa das partes.

⁴⁴ SOUZA, Luciano Anderson; ARAUJO, Marina Pinhão (Orgs.). *Direito penal econômico: leis penais especiais*. v. 2. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

⁴⁵ Conforme afirma Badaró, o “tema da verdade e a própria possibilidade epistêmica de atingi-la são demasiado amplos. Seria pretencioso, após milênios de discussões filosóficas, querer dizer qual a solução correta para tais problemas”. Trabalhar com os fundamentos epistemológicos da prova penal é partir de uma premissa sobre a possibilidade de atingir-se um conceito verdadeiro. Não cabe tal cogitação para um perfeccionista desiludido (BADARÓ, Gustavo H. Prova penal: fundamentos epistemológicos e jurídicos. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, Porto Alegre, v. 4, n. 1, Editorial Dossiê, p. 43-80, jan./abr. 2018).

⁴⁶ Badaró, em suas colocações, afirma: “Embora se adote um conceito de verdade como correspondência, isso não significa que a relação entre prova e verdade adotada seja uma relação conceitual ou de identidade absoluta”. E, citando Ferrer Beltrán, continua: “deve ser entendido o enunciado ‘p está provado. Não significa nem que ‘p é verdadeiro’, o que seria uma relação conceitual, nem que ‘p foi estabelecido pelo juiz” (BADARÓ, Gustavo H. Prova penal: fundamentos epistemológicos e jurídicos. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, Porto Alegre, v. 4, n. 1, Editorial Dossiê, p. 43-80, jan./abr. 2018. p. 69). Nesse último caso, sem dúvida, o convencimento psicológico do juiz é uma condição necessária, mas não suficiente, à qual deve se acrescentar a aplicação, na formação do convencimento do juiz, de critérios de racionalidade e regras da lógica.

⁴⁷ GUARAGNI, Fábio André; TANAKA, Carolline Mayumi. Falsas Memórias no Processo Penal: a incidência de falsas memórias na prova testemunhal. *Revista Jurídica*, v. 2, n. 59, p. 181-209, 2020.

2.1. A METODOLOGIA APLICADA NO ESTUDO

Antes de serem apresentados os dados resultantes da pesquisa, faz-se necessária a explanação sobre o método aplicado, o qual se baseia na Metodologia de Análise de Decisões, fundamenta-se em Peter Cane e Herbert M. Kritzer e é idealizado na obra *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research*⁴⁸ para especificar trabalhos que se valham de mais de uma técnica de pesquisa. Assim, o artigo alicerça-se na revisão de literatura, na Metodologia de Análise de Decisões e na Metodologia da Análise de Conteúdo.

A pesquisa^{49,50} guiada por métodos mistos tende a ir além da distinção entre análise qualitativa e quantitativa, porque implica pressupostos epistemológicos específicos. Se há um adequado ajuste entre os métodos, é possível sugerir maior sofisticação para os resultados, especialmente, na área procedimental do processo.

A utilização de estratégias variadas tende a fazer a pesquisa avançar na medida em que afasta o viés intencional de seleção nas amostras, testa hipóteses e valida inferências. O pluralismo metodológico que ocorre a partir da adoção da abordagem quali-quantitativa consiste em relevante

⁴⁸ CANE, Peter; KRITZER, Herbert M. *The Oxford handbook of empirical legal research*. New York: Oxford Handbooks in Law, 2010.

⁴⁹ Especialmente, o estudo em ciências criminais, como delineiam Danielle Araújo e Gabrielle Valle (2021), o processo criminal “é uma fonte intensa, ou seja, uma documentação que existe por causa do ‘desejo de verdade’ de instituições e de seus agentes, a qual é definida por um escopo. Se a finalidade jurídica do processo é a reconstrução dos fatos que lhe deram causa para apuração da ‘verdade’, esta é uma fonte caracterizada por estar repleta de narrativas e detalhes a esse respeito. Essa intensividade, à luz do método indiciário, que privilegia o exame dos detalhes e pormenores em detrimento da generalidade, penetrando nas ‘coisas concretas e ocultas através de elementos poucos notados ou despercebidos, dos detritos ou ‘refugos’ da nossa observação’. [...] O processo criminal, portanto, se bem documentado e rico em fatos ou personagens, privilegia um exame qualitativo, em particular por meio da metodologia da micro-história, na qual, quanto mais detalhes, mais possibilidades para compreensão do passado”.

⁵⁰ ARAÚJO, Danielle R. W.; VALLE, Gabrielle S. O fio de Ariadne: um mapa metodológico para o labirinto das narrativas do processo criminal. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, v. 7, n. 2, p. 1187-1224, mai./ago. 2021.

ferramenta para superar as tradicionais rupturas metodológicas e fortalecer a validade dos resultados, ampliando a esfera reflexiva e argumentativa.

Então, os dados, de maneira preponderante, no presente artigo, são palavras. Elas podem ser interpretadas, organizadas em categorias e usadas para identificar padrões. Porém essas palavras foram captadas a partir da Metodologia de Análise de Decisões, formando, com a junção de técnicas supraexplicada, o pluralismo metodológico, o qual se apresenta, nas palavras de Mariana Dionísio⁵¹, como uma “complementariedade das abordagens, apta a identificar padrões de comportamento e, em certos casos, permitir a construção de inferências e predições”.

O ponto de partida da análise é a revisão de literatura, que foi realizada utilizando-se as bases de dados *Web Of Science* e *Google Acadêmico* com as chaves de pesquisa: “*insider trading*”; “*uso de informação privilegiada*”; “27-D da Lei nº 6.385/76”. Usou-se o recorte temporal “todos os anos” para que pudessem ser verificadas a relevância do tema, a possibilidade de pesquisa, a viabilidade e quais os referenciais teóricos que poderiam ser norteadores na elaboração do artigo.

Verificada a viabilidade da pesquisa, passou-se à investigação das decisões judiciais em *criminal insider trading*, e seu início dá-se com o procedimento da Metodologia de Análise de Decisões (MAD), fruto dos estudos de Freitas Filho e Lima⁵². Selecionou-se esse método por ele permitir organizar informações sobre decisões proferidas em determinado contexto, inclusive com a compreensão do seu sentido, forma e fundamentação utilizada.

A primeira fase da MAD é a pesquisa exploratória, realizada com a revisão de literatura. Em seguida, passa-se ao recorte objetivo, o qual corresponde ao problema de pesquisa delimitado. A terceira fase da MAD é o recorte institucional, que deve atender os critérios de pertinência

⁵¹ ANDRADE, Mariana Dionísio de. *As determinantes da sobrevivência política: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016*. 2018. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-graduação em Ciência Política, CFCH, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2018.

⁵² FREITAS FILHO, Roberto; LIMA, Thalita Moraes. Metodologia de análise de decisões - MAD. *Universitas Jus*, Brasília, v. 2, n. 21, p. 1-17, 2010.

temática e relevância decisória⁵³. Foi selecionada, para tanto, a unidade de análise Estados Unidos da América, cuja escolha é justificada pelo fato de o país ser o precursor em matéria de repressão ao ilícito de *insider trading*, bem como por ser o país com o maior volume de transações em bolsas de valores do mundo.

O próximo passo da MAD é a constituição de um banco de dados com decisões e, depois, a identificação de como os julgadores tratam o objeto da pesquisa a partir dos elementos narrativos com os quais os argumentos são construídos. Por fim, deve ser feita a reflexão crítica sobre a prática decisória identificada⁵⁴. Passa-se então à descrição dessas etapas do procedimento da MAD.

A busca pelos acórdãos foi realizada no sítio eletrônico do sistema do próprio Governo Estadunidense, no site <https://www.govinfo.gov/app/search/>, em razão da disponibilidade de dados e da uniformização da metodologia de coleta. Utilizou-se a ferramenta “consultas de julgados” com a inserção das palavras-chave preestabelecidas: “*criminal insider trading*”, refinadas por *Collection: United States Courts Opinions AND Date Published: 2019*. Apresentaram-se 44 julgados inicialmente.⁵⁵

O ano delimitado foi 2019 após ser percebido que, nos resultados para os anos de 2020 e 2021, quase a totalidade dos achados eram de acordos ou procedimentos cíveis⁵⁶, o que não ajuda a responder ao

⁵³ FREITAS FILHO, Roberto; LIMA, Thalita Moraes. Metodologia de análise de decisões - MAD. *Universitas Jus*, Brasília, v. 2, n. 21, p. 1-17, 2010.

⁵⁴ *Idem*.

⁵⁵ Tabela de dados depositada em repositório aberto: SANTOS, Ives. MAD. EUA.xlsx. figshare, Acesso em: 6 mar. 2023. <https://doi.org/10.6084/m9.figshare.22223743.v4>

⁵⁶ Uma menção válida é a de que a MAD foi realizada a partir de dados do site: <https://www.govinfo.gov/app/search/>, o qual só apresenta como resultados aqueles disponíveis e públicos. A ausência de casos no Distrito de Manhattan, por exemplo, pode se dar pela ausência de publicidade, pela existência de sigilo nos dados ou pela inexistência, no recorte mencionado, de ações criminais, figurando somente em acordos ou ações cíveis, possivelmente. Esse fato não coloca em questionamento a fidedignidade dos resultados, mas demonstra uma dificuldade na obtenção de dados empíricos em âmbito criminal nos sistemas dos EUA ou, até mesmo, preponderância de outros tipos de ações, que não a criminal, resposta que não se pode esboçar.

problema de pesquisa deste estudo. Assim, os resultados de 2019 são os mais apropriados para este trabalho.

Durante a coleta dos dados referente à fundamentação, utilizaram-se somente casos criminais e que tratavam de moções ao Tribunal, ou seja, pedidos de revisão da decisão distrital. Verificou-se, ainda, a incidência de votos que: 1) não diziam respeito ao problema de pesquisa; 2) não tratavam do assunto “*criminal insider trading*”; 3) não eram “apelações”; ou 4) eram processos repetidos, motivo pelo qual foram descartados. Diante disso, a amostra, efetivamente, analisada e trazida nos resultados foi o total de oito casos.

Passada essa coleta de dados inicial, a pesquisa valeu-se de uma metodologia de análise de dados qualitativos denominada Análise de Conteúdo (AC). Essa metodologia de pesquisa é usada para descrever e interpretar a totalidade de qualquer conteúdo objeto de investigação, como o próprio nome indica. Para sua realização, destaca-se a seguinte ordem de execução: categorização, descrição e interpretação⁵⁷.

A AC constitui bem mais do que uma simples técnica de análise de dados; representa uma abordagem metodológica com características e possibilidades próprias. Possui um significado especial no campo das investigações sociais aplicadas, pois vai além da técnica objetiva dos dados e freia a técnica subjetiva da análise bibliográfica. Trata-se de uma técnica de leitura e interpretação capaz de abrir as portas ao conhecimento de aspectos e fenômenos da vida social, de outro modo, inacessíveis⁵⁸.

As duas primeiras ordens de execução já foram realizadas por meio da MAD. A interpretação dos dados está delineada no quadro abaixo, que compila os resultados da pesquisa, elencando quais os meios de provas para condenação ou absolvição, em casos de *criminal insider trading*, nos EUA.

⁵⁷ MORAES, Roque. Análise de conteúdo. *Revista Educação*, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999.

⁵⁸ MORAES, Roque. Análise de conteúdo. *Revista Educação*, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999.

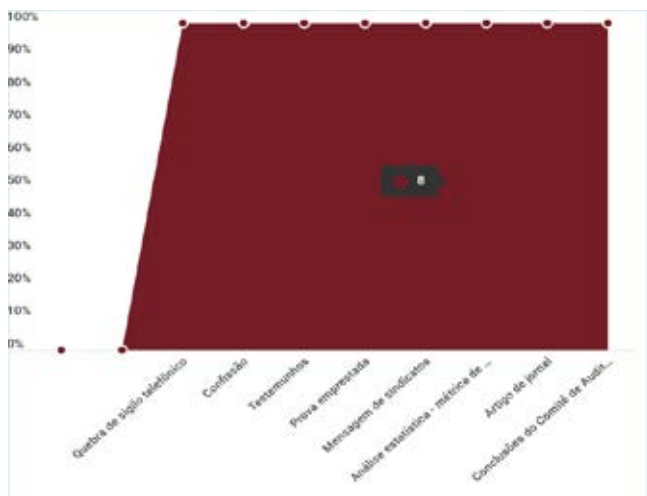
Quadro 1: Meios de provas para condenação ou absolvição em casos de *criminal insider trading*, nos EUA.

<i>Distrito</i>	<i>Nº do processo criminal</i>	<i>Meios de provas para condenação ou absolvição</i>
Distrito Médio Da Louisiana	18-31299 - USA v. Tinghui Xie.	Registros telefônicos (habitualidade de ligações entre acusados). Quebra de sigilo telefônico. Mensagens de operadora e de aplicativos.
Distrito Norte De Illinois	17-643 - USA v. Beshey et al	Testemunho de um réu que, desde o início, declarou-se culpado mais o material apreendido com as quebras de sigilo telefônico. Contudo a moção foi acolhida para que o governo aprimorasse as provas, e estas foram consideradas insuficientes para a condenação.
Distrito de Massachusetts	17-1590 - US v. Kanodia	Quebra de sigilo telefônico e confissão e testemunhos.
Distrito de Massachusetts	17-1137 - US v. Kanodia	Quebra de sigilo telefônico e confissão e testemunhos.
Distrito Leste da Pensilvânia	17-2187 - Us V Universal Health Services, Inc., Derivative Litigation	Prova emprestada de outros processos cíveis e criminais, os quais indicavam que, por causa da má conduta da empresa, ela estava perdendo valor econômico; quebra de sigilo telefônico; mensagens do sindicato trabalhista levantando preocupação com possíveis “ <i>tippes</i> ”; planos de negociação - média de negociação dos envolvidos e discrepância da média e o negócio do dia do crime; análise estatística para provar essa métrica de negociação; artigo do <i>BUZZFEED NEWS</i> .
Distrito Leste de Nova York	17-3355 - United States of America v. Klein (Schulman)	Quebra de sigilo telefônico; confissão e testemunhos.

<i>Distrito</i>	<i>Nº do processo criminal</i>	<i>Meios de provas para condenação ou absolvição</i>
Distrito de Massachusetts	18-10083 - USA v. Chen	Quebra de sigilo telefônico; registros telefônicos com <i>insider</i> já condenado em outro caso; testemunho de agentes do FBI; análise estatística para provar a métrica de negociação.
Distrito Ocidental do Texas	17-50162 - City of Pontiac Gen Empl Retmn v. Vinit Asar, et al	Conclusões do Comitê de Auditoria da própria empresa; análise estatística para provar a métrica de negociação.

Fonte: elaboração própria, com base nos dados da MAD, 2021.

Gráfico 1: distribuição percentual dos meios de prova nos casos analisados



Fonte: elaboração própria, com base nos dados da MAD, 2021.

Da análise dos casos, pode ser percebida uma preponderância do tipo de meio probatório correspondente à quebra de sigilo telefônico. Esta é subdividida em registros de ligações e registros de mensagens por aplicativos de conversa, tal qual o *WhatsApp*. No Gráfico abaixo, pode

ser visualizada, de maneira mais interativa, a distribuição de cada meio de prova em cada caso em estudo.

No caso *United States of America vs. Klein*, o acusado afirmou que “seria bom ser rei por um dia”. Esta foi a peça-chave para a investigação criminal, pois, em sua confissão, ele afirmou que, ao fazer esse comentário, revelou informações públicas a um amigo que, também, era seu consultor financeiro. Afirmou, ainda, que um dos meios usados, após desconfiar que seu telefone poderia estar sob quebra de sigilo, foi um e-mail codificado como lixo eletrônico, o qual era utilizado para indicar transações para os demais participantes da fraude, incluindo sua esposa.

O caso 17-2187 - *US vs. Universal Health Services, Inc., Derivative Litigation*, o mais complexo da MAD, contendo 75 páginas, pode ser tido como paradigmático no que diz respeito aos meios de prova. Conclui-se isso porque utiliza-se de prova emprestada de outros processos cíveis e criminais, os quais indicavam que, por causa da má conduta da empresa, ela estava perdendo valor econômico. Além disso, porque há a aplicação da média de negociação dos envolvidos e discrepância da média e o negócio do dia do crime, com a realização de uma análise estatística para provar a métrica de negociação propensa ao uso de informação privilegiada, o que foi comprovado na quebra de sigilo telefônico.

O artigo do *Buzzfeed News*, também, utilizado como meio de prova, foi, segundo o voto, responsável por levantar alegações de práticas ilegais e antiéticas na empresa em que o acusado era funcionário. O artigo foi resultado de uma investigação de um ano, durante a qual repórteres do *Buzzfeed* entrevistaram 175 funcionários atuais ou não, incluindo 18 executivos de instalações que gerenciavam as operações diárias. Ademais, a decisão usa quadros explicativos, tabelas e, até mesmo, um sumário, em sua capa, para contextualizar todo o caminho probatório que conduziu à condenação e sua manutenção quando da análise do Tribunal Distrital.

Da síntese defensiva constante nos votos, uma tese é a de que, de qualquer modo, comprar-se-iam as ações, e o fato de lhes terem sido comunicadas informações sensíveis ao preço não teve qualquer influência na sua decisão. Em segundo lugar, percebe-se a reiteração do argumento de que os réus acreditaram em as informações que lhes foram contadas serem de domínio público, ou, pelo menos, amplamente, conhecidas. Do lado acusatório, para contraditar tais teses, menciona-se a análise dos

padrões de negociação antes dos anúncios, os quais costumam apontar o fato de pessoas que não compram ações regularmente, de repente, fazerem grandes movimentos.

No caso 17-643 - *USA vs. Beshey et al.*, revisa-se a decisão distrital do Distrito Norte De Illinois. Entendeu-se pelo acolhimento do pedido do acusado de que as provas seriam insuficientes para a condenação mesmo que estas tenham sido: o testemunho de um réu que, desde o início, declarou-se culpado e o material apreendido com as quebras de sigilo telefônico.

No teor do voto, menciona-se que o governo deve fornecer uma divulgação por escrito da natureza das evidências, incluindo uma descrição geral do(s) ato(s) e as datas, locais e pessoas envolvidas, e uma declaração da(s) questão(ões) na(s) qual(is) acredita que a evidência é relevante e admissível. Também, deve produzir quaisquer documentos que contenham, ou constituam evidência de quaisquer outros atos, de maneira objetiva e convincente.

Diante da apresentação dos dados, o Judiciário Criminal brasileiro pode se espelhar nos casos estadunidenses, em matéria de prova?

3. ELEMENTOS DE APLICAÇÃO: COMO A ANÁLISE NOS ESTADOS UNIDOS PODE AUXILIAR NA PERSECUÇÃO PENAL NO BRASIL

O Direito Penal Econômico não é um objeto que possa ser enfrentado de maneira afastada das paixões⁵⁹. Assim, estudar o que ocorre, de fato, dentro dos Tribunais, saber quais as maiores dificuldades decisórias, sair dos moldes acadêmicos de teorias deslocadas da prática, inserir-se na realidade, tudo isso é o papel das pesquisas, especificamente, em matérias de aspectos tão sensíveis como a simetria informacional no mercado de capitais.

A ampla informação é o meio de alcançar a eficiência informacional, expressa na velocidade e na exatidão de reflexo nos preços a

⁵⁹ PEDRAZZI, Cesare. Problema di tecnica legislativa. In: *Diritto penale*; III: Scritti di diritto penale dell' economia. Milano: Istituto di Diritto Penale e Processuale Penale/Giuffrè, 2003. p. 129-156.

partir de cada divulgação⁶⁰. Para que se assegure concorrência perfeita, é nuclear viabilizar a ampla informação e conhecimento de mercado por parte dos agentes, ou seja, todos os atores envolvidos nas relações tendo completo conhecimento das condições de mercado, com plena paridade de informações⁶¹.

Baseando-se no modelo de Ohlson⁶², Girão, Martins e Paulo⁶³ investigaram a influência da assimetria de informação na avaliação de empresas. Tiveram como hipótese que haveria uma valorização das empresas quando se verificavam boas práticas de governança corporativa para reduzir as assimetrias de informações. A partir dos preços de 198 ações listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), durante os quatro trimestres do ano de 2011, o estudo foi realizado por meio da equação⁶⁴:

$$pit = \beta_0 + \beta_1 yit + \beta_2 xit + \beta_3 Ait + \beta_4 \phi it + \epsilon it$$

Nela, p é o valor de mercado da companhia i no tempo t ; y é o patrimônio líquido da companhia i no tempo t ; x é o lucro anormal

⁶⁰ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. *Stanford Law & Economics. Working Paper*, n. 240, 2013.

⁶¹ GUESTIN, Sergio G. *Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho: de las fallas del mercado al sistema jurídico*. [s.l.]: Ábaco de Rodolfo Depalma, 2004.

⁶² Os autores afirmam que a escolha do modelo ocorreu pelo fato de ele já ter sido testado no mercado brasileiro de capitais e por possibilitar a inclusão da assimetria de informação, que impacta a avaliação das empresas. O processo de avaliação das empresas consiste em alcançar seu valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, o potencial econômico de determinada companhia, valor potencial de um negócio em função de sua expectativa de geração de resultados futuros. (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2014).

⁶³ GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração (São Paulo)*, v. 49, n. 3, p. 462, 2014.

⁶⁴ GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração (São Paulo)*, v. 49, n. 3, p. 462, 2014.

da companhia i no tempo t ; AI são as variáveis que capturam parte das outras informações (PIN ou α) da companhia i no tempo t ; ϕ é o novo vetor de outras informações, visto que a AI não representa todas as outras informações; ε é o termo de erro da regressão; e α_{1234} são os parâmetros do modelo⁶⁵.

Os autores⁶⁶ chegaram aos resultados de que, no período amostral escolhido, o maior PIN ⁶⁷ para uma ação foi de 67,4%, o que sugeriu que a maior parte dos negócios realizados envolvendo aquela ação foram baseados em informação privilegiada. Isso influenciou de maneira negativa no valor mercantil para a companhia emitente.

Tal percentual indica, por si só, a necessidade de um olhar mais demorado quando da repressão e apuração dos fatos que envolvem a matéria informacional nos mercados. Somando-se a isso, como indicativo de importância equivalente, tem-se que o legislador, ao criminalizar a conduta, assim o fez visando à punição de todos aqueles que agem em desconformidade com as regras do jogo de investimento.

Atestar, em mais de 20 anos desde a criminalização da conduta, que há notícia de somente oito casos⁶⁸ criminais com, pelo menos, denúncia aceita, é um convite à reflexão sobre o que está impedindo a persecução penal. Um estudo⁶⁹ nas Varas Federais do estado do Rio de Janeiro percebeu que não há uma seletividade por parte do Órgão

⁶⁵ GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração (São Paulo)*, v. 49, n. 3, p. 462, 2014.

⁶⁶ GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração (São Paulo)*, v. 49, n. 3, p. 462, 2014.

⁶⁷ Para chegar aos resultados do PIN , os autores utilizaram a seguinte equação: $PIN = \mu / (\mu + eb + \varepsilon)$.

⁶⁸ PRADO, Viviane Muller; RACHMAN Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. Coleção acadêmica livre. São Paulo: FGV Direito SP, 2019, p. 8.

⁶⁹ AMARAL, Thiago Bottino do; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. In: AMARAL, Thiago Bottino do; MALAN, Diogo. *Direito Penal e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 147-175.

Administrativo, a Comissão de Valores Mobiliários, pois a taxa de comunicação ao Ministério Público Federal é bastante alta (83% dos casos). Por outro lado, verificou-se que a efetiva utilização dessas comunicações para deflagrar instaurações de inquéritos criminais é baixa (26,7%). Os motivos são uma incógnita.

Este trabalho não se dedica a confabulações; limita-se a indicar um fator que pode ser aprimorado em observância aos dados coletados nos EUA. Um fortalecimento e sofisticação do meio de prova pode auxiliar no convencimento do juiz, que é fim último da prova.

A prova é um instrumento por meio do qual a convicção do julgador a respeito da ocorrência ou inoccorrência de certos fatos irá traçar a comunicação necessária entre o apresentado nos autos do processo e o ocorrido no dia do evento. Portanto a prova possui objeto, finalidade e destinatário, o que significa uma atividade do espírito dirigida à verificação de um juízo, uma reconstrução afirmativa⁷⁰.

A construção argumentativa, com base documental ou narrativa – a partir de depoimentos –, do fato ocorrido, é uma verdadeira maneira de transmitir-se uma experiência⁷¹, uma partícula do passado, em uma retrospecção, nunca, perfeita, somente uma tentativa de reconstrução do que já aconteceu.

Conforme Badaró⁷², sendo o processo um mecanismo cognitivo, é necessário que as “atividades processuais voltadas a investigação, admissão, produção, valoração da prova e a própria decisão final sejam, na máxima medida possível, voltadas para a descoberta da verdade”.

Marcellus Polastri Lima pontua ao menos três princípios processuais penais que norteiam a prova, quais sejam: a) o princípio da investigação, cuja orientação é embasada na ideia de que o juiz só

⁷⁰ ÁVILA, Bruna Furini Lazaretti; AMARAL, Mariana Moreno do. Do campo das falsas memórias às falsas memórias. *Brazilian Journal of Empirical Legal Studies*, v. 5, n. 3, p. 93-117, 2018.

⁷¹ ÁVILA, Bruna Furini Lazaretti; AMARAL, Mariana Moreno do. Do campo das falsas memórias às falsas memórias. *Brazilian Journal of Empirical Legal Studies*, v. 5, n. 3, p. 93-117, 2018.

⁷² BADARÓ, Gustavo H. Prova penal: fundamentos epistemológicos e jurídicos. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, Porto Alegre, v. 4, n. 1, Editorial Dossiê, p. 43-80, jan./abr. 2018..Para se aos resultados do PIN:e. Sugiro rever.

poderá formular a sua decisão mediante as provas e os fatos alegados e produzidos pelas partes; b) o princípio da livre apreciação da prova, o qual aponta para uma discricionariedade por parte do julgador, mas não esquecendo a necessidade de uma motivação fundamentada; c) o princípio *in dubio pro reo*, já, amplamente, conhecido, o qual inclina para a preferência do ordenamento pátrio pela absolvição em caso de dúvida acerca dos fatos⁷³.

Provas podem ser classificadas como repetíveis ou irrepetíveis. As primeiras são aquelas que não têm vinculação com a prova técnica e a antecipada e podem ser consultadas por diversas vezes sem que sejam maculadas, ou tragam danos às versões do processo. As irrepetíveis, em seu tempo, são classificadas em função da impossibilidade de serem realizadas novamente⁷⁴.

O tom que se assume ao falar-se de processo penal é, antes de tudo, uma atividade cognitiva, em um retrospecto, pois só as pessoas envolvidas no fato possuem o conhecimento sobre o que, realmente, aconteceu. Deve ser reproduzido o conhecimento guardado em sua mente. Conhecimento esse que, por vezes, pode ser maculado, acrescentando previsões para o futuro ou juízos de valor, falseado pela própria memória, fato este que deve ser levado em consideração.

O convencimento do julgador quanto à materialidade, autoria e dolo é um objetivo central para a obtenção de um resultado processual positivo. Isso é um dado de realidade inafastável e inerente ao jogo processual, que deve ser considerado. A decisão do juiz precisa se pautar em critérios racionais e objetivos, o que só é possível a partir de uma conexão instrumental com a realidade, ou seja, a decisão do juiz apenas é controlável se for aceito que ela deve ser a descrição mais provável dos fatos imputados (ou além da dúvida razoável para a condenação penal)⁷⁵.

⁷³ LIMA, Marcellus Polastri. *Curso de Processo Penal*. 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

⁷⁴ LIMA, Marcellus Polastri. *Curso de Processo Penal*. 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

⁷⁵ ROSA, Alexandre Moraes da. *Guia Compacto do Processo Penal conforme a Teoria dos Jogos*. 3. ed. Florianópolis: Empório do Direito, 2016. p. 27-30.

Da análise dos casos, especialmente, no trecho citado no 18-31299 - *USA v. Tinghui Xie*, percebe-se que há seis elementos necessários para condenar um acusado por uso de informação privilegiada: (1) réu ter divulgado informações não públicas para outra pessoa; (2) a divulgação ter sido feita para fins pessoais, em violação do dever fiduciário do réu como um *insider* corporativo; (3) o réu ter antecipado que a outra pessoa negociaria com base nas informações; (4) a outra pessoa ter negociado ilegalmente; (5) o réu ter agido com conhecimento de causa, intencionalmente e com a intenção de fraudar; e (6) o esquema de *insider trading* ter envolvido o uso de alguma instrumentalidade de interestadual de comércio apta a auferir vantagem. Isso auxilia, sem dúvidas, na delimitação das acusações e das próprias formulações acusatórias e defensivas.

As decisões da unidade de análise mostraram-se minuciosas quanto à comprovação de materialidade, autoria e dolo. Materialidade tanto do delito como da possibilidade de a informação influenciar, ou ter o poder de influenciar, de fato, a decisão de investidores. Autoria quando da comprovação de que aquele indivíduo foi o sujeito envolvido na atividade criminosa. Dolo quando o réu agiu com conhecimento de causa, intencionalmente e com a intenção de fraudar.

A investigação apresentada, por conseguinte, conseguiu constatar que replicar os meios de provas constantes em processos criminais nos EUA não é uma ampliação punitiva ou uma importação de sistema distinto sem o devido cuidado com a diferenciação peculiar do *common law* e do *civil law*. Trata-se da análise e constatação de que provas, como: quebra de sigilo telefônico; confissão; testemunhos; prova emprestada; comunicação com sindicatos; análise estatística; artigos de jornais e conclusões do Comitê de Auditoria da própria empresa, são, plenamente, possíveis de serem levantadas e construídas pelo Judiciário criminal brasileiro.

Assim, as decisões político-criminais devem ser remodeladas para incluir na discussão as novas nuances que são pertencentes ao Direito Penal Econômico, as quais não só estão inseridas no campo da dogmática, mas, também, comportam facetas empíricas caso se pretenda ter uma discussão séria. O trabalho não intenta lançar fórmulas milagrosas ou atalhos punitivistas imediatos para que, enfim, haja a persecução penal nos crimes de *insider trading*.

O que se propõe é uma análise crítica sobre a necessidade de aprimoramento e renovação desde a interpretação do tipo penal até na análise probatória. As perguntas não devem mais ser sobre a necessidade da punição, mas sobre como conduzir um processo de acordo com as regras do processo penal estabelecido em lei.

Perante todo o apresentado, em arremate das ideias, aqui, esboçadas, apresentam-se as seguintes propostas de melhoria, aptas a serem utilizadas pelo aplicador da lei penal quando da investigação em *insider trading*: a) a elaboração de um livro de orientações gerais a respeito da produção de provas; b) planejamento estratégico para a destinação de recursos para concurso público, com a finalidade de se ter um setor específico no Ministério Público Federal para combate a crimes contra o mercado de capitais; c) treinamento especializado aproximando a literatura científica e a prática forense de maneira periódica em todas as regiões, incluindo uma disciplina de produção de provas em crimes de *insider trading* nos cursos de formação de magistrados, conforme anexo IV da Resolução nº 75/2009 do Conselho Nacional de Justiça, e aprimorar técnicas de interrogatório e entrevistas cognitivas.

Não se pretende solucionar a deficiência de produção de prova nos processos criminais em trâmite no Brasil com tais propostas, mas oferecer uma contribuição consistente para fomentar as mudanças necessárias. A pesquisa é uma atividade contínua que, além da resposta ao problema de pesquisa, proporciona a construção de novas hipóteses que podem servir de base a novas pesquisas posteriores. Assim, essas propostas de intervenção podem ser consideradas como objetos de investigação para novos estudos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Respondendo aos problemas de pesquisa - “Quais os meios de prova usados em casos criminais de *insider trading* nos EUA? Há a possibilidade desses meios de prova serem aplicados nas ações penais brasileiras sobre o tema?” - e a partir da análise realizada pelo artigo, a hipótese inicial da pesquisa foi confirmada. Pode ser verificado que os meios de prova usados em casos criminais de *insider trading* nos EUA - quebra de sigilo telefônico; confissão; testemunhos; prova emprestada;

comunicação com sindicatos; análise estatística; artigos de jornais e conclusões do Comitê de Auditoria da própria empresa - são provas, plenamente, possíveis de serem levantadas e construídas pelo Judiciário criminal brasileiro.

Os objetivos da pesquisa foram atingidos, pois realizaram-se esclarecimentos iniciais e necessários sobre o conceito do uso de informações privilegiadas; investigou-se e demonstrou-se a Metodologia de Análise de Decisões, conjuntamente com a Metodologia de Análise de Conteúdo, como forma de investigação empírica e necessária.

O artigo conseguiu observar, para além dos exemplos de provas os quais podem ser usados, que as decisões da unidade de análise mostraram-se minuciosas quanto à comprovação de materialidade, autoria e dolo. E, da análise dos casos, especialmente, no trecho citado no 18-31299 - *USA v. Tinghui Xie*, percebe-se que há seis elementos necessários para condenar um acusado por uso de informação privilegiada: (1) o réu divulgou informações não públicas para outra pessoa; (2) a divulgação foi feita para fins pessoais, em violação do dever fiduciário do réu como um *insider* corporativo; (3) o réu antecipou que a outra pessoa negociaria com base nas informações; (4) a outra pessoa negociou ilegalmente; (5) o réu agiu com conhecimento de causa, intencionalmente e com a intenção de fraudar; e (6) o esquema de *insider trading* envolveu o uso de alguma instrumentalidade de interestadual de comércio apta a auferir vantagem. Conforme pontuado, isso auxilia na delimitação das acusações e das próprias formulações acusatórias e defensivas.

Desse modo, o artigo especificou quais as provas usadas nos casos criminais de *insider* nos EUA e demonstrou como esses casos podem servir como norte para aplicar a lei penal. Sugeriu, ainda, propostas de melhoria, aptas a serem utilizadas pelo aplicador da lei penal quando da investigação em *insider trading*: a) a elaboração de um livro de orientações gerais a respeito da produção de provas; b) planejamento estratégico para a destinação de recursos para concurso público com a finalidade de ter um setor específico no Ministério Público Federal para combate a crimes contra o mercado de capitais; c) treinamento especializado aproximando a literatura científica e a prática forense de maneira periódica em todas as regiões, incluindo uma disciplina de

Produção de provas em crimes de *insider trading* nos cursos de formação de magistrados, conforme anexo IV da Resolução nº 75/2009 do Conselho Nacional de Justiça, e aprimorar técnicas de interrogatório e entrevistas cognitivas.

REFERÊNCIAS

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. 2009. 200f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

AMARAL, Thiago Bottino do; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. In: AMARAL, Thiago Bottino do; MALLAN, Diogo. *Direito Penal e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 147-175.

ANDRADE, Mariana Dionísio de. *As determinantes da sobrevivência política: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016*. 2018. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-graduação em Ciência Política, CFCH, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2018.

ÁVILA, Bruna Furini Lazaretti; AMARAL, Mariana Moreno do. Do campo das falsas memórias às falsas memórias. *Brazilian Journal of Empirical Legal Studies*, v. 5, n. 3, p. 93-117, 2018. Disponível em: <<https://reedrevista.org/reed/article/view/279/pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2022.

BADARÓ, Gustavo H. Prova penal: fundamentos epistemológicos e jurídicos. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, Porto Alegre, v. 4, n. 1, Editorial Dossiê, p. 43-80, jan./abr. 2018. <https://doi.org/10.22197/rbdpp.v4i1.138>. Para se aos resultados do PIN:e. Sugiro rever.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Research handbook on insider trading*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013.

BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. *Modernização reflexiva: política, tradição e estética na ordem social moderna*. Tradução Magda Lopes. Revisão técnica Cibele Saliba Rizek. 2. ed. São Paulo: Unesp, 2012.

BENY, Laura N. A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading. *Law & Economics Working Papers Archive*, Michigan, 2004. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1003&context=law_econ_archive>. Acesso em: 12 ago. 2022.

CANE, Peter; KRITZER, Herbert M. *The Oxford handbook of empirical legal research*. New York: Oxford Handbooks in Law, 2010.

CAVERO, Percy Garcia. *Derecho Penal Económico*. Parte General. 2. ed. Grijley: Lima, 2007.

CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in)eficiência da punição do insider trading à luz da análise econômica do direito e da jurisprudência da comissão de valores mobiliários. *Economic Analysis of Law Review*, [s.l.], v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019. <https://doi.org/10.31501/ealr.v10i1.8770>

COSTA, Isac Silva. High Frequency Trading é uma nova forma de insider trading?. In: PARENTONI, Leonardo; GONTIJO, Bruno Miranda; LIMA, Henrique Cunha Souza (Orgs.). *Direito, Tecnologia e Inovação*. v. 1. Belo Horizonte: D'Placido, 2018. p. 527-553.

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

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENGELÉN, Peter-Jan. Criminal Behavior: A real option approach with an application to restricting illegal insider trading. *European Journal of Law and Economics*, v. 17, n. 3, p. 329-352, 2004. Disponível em: <<http://eale2002.phs.uoa.gr/papers/Engelen.pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2022.

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

FREITAS FILHO, Roberto; LIMA, Thalita Moraes. Metodologia de análise de decisões - MAD. *Universitas Jus*, Brasília, v. 2, n. 21, p. 1-17, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.5102/unijus.v2i0.1206>. Acesso em: 11 ago. 2022.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração (São Paulo)*, v. 49, n. 3, p. 462, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.5700/rausp1161>. Acesso em: 11 ago. 2022.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. *Stanford Law & Economics. Working Paper*, n. 240, 2013. Disponível em: <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1299/>. Acesso em: 10 ago. 2022.

GUESTIN, Sergio G. *Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho: de las fallas del mercado al sistema jurídico*. [s.l.]: Ábaco de Rodolfo Depalma, 2004.

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. Disponível em: <<https://periodicos.uninove.br/prisma/article/view/16005>>. Acesso em: 10 ago. 2022.

GUARAGNI, Fábio André; TANAKA, Carolline Mayumi. Falsas Memórias no Processo Penal: a incidência de falsas memórias na prova testemunhal. *Revista Jurídica*, v. 2, n. 59, p. 181-209, 2020.

ISHIKAWA, Lauro; MELLO NETO, Benedicto de Souza. A problemática da autoria delitiva e do bem jurídico protegido no crime de “uso indevido de informação privilegiada” no mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Científica Hermes*, v. 16, p. 49-68, 2016. <https://doi.org/10.21710/rch.v16i0.296>

KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador. *Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada-insider trading*. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

KREPS, David M.; WILSON, Robert. Reputation and imperfect information. *Journal of economic theory*, [s.l.], v. 27, n. 2, p. 253-279, 1982. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90030-8](https://doi.org/10.1016/0022-0531(82)90030-8)

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

LELAND, Hayne E. Insider Trading: should it be prohibited? *Journal of political economy*, v. 100, n. 4, p. 860, ago. 1992. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2138691>. Acesso em: 10 ago. 2022.

LIMA, Marcellus Polastri. *Curso de Processo Penal*. 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. O Objeto de Tutela Penal no Delito de Insider Trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 137-164, 2011. Disponível em: <https://www.academia.edu/2703278/O_objeto_de_tutela_penal_no_delito_de_insider_trading_Uma_análise_cr%C3%ADtica_a_partir_da_dogm%C3%A1tica_penal_contempor%C3%A2nea>. Acesso em: 13 ago. 2022.

MORAES, Roque. Análise de conteúdo. *Revista Educação*, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4125089/mod_resource/content/1/Roque-Moraes_Analise%20de%20conteudo-1999.pdf. Acesso em: 13 ago. 2022.

MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

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

PEDRAZZI, Cesare. Problema di tecnica legislativa. In: *Diritto penale*; III: Scritti di diritto penale dell' economia. Milano: Istituto di Diritto Penale e Processuale Penale/Giuffré, 2003. p. 129-156.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2019. Coleção acadêmica livre.

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

ROSA, Alexandre Moraes da. *Guia Compacto do Processo Penal conforme a Teoria dos Jogos*. 3. ed. Florianópolis: Empório do Direito, 2016.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3. ed., rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2006.

SANDICK, Harry. Statutory Background. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, L. L. P.; DAVIS, Harry (Coords.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York: Practising Law Institute, 2011.

SOUZA, Luciano Anderson; ARAUJO, Marina Pinhão (Orgs.). *Direito penal econômico: leis penais especiais*. v. 2. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

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. <https://doi.org/10.1613/jair.4115>

TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British journal of management*, v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003. Disponível em: <https://www.academia.edu/22505199/Towards_a_Methodology_for_Developing_Evidence_Informed_Management_Knowledge_by_Means_of_Systematic_Review>. Acesso em: 10 ago. 2022.

UNITED STATES. *Code of federal regulations*. Govinfo, [s.l.], 2019. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/app/search/>>. Acesso em: 10 ago. 2022.

VASCONCELLOS, Vinicius Gomes de. Standard probatório para condenação e dúvida razoável no processo penal: análise das possíveis contribuições ao ordenamento brasileiro. *Revista Direito GV*, v. 16, n. 2, 2020. <https://doi.org/10.1590/2317-6172201961>

WANG, William K. S.; STEINBERG, Marc I. *Introduction: Insider Trading*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

WARD, Robert. Breach of duty: classical theory. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, L. L. P.; DAVIS, Harry (Coords.). *Insider trading*. Law and compliance. Answer Book 2011-12. New York: Practising Law Institute, 2011.

Authorship information

Ives Nahama Gomes. Mestre em Direito Constitucional Público pela Universidade Federal do Ceará (PPGD/UFC), com mobilidade acadêmica na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Doutoranda em Direito e Desenvolvimento na Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP. Especialista em Direito Penal Econômico pela Universidade de Coimbra e IBCCRIM. Desenvolve pesquisas e possui publicações nas áreas de Direito Penal, Direito Penal Econômico e Mercado de Capitais. ives-nahama@hotmail.com

Mariana Dionísio de Andrade. Doutora em Ciência Política pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Mestre em Direito Constitucional pela Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Especialista em Direito Processual Civil pela UNIFOR. Professora do Curso de Pós-Graduação *lato sensu* em Direito Processual Civil na UNIFOR, UNI7 e Escola Superior da Magistratura do Ceará (ESMEC). Professora do

Curso de Graduação em Direito na UNIFOR. Formação em Leadership and Conflict Management pela Stanford University. Formação em Métodos Quantitativos pela Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ). Pesquisadora do Grupo Epistemologia e Método na Ciência Política Comparada (Cnpq/UFPE). Coordenadora do Projeto Jurimetria e Pesquisa Empírica em Direito - PROPED (Cnpq/UNIFOR). Pesquisadora Bolsista do Projeto Vulnerabilidades do planejamento governamental na pandemia do COVID-19: análise empírica da racionalidade decisória dos tribunais brasileiros em demandas trabalhistas e assistenciais (FEQ/DPDI UNIFOR). Coordenadora de Pós-Graduação, Pesquisa e Extensão da ESMEC (biênio 2021-2023). Pesquisadora do grupo de estudos Dimensões do Conhecimento do Poder Judiciário da ESMEC. mariana.dionisio@unifor.br

Informações adicionais e declaração das autoras

Conflict of interest declaration: the authors confirm that there are no conflicts of interest in conducting this research and writing this article.

Declaration of authorship: all and only researchers who comply with the authorship requirements of this article are listed as authors; all coauthors are fully responsible for this work in its entirety.

- *Ives Nahama Gomes:* conceptualization, methodology, data curation, investigation, writing – original draft, final version approval.
- *Mariana Dionísio de Andrade:* validation, writing – review and editing, final version approval.

Declaration of originality: the authors assure that the text here published has not been previously published in any other resource and that future republication will only take place with the express indication of the reference of this original publication; they also attest that there is no third party plagiarism or self-plagiarism.

Editorial process dates

(<https://revista.ibraspp.com.br/RBDPP/about>)

- Submission: 16/03/2022
- Desk review and plagiarism check:
- Review 1: 29/04/2022
- Review 2: 18/05/2022
- Preliminary editorial decision: 01/09/2022
- Correction round return 1: 08/09/2022
- Transfer to V9N1: 10/11/2022
- Preliminary editorial decision 2: 03/02/2023
- Correction round return 2: 17/02/2023
- Final editorial decision: 06/03/2023

Editorial team

- Editor-in-chief: 1 (VGV)
- Reviewers: 2

HOW TO CITE (ABNT BRAZIL):

GOMES, Ives N.; DONISIO, Mariana. Quais os meios de prova no crime insider trading nos Estados Unidos da América?. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, vol. 9, n. 1, p. 389-425, jan./abr. 2023. <https://doi.org/10.22197/rbdpp.v9i1.697>



License Creative Commons Attribution 4.0 International.



Disponível em:

<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=673981992012>

Como citar este artigo

Número completo

Mais informações do artigo

Site da revista em redalyc.org

Sistema de Informação Científica Redalyc
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe,
Espanha e Portugal
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no
âmbito da iniciativa acesso aberto

Ives Nahama Gomes, Mariana Dionísio de Andrade

**Quais os meios de prova no crime insider trading nos
Estados Unidos da América? A Metodologia de Análise de
Decisões aplicada na busca de respostas**

**Which are the means of evidence in the insider trading
crime in United States of America? the decision analysis
methodology applied to search of answers**

Revista Brasileira de Direito Processual Penal
vol. 9, núm. 1, p. 389 - 425, 2023
Instituto Brasileiro de Direito Processual Penal,
ISSN-E: 2525-510X

DOI: <https://doi.org/10.22197/rbdpp.v9i1.697>