O Boletim de Conjuntura (BOCA) publica ensaios, artigos de revisão, artigos teóricos e empíricos, resenhas e vídeos relacionados às temáticas de políticas públicas.

O periódico tem como escopo a publicação de trabalhos inéditos e originais, nacionais ou internacionais que versem sobre Políticas Públicas, resultantes de pesquisas científicas e reflexões teóricas e empíricas.

Esta revista oferece acesso livre imediato ao seu conteúdo, seguindo o princípio de que disponibilizar gratuitamente o conhecimento científico ao público proporciona maior democratizacão mundial do conhecimento.



BOLETIM DE CONJUNTURA

BOCA

Ano VI | Volume 19 | Nº 56 | Boa Vista | 2024

http://www.ioles.com.br/boca

ISSN: 2675-1488

https://doi.org/10.5281/zenodo.14020661

BOLETIM DE CONJUNTURA

www.ioles.com.br/boca

A DUPLA RESPONSABILIZAÇÃO POR *INSIDER TRADING* NO BRASIL E NA UNIÃO EUROPEIA E A PROTEÇÃO DA DIGNIDADE HUMANA[1]

Alexander de Castro[2]

Resumo

Realizamos uma análise comparada do tratamento jurídico da prática do *insider trading* no Brasil e na União Europeia. Nosso objetivo é determinar se seu sancionamento, caracterizadas por um sistema duplo de responsabilização criminal e administrativa, pode representar uma ameaça à proteção dos direitos humanos e dos direitos da personalidade. O método utilizado na pesquisa é o método hermenêutico, por meio de análise documental. Os dados (normas e jurisprudência) foram levantados em pesquisa nas páginas da Corte Europeia de Justiça e do Tribunal Europeu de Direitos Humanos. Foi constatado que na Europa já se reconhece amplamente o risco – em circunstâncias específicas – de possíveis violações ao princípio *ne bis in idem* na cumulação de sanções administrativas e penais para a prática de *insider trading* e que, no Brasil, tal reconhecimento ainda não é pleno. Por fim, concluímos que – com base em teorias modernas sobre os direitos da personalidade – a violação do *ne bis in idem*, além de constituir um problema em si mesmo, ainda representa uma ameaça para a dignidade da pessoa humana por comprometer o direito à honra.

Palavras-chave: Direitos da Personalidade; Direitos Humanos; *Insider Trading; Ne Bis in Idem*; Sanções.

Abstract

We will carry out a comparative analysis of the legal treatment to the practice of insider trading and related conducts in Brazil and the European Union. In particular, we will seek to determine whether its sanctioning systems, characterized by a dual system of criminal and administrative liability, may pose a threat to the protection of human rights. We will start with a brief comparison of the differences in how insider trading is defined in both jurisdictions in order to understand what practices exactly are fought against in both systems. Finally, we will analyze some precedents of the European Court of Justice and the European Court of Human Rights, which acknowledge the risk – in specific circumstances – of possible violations of the *ne bis in idem* principle and that the same threat appears in the Brazilian case. Finally, we will describe how the violation of *ne bis in idem*, in addition to being a problem in itself, still poses a threat to the dignity of the human person by compromising the right to honor.

Keywords: Human Rights; Insider Trading; *Ne Bis in Idem*; Personal Rights; Sanctions.

INTRODUÇÃO

Este estudo se propõe a investigar o tema da dupla responsabilização na prática de insider trading no contexto jurídico brasileiro e europeu, destacando como a cumulação de sanções administrativas e penais pode representar um desafio para a proteção dos direitos humanos e dos direitos da personalidade. A prática do insider trading – entendida como a negociação de valores mobiliários por pessoas que possuem acesso a informações privilegiadas e relevantes ainda não divulgadas ao mercado – é amplamente combatida tanto no Brasil quanto na União Europeia, devido ao seu potencial para causar desequilíbrios no mercado financeiro, comprometer a equidade entre investidores e minar a

[1] A presente pesquisa contou com apoio institucional do Instituto Cesumar de Ciência, Tecnologia e Inovação (ICETI).

[2] Professor da Universidade Cesumar (UniCesumar). Doutor em Direito pela Universidade de Florença. E-mail: alexander.decastro@unicesumar.edu.br

confiança no sistema financeiro. Contudo, a questão da dupla responsabilização em casos de insider trading levanta questões complexas de ordem jurídica e ética, especialmente quando envolve a aplicação cumulativa de sanções, o que pode configurar violação ao princípio jurídico ne bis in idem, que impede que um indivíduo seja penalizado duas vezes pelo mesmo fato.

A justificativa para o presente estudo se baseia na crescente atenção que a temática do insider trading tem recebido nos últimos anos, com foco nas questões de responsabilização criminal e administrativa e seus impactos sobre a proteção da dignidade humana. Na União Europeia, tem havido um movimento claro de regulamentação que visa limitar a dupla responsabilização para assegurar o respeito aos direitos humanos e evitar a violação do princípio ne bis in idem. Entretanto, no Brasil, a consolidação desse entendimento ainda se mostra incipiente, apesar das discussões e dos avanços normativos recentes no combate ao uso de informações privilegiadas. Dado o cenário atual de globalização dos mercados financeiros e a necessidade de harmonia nas práticas jurídicas internacionais, a análise comparativa entre os tratamentos adotados por Brasil e União Europeia se mostra relevante para identificar os pontos de convergência e as lacunas normativas que podem impactar a proteção dos direitos da personalidade e da dignidade humana.

O problema central que norteia este estudo é a possibilidade de que a dupla responsabilização em casos de insider trading represente uma violação aos direitos fundamentais da personalidade, particularmente o direito à dignidade humana e à proteção da honra do indivíduo. No contexto europeu, a jurisprudência tem avançado para reconhecer os riscos inerentes à aplicação cumulativa de sanções, considerando que tal prática pode infringir o direito de não ser duplamente penalizado pelo mesmo ato, princípio protegido pela Convenção Europeia de Direitos Humanos. No Brasil, no entanto, o entendimento sobre o tema ainda é limitado, e a prática da dupla responsabilização persiste como um método de combate ao insider trading, o que levanta a preocupação sobre possíveis violações aos direitos humanos, visto que o ne bis in idem também está presente no Pacto de São José da Costa Rica. A pesquisa se propõe a questionar até que ponto a cumulação de sanções, ao invés de fortalecer o sistema de justiça, compromete a dignidade humana e o direito à honra, ao submeter o indivíduo a um tratamento sancionador excessivo e potencialmente degradante.

Os objetivos do estudo consistem, primeiramente, em analisar como o insider trading é tratado no Brasil e na União Europeia, especialmente no que se refere à cumulação de sanções criminais e administrativas, e em identificar se essa prática viola o princípio ne bis in idem. Em segundo lugar, visa-se verificar se a aplicação dupla de penalidades representa uma ameaça aos direitos da personalidade e à dignidade humana, tendo em vista que, ao ser submetido a múltiplas sanções, o indivíduo pode ter sua honra e integridade afetadas. Outro objetivo importante é explorar a possibilidade de harmonização das

práticas sancionadoras entre Brasil e União Europeia, analisando até que ponto a abordagem europeia pode servir de referência para a construção de um sistema jurídico brasileiro mais protetivo dos direitos fundamentais.

Do ponto de vista metodológico, a pesquisa utiliza o método hermenêutico, sendo desenvolvida a partir de uma análise documental qualitativa, com ênfase na interpretação de textos legais e jurisprudenciais. As fontes de dados incluem normas jurídicas aplicáveis ao insider trading e decisões judiciais relevantes, com particular atenção para as jurisprudências do Tribunal de Justiça da União Europeia e do Tribunal Europeu de Direitos Humanos. As fontes jurisprudenciais foram selecionados por meio de uma pesquisa nos sistemas de buscas das páginas oficiais dessas instituições. As fontes legais foram buscadas diretamente nas páginas das autoridades reguladoras que as emanaram. A pesquisa documental permite examinar o entendimento jurídico vigente na União Europeia e no Brasil, considerando as particularidades normativas e interpretativas de cada jurisdição.

Para embasar a análise teórica, o estudo apoia-se em uma revisão da literatura doutrinária sobre o princípio ne bis in idem e os direitos da personalidade, especialmente no que tange à dignidade e à honra do indivíduo. A abordagem teórica inclui discussões sobre as concepções de dignidade humana na teoria dos direitos fundamentais e sobre o impacto das sanções na personalidade do indivíduo, considerando a perspectiva de teóricos contemporâneos que exploram as intersecções entre direito penal e direitos humanos. Esse recorte doutrinário fornece uma base sólida para discutir a validade e os limites da dupla responsabilização no caso do insider trading, permitindo uma reflexão aprofundada sobre as implicações dessa prática em relação aos direitos humanos e à justiça.

A estrutura do texto é dividida em cinco seções principais. Após esta introdução, a segunda seção explora o conceito de informação privilegiada e o tratamento jurídico do insider trading no Brasil e na União Europeia, destacando as similaridades e diferenças entre os sistemas. A terceira seção aborda o combate ao insider trading, enfatizando a aplicação cumulativa de sanções administrativas e criminais e os desafios associados a essa prática em ambas as jurisdições. Na quarta seção, analisa-se a dupla responsabilização e o princípio ne bis in idem, com foco nos impactos dessa cumulação sobre os direitos humanos e os direitos da personalidade. Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões do estudo, resumindo os principais achados e sugerindo possibilidades para um sistema sancionador que respeite os direitos fundamentais e evite a violação do princípio ne bis in idem.

INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA UNIÃO EUROPEIA E NO BRASIL

A assimetria de informação ocorre quando uma das partes em uma transação possui mais informações relevantes do que a outra, gerando desequilíbrios no mercado. Esse fenômeno foi abordado

inicialmente por Akerlof (1970), em seu trabalho seminal *The Market for "Lemons"*, no qual ele analisa a depreciação do mercado de carros usados devido à incerteza sobre a qualidade dos veículos. Akerlof demonstrou que, ao não saberem se um carro é bom ou ruim, os compradores ajustam seus lances para o menor valor médio, o que incentiva os proprietários de carros de qualidade a saírem do mercado, restando apenas os "lemons" (carros ruins). Essa dinâmica é conhecida como *seleção adversa* (adverse selection), onde a falta de informação leva a escolhas indesejáveis, com implicações em mercados variados, como seguros e crédito (AKERLOF, 1970).

A assimetria de informação é ainda mais problemática quando se considera o conceito de *insider trading*, que se refere ao uso de informações privilegiadas para obter vantagem em operações de mercado, antes que tais informações sejam disponibilizadas ao público. Fama (1970), em sua teoria de mercados eficientes, sugere que, em um mercado ideal, os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis. No entanto, o insider trading viola essa eficiência ao permitir que agentes com acesso a informações exclusivas, como executivos de empresas, lucrem com operações antes que o mercado reaja às informações. Isso cria um ambiente de competição desleal e afeta a confiança dos investidores (FAMA, 1970). O uso de *informação privilegiada* (insider information) também foi discutido por Bebchuk e Fried (2004), que destacam a influência dos insiders na manipulação de mercado por meio de sua posição privilegiada dentro das corporações. Segundo esses autores, a existência de insiders que controlam informações exclusivas gera iniquidades e compromete a integridade do mercado, pois esses indivíduos podem se antecipar a eventos como fusões e aquisições, ajustando suas posições de forma a maximizar ganhos ou minimizar perdas (BEBCHUK; FRIED, 2004). Além disso, como no exemplo dos carros usados, a existência generalizada de transações com informação privilegiada levaria a uma também generalizada desconfiança dos participantes do mercado, resultando em um mercado menos eficiente.

Na União Europeia, o principal marco sobre o assunto do insider trading foi a Diretiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro de 1989, que coordena os regulamentos sobre insider dealing (como lá se prefere dizer) (UNIÃO EUROPEIA, 1989, pp. 30–32).

A maioria dos países da União Europeia ainda não tinha proibido o uso de informações privilegiadas no mercado de capitais até o início dos anos 90 (BHATTACHARYA; DAOUK, 2006, p. 91). Entretanto, até aquele momento sequer estava muito bem estabelecido que tal conduta deveria ser mesmo tornada ilegal, dado que vários economistas importantes viam desvantagens significativas em fazê-lo (MANNE, 1966; BAINBRIDGE, 2000, pp. 772-812). Atualmente, porém, a maioria dos especialistas está de acordo sobre a utilidade de se proibir a prática do insider trading. Especialmente após o ano de 2001, quando o Prêmio Nobel de Economia foi concedido a Joseph Stiglitz, Michael

Spence e George Akerlof por seus trabalhos sobre assimetrias de informação (AKERLOF, 1970), policymakers ao redor do mundo convenceram-se dos inconvenientes do uso de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários, reconhecendo que tal prática torna-os defeituosos e menos eficientes (BOURVEAU; BROCHET; FERRI; SUN. 2024, 83-110). De tal forma, enquanto a União Europeia continuava buscando uniformidade entre seus estados membros, a proibição do insider trading ganhou impulso em todo o mundo.

São significativas as diferenças na maneira como o conceito de informação privilegiada é definido em ambos os sistemas. Enquanto na legislação da UE a definição de informação privilegiada é rigorosamente a mesma para os regimes administrativo e criminal de responsabilidade, no Brasil existem duas definições, a contida nos parágrafos do artigo 155 da lei das sociedades anônimas – depois complementada pelas resoluções da CVM – e aquela do crime de insider trading, no artigo 27-D da lei 6404/76 (BRASIL, 1976a; BRASIL, 1965). Em princípio, ambas acabam tendo os mesmos requisitos, mas o fato dos textos em si serem diferentes em sua estrutura oferece possibilidades de interpretação divergentes. De qualquer forma, num esforço sintetizador, podemos dizer que tais requisitos são: 1) a informação precisa não ter sido divulgado ao mercado, formal (através de comunicação de fato relevante) ou informalmente, e; 2) deve ser capaz de influenciar de maneira considerável o preço dos valores mobiliários da empresa. Um terceiro requisito, bem mais controverso, diz que a informação deve ter sido obtida em razão da posição de alguém de administrador da companhia, ou através de um seu subordinado ou terceiro de sua confiança devido à sua negligência. Tal requisito estava indiscutivelmente presente nas versões originais tanto dos parágrafos do artigo 155 da lei das sociedades anônimas quanto do artigo 27-D da lei 6404/76. Entretanto, ambos os dispositivos sofreram alterações, o primeiro em 2001 e o segundo em 2017, ocasiões em que aparentemente ele teria sido extinto. Entretanto, a doutrina tem divergido quando à dispensabilidade dos deveres de lealdade ou de manter sigilo sobre as informações para a caracterização da infração de insider trading. Defendem a necessidade do dever de sigilo para a caracterização do insider trading: Eizirik, 2011, p. 372; Lucena, 2009, p. 494; Carvalhosa, 2014, pp. 416-17. Sustentam que tal dever não é mais necessário e que, portanto, qualquer pessoa, independentemente de sua relação com a companhia, pode ser responsabilizada pela prática do insider trading: Proença, 2005, p. 293; Müssnich, 2017, p. 30ss. Em geral, porém, as resoluções da CVM têm um peso determinante na interpretação do artigo 155 da lei das sociedades anônimas. Dessa forma, hoje em dia encontra-se mais ou menos estabelecido que no âmbito administrativo o terceiro requisito não é mais necessário ante o § 4° do mesmo artigo 155 da referida lei, ainda que contestações judiciais sejam sempre possíveis. E a tendência é que, no aspecto criminal, siga-se a mesma orientação, embora a interpretação sistemática de ambos os dispositivos permita, de maneira

muito plausível, sustentar de maneira que segura que, para que uma pessoa sem quaisquer deveres com relação à companhia possa ser efetivamente responsabilizada, ela deve ter recebido as informações de alguém que violou seus próprios deveres fiduciários ao revelar-lhe a informação.

Concluindo-se, ao contrário, que tal requisito ainda subsiste, a consequência que uma mesma informação pode não ser considerada informação privilegiada em relação a todos os participantes do mercado, visto que tal caracterização depende da relação de confiança com a pessoa que ocupa posição específica dentro da empresa ou à confiança do administrador da empresa em outra pessoa do âmbito de suas relações.

A definição de *informação privilegiada* na União Europeia está disposta no artigo 7º, parágrafo 1º, do MAR (UNIÃO EUROPEIA, 2014a), e é composta por quatro elementos essenciais que caracterizam essa informação. O primeiro elemento, conforme o parágrafo 2º do mesmo artigo, é a *natureza precisa da informação*. Para que uma informação seja considerada precisa, é necessário que ela apresente um conjunto de circunstâncias ou eventos específicos que já ocorreram ou que se possa esperar que ocorram. Além disso, essa precisão deve permitir conclusões sobre o possível efeito desses eventos no valor dos instrumentos financeiros (HANSEN, 2011, p. 87). Essa exigência de precisão na informação busca garantir que ela seja suficientemente específica para influenciar as decisões de investimento de forma fundamentada e previsível.

O segundo elemento é o *caráter não-público* da informação. De acordo com o artigo 7º, parágrafo 1º, do MAR, uma informação que já tenha sido divulgada publicamente, seja de forma regular ou irregular, perde o caráter de confidencialidade e, portanto, deixa de ser considerada privilegiada. Em contrapartida, a divulgação irregular pode configurar uma outra forma de abuso de informação, o que reflete a importância de garantir a equidade e o acesso justo à informação para todos os investidores, mantendo a transparência no mercado (UNIÃO EUROPEIA, 2014a).

O terceiro elemento exige que a *informação esteja diretamente ou indiretamente relacionada a um ou mais emissores ou a instrumentos financeiros*. As informações diretamente relacionadas incluem, por exemplo, dados sobre os lucros de uma empresa, negociações de crédito ou investimentos específicos. Já as informações indiretamente relacionadas abrangem dados macroeconômicos que afetam o setor de uma empresa, como a introdução de novas regulamentações governamentais ou decisões sobre as taxas de juros pelos bancos centrais (SEREDYNSKA, 2012, p. 16). Essa distinção visa identificar o escopo da influência da informação sobre os valores mobiliários e sua relevância para diferentes níveis de investidores e mercados.

Por fim, o quarto elemento da definição de informação privilegiada é que ela tenha o *potencial de impactar significativamente os preços* dos instrumentos financeiros ou derivativos. Embora essa

avaliação seja complexa, dada a quantidade de variáveis que afetam o mercado simultaneamente, o artigo 7º, parágrafo 4º, do MAR estabelece que essa característica é satisfeita quando se pode presumir que um investidor razoável consideraria a informação relevante para fundamentar suas decisões de investimento, mesmo que de forma parcial. Essa norma busca assegurar que o impacto da informação seja mensurável e que tenha valor econômico suficiente para justificar a proteção contra o uso indevido no mercado.

O princípio da *paridade de informações* ocupa uma posição central na regulamentação europeia sobre insider trading. Esse princípio, fundamentado na ideia de que a informação possui valor econômico intrínseco, busca garantir que todos os investidores tenham condições justas de acesso a dados relevantes para a tomada de decisões de investimento (VENTORUZZO, 2014, p. 16ss). Esse conceito visa equilibrar o mercado, eliminando vantagens indevidas que possam comprometer a confiança dos investidores e, consequentemente, a estabilidade do sistema financeiro. No Brasil, por outro lado, a regulamentação do insider trading teve como base inicial a *violação dos deveres fiduciários* dos administradores das empresas. Esse conceito é evidente na primeira definição legal de insider trading, que foi estabelecida na Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 155, § 1º. De acordo com essa legislação, o uso de informações privilegiadas por administradores constitui uma violação do dever de lealdade para com a companhia e seus acionistas, indicando um enfoque na responsabilidade moral e ética dos agentes que ocupam posições de confiança dentro das empresas (BRASIL, 1976a).

Com o tempo, o sistema brasileiro foi expandido e aprimorado para incluir sanções penais e administrativas, especialmente com a introdução do artigo 27-D na Lei 6.385/1976, que criminalizou a prática do insider trading. Essas reformas indicam uma evolução do conceito, que passou a incluir medidas mais rigorosas de proteção contra o uso indevido de informações privilegiadas, indo além dos deveres fiduciários (BRASIL, 1965).

Ao comparar as abordagens europeia e brasileira, nota-se que a definição de informação privilegiada na União Europeia é mais detalhada e abrangente, com elementos adicionais que não estão presentes na legislação brasileira. Enquanto a UE exige que a informação seja precisa e esteja diretamente ou indiretamente relacionada a emissores ou instrumentos financeiros, o direito brasileiro limita-se a exigir que a informação seja não-pública e que tenha potencial para influenciar os preços dos valores mobiliários. Esses dois requisitos são comuns às duas jurisdições e constituem a base para caracterizar o insider trading, mas a legislação europeia fornece uma definição mais específica e criteriosa, refletindo uma preocupação maior com a clareza e a previsibilidade dos regulamentos (UNIÃO EUROPEIA, 2014a).

Apesar das diferenças estruturais entre as legislações, interpretações aprofundadas da legislação brasileira podem levar à incorporação dos requisitos adicionais presentes no sistema europeu. Por exemplo, o conceito de "natureza precisa" e a exigência de relação direta ou indireta com emissores ou instrumentos financeiros podem ser interpretados no contexto dos deveres fiduciários e de lealdade estabelecidos na legislação brasileira. Assim, mesmo que o direito brasileiro não contenha formalmente todos os elementos previstos na definição da UE, interpretações jurisprudenciais e doutrinárias podem ampliar o escopo da proteção contra o insider trading, de modo a alcançar um padrão similar ao europeu (VENTORUZZO, 2014; SEREDYNSKA, 2012).

A evolução dos sistemas de proteção contra insider trading na União Europeia e no Brasil demonstra um alinhamento progressivo em direção a uma abordagem mais rigorosa e integrada. Enquanto a legislação europeia enfatiza a paridade de informações e detalha requisitos específicos, o Brasil aparentemente tem migrado de um modelo baseado em deveres fiduciários para um sistema mais amplo, que inclui sanções criminais e administrativas.

O COMBATE AO INSIDER TRADING ENTRE SANÇÕES ADMINISTRATIVAS E CRIMINAIS

No Brasil, inicialmente, o insider trading era tratado fundamentalmente como uma mera infração civil. E, como tal, gera responsabilização civil para aqueles que a praticavam, o que permite que aqueles que sofrem prejuízos busquem indenização em juízo por danos, desde que, é claro, todos os outros elementos da responsabilidade civil estejam presentes (a saber, uma perda e um nexo de causalidade entre ela e o ato ilícito). Isso decorre automaticamente dos princípios de responsabilidade civil. Entretanto, se houvesse ainda alguma dúvida, o art. 155, § 3º do Estatuto das Sociedades por Ações estabelece que "A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2°, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação" (BRASIL, 1976a).

Para acompanhar as consequências civis do insider trading, também foram introduzidas disposições administrativas. A Lei 6.385 de 1976, em seu artigo 9º, V e VI, combinada com o artigo 11, permitiu à Comissão de Valores Mobiliários impor punições administrativas aos infratores. As punições que a Comissão estava autorizada a aplicar eram de quatro tipos: 1) advertência; 2) multa; 3) suspensão do cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores, e; 4) revogação da licença para ocupar o cargo de administrador em tais entidades (BRASIL, 1976b).

O complemento de punições administrativas foi crucial para a eficácia da proibição do uso de informações privilegiadas. O sistema de informações privilegiadas como mera violação civil baseada na quebra de deveres fiduciários do administrador certamente seria insuficiente como forma de proteger a confiança no mercado de valores mobiliários. A principal razão é que a própria estrutura da responsabilidade civil parece não ser suficientemente dissuasiva para impedir a disseminação da prática. Dado que os chamados *punitive damages* da *common law* não fazem parte da teoria clássica da responsabilidade civil no sistema de *civil law*, a consequência de ser considerado culpado é meramente a obrigação de pagar uma indenização por perdas infligidas a terceiros, que geralmente são proporcionais aos lucros auferidos com o ato ilícito de insider trading. Em outras palavras, a responsabilidade civil por si só poderia apenas obrigar o infrator a pagar o valor que haveria ganhado ilegalmente, o que – no fim das contas – apenas tornaria o insider trading uma aposta que valeria a pena. À quantia que o infrator perderia sob a forma de sanção civil, somavam-se as sanções administrativas.

No âmbito criminal, o artigo 27-D da Lei 6.385, de 1976, prescreveu duas punições pelo crime de insider trading: 1) prisão por um período mínimo de um ano a máximo de cinco anos; 2) multa de até três vezes o valor dos ganhos ilícitos obtidos com o crime. Essas punições devem ser aplicadas em conjunto. E, de acordo com o parágrafo 2º do mesmo artigo, ambas as penas podem ser aumentadas em um terço, caso o infrator tenha a obrigação de guardar sigilo. Esse parágrafo foi adicionado na reforma de 2017, quando a obrigação de manter sigilo foi removida da definição do crime (BRASIL, 1965).

A legislação da União Europeia, incluindo o MAR e o MAD II, estabelece um sistema paralelo de sanções para enfrentar o insider trading. Nos casos mais graves e intencionais, a prática deve ser classificada como crime pelos Estados-Membros, enquanto infrações menos sérias são tratadas no âmbito administrativo (UNIÃO EUROPEIA, 2014a; 2014b). As sanções administrativas são amplas, abrangendo penalidades financeiras e restrições operacionais, como suspensão de atividades e proibições temporárias ou permanentes para cargos gerenciais em empresas de investimento. Em casos de reincidência, a legislação prevê sanções mais rigorosas, incluindo a revogação de autorizações (UNIÃO EUROPEIA, 2014a).

O valor máximo das multas administrativas é proporcional à natureza do infrator: pessoas físicas podem ser multadas em até 5 milhões de euros, enquanto para pessoas jurídicas o valor pode chegar a 15 milhões de euros ou 15% do volume de negócios anual. Além disso, a penalidade financeira pode alcançar três vezes os lucros obtidos ou prejuízos evitados por meio da prática ilícita (UNIÃO EUROPEIA, 2014a).

No âmbito penal, os Estados-Membros devem garantir que o insider trading seja punível com sanções adequadas, incluindo prisão de até quatro anos para insiders e de até dois anos para divulgação

ilegal de informações privilegiadas. Pessoas jurídicas também podem ser sancionadas com multas ou outras penalidades, como perda de benefícios públicos, proibição de atividades comerciais e até dissolução judicial em casos extremos (UNIÃO EUROPEIA, 2014b).

Embora o MAR e o MAD II não tratem explicitamente da responsabilidade civil, eles influenciam os regimes de responsabilidade civil dos Estados-Membros. Violações das obrigações de insider trading podem ser processadas como ilícitos civis em tribunais nacionais, com efeitos no direito privado (BUSCH, 2019).

Quadro 1 - Comparativo sobre Insider Trading entre Brasil e União Europeia

Critério	Brasil	União Europeia
Origem e natureza do tratamento	Originalmente, o insider trading era considerado infração civil, com sanções centradas na responsabilidade civil e no pagamento de indenizações por danos causados. Com o tempo, foram incluídas sanções administrativas e penais para complementar a proteção.	Na UE, o combate ao insider trading é regulado principalmente pelo MAR e pelo MAD II, que introduzem um sistema paralelo de sanções administrativas e penais. A criminalização do insider trading é obrigatória em casos graves e intencionais, enquanto infrações menores permanecem no âmbito administrativo.
Sanções administrativas	A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pode aplicar: 1) advertências; 2) multas; 3) suspensão do cargo de administrador; e 4) revogação da licença para atuar como administrador em companhias abertas. Essas sanções visam aumentar a dissuasão e fortalecer a proteção do mercado.	As sanções administrativas incluem medidas pecuniárias (multas de até 5 milhões de euros para pessoas físicas e 15 milhões de euros para jurídicas) e não pecuniárias, como ordens de cessação de conduta, confiscos de ganhos ilícitos, advertências públicas e suspensões ou proibições de atuação em cargos administrativos. Em caso de violações repetidas, pode haver proibição permanente de gerentes e executivos.
Sanções criminais	O artigo 27-D da Lei 6.385/76 prevê prisão de um a cinco anos e multa de até três vezes o valor dos ganhos obtidos com o insider trading. Em casos onde o infrator tem obrigação de sigilo, as penas podem ser aumentadas em até um terço.	A legislação exige sanções criminais efetivas e proporcionais. A pena máxima de prisão deve ser de pelo menos 4 anos para insider trading e 2 anos para divulgação ilegal de informações privilegiadas. As sanções criminais para pessoas jurídicas incluem multas e penalidades adicionais, como exclusão de benefícios públicos, desqualificação para atividades comerciais, supervisão judicial, dissolução e fechamento de estabelecimentos.
Responsabilidade civil	Há responsabilidade civil para quem pratica insider trading, permitindo que as vítimas busquem indenização por danos, conforme o artigo 155 do Estatuto das Sociedades por Ações. A reparação é limitada ao valor dos danos causados, o que reduz o impacto dissuasivo, já que os punitive damages não fazem parte do sistema brasileiro.	A legislação da UE (MAR e MAD II) não menciona explicitamente a responsabilidade civil por insider trading, concentrando-se nas sanções administrativas e criminais. No entanto, tribunais nacionais dos Estados-Membros podem tratar violações como ilícitos civis, abrindo espaço para pedidos de indenização dentro do regime de responsabilidade civil local.

Fonte: Elaboração própria.

A DUPLA RESPONSABILIZAÇÃO POR INSIDER TRADING E O PRINCÍPIO *NE BIS IN IDEM* FRENTE À PROTEÇÃO INTEGRAL DA PESSOA

O princípio *ne bis in idem* assegura que uma pessoa não seja julgada ou punida mais de uma vez pela mesma infração. No contexto da União Europeia, a aplicação de sanções administrativas e criminais paralelas para a prática de *insider trading* levanta questões sobre a compatibilidade dessas medidas com o princípio, especialmente quando as sanções administrativas têm caráter punitivo (LUCHTMAN; VERVALE, 2014; CERIZZA, 2014). Essa duplicidade de responsabilização ocorre frequentemente em áreas onde a UE introduz sanções administrativas como resposta ao aumento da competência penal dos Estados-Membros. Historicamente, limitava-se o poder da UE de legislar sobre

direito penal, o que incentivou o uso de sanções administrativas com caráter dissuasivo (WIDDERSHOVEN, 2002).

A legislação da UE, como o *MAR* e o *MAD II*, prevê um sistema de sanções que varia em função da gravidade e intencionalidade da infração. Em geral, os casos mais graves de insider trading são tratados como crimes, enquanto infrações menores são sancionadas administrativamente. As sanções administrativas incluem multas pesadas e restrições de atuação para os responsáveis, o que frequentemente suscita dúvidas sobre a distinção entre essas sanções e as de caráter criminal (RAEDSCHELDERS, 2011; HUISMAN; KOEMANS, 2008).

A jurisprudência do *Tribunal Europeu de Direitos Humanos (TEDH)* expandiu o alcance do princípio, considerando-o aplicável a qualquer sanção com natureza penal, seja administrativa ou criminal. Decisões do TEDH e do Tribunal de Justiça da União Europeia consolidaram o entendimento de que o termo "penalmente" inclui penalidades administrativas com efeitos punitivos, alinhando-se com o caso Engel, que define critérios para identificar sanções com caráter penal (UNIÃO EUROPEIA, 2012; UNIÃO EUROPEIA, 2013). Outro ponto crítico é a definição de "idem" no princípio ne bis in idem, que evoluiu de *idem crimen* para *idem factum*, ou seja, aplicável a infrações baseadas nos mesmos fatos, independentemente de sua classificação jurídica (COUNCIL OF EUROPE, 1995; COUNCIL OF EUROPE, 2001). Essa interpretação, adotada pelo TEDH, visa garantir uma proteção mais ampla dos direitos individuais, evitando que sanções sejam repetidas formalmente como administrativas para contornar o princípio (WONG, 2014).

Além disso, o princípio inclui três garantias principais: ninguém deve ser sujeito a investigação repetida, julgamento ou punição pela mesma infração. Tal aplicação não se limita à condenação anterior, sendo suficiente que tenha havido um processo penal finalizado, ainda que sem condenação (COUNCIL OF EUROPE, 2001; COUNCIL OF EUROPE, 2014). O acúmulo de processos penais impacta diretamente o direito à defesa e o princípio da igualdade de condições, além de comprometer o princípio da proporcionalidade ao submeter o acusado a um excesso punitivo que pode comprometer sua dignidade.

Por outro lado, a existência de um sistema paralelo de sanções administrativas e criminais oferece uma proteção mais eficaz contra o insider trading, especialmente para a preservação do mercado de capitais. No entanto, é essencial garantir que o uso de ambos os tipos de sanção observe o princípio ne bis in idem, assegurando que as punições múltiplas sejam evitadas ou adequadamente justificadas, em conformidade com as normas de proteção aos direitos humanos (VAN BOCKEL, 2010).

No Brasil, o problema do âmbito de aplicação do princípio ne bis in idem tem recebido crescente atenção nos últimos anos (ARÊDES, 2018; OLIVEIRA, 2012; ALEIXO, 2017; DEZAN, 2019;

COSTA, 2015; FIGUEIREDO, 2011; SABOYA, 2006). O debate foi impulsionado por uma decisão do Suprema Tribunal Federal que considerou um processo criminal por um suposto crime de lavagem de dinheiro que transcorreu no sistema judiciário brasileiro como uma violação do princípio ne bis in idem porque o réu já havia sido julgado e absolvido pelos mesmos fatos na Suíça (BRASIL, 2019), reconhecendo assim a validade do princípio ne bis in idem mesmo às custas da soberania judicial do país. Outra decisão recente do Superior Tribunal de Justiça reconheceu a violação do princípio em um julgamento de um militar pela justiça comum por fatos que haviam sido julgados anteriormente na justiça militar, onde ele foi absolvido em virtude do reconhecimento da prescrição (BRASIL, 2019). No entanto, a combinação de procedimentos criminais e administrativos para os mesmos fatos em relação ao mesmo réu ainda está por ser avaliada pelos tribunais superiores.

A constituição brasileira não menciona explicitamente o princípio ne bis in idem, nem através do brocardo latino, nem com uma expressão vernacular correspondente. Sua validade no sistema jurídico brasileiro é, no entanto, reconhecida pela doutrina através de duas fontes principais. Em primeiro lugar, a proibição do bis in idem deriva da doutrina da coisa julgada, que por sua vez tem base constitucional (artigo 5, XXXVI, CF/88 – Brasil, 1988). Uma vez que a coisa julgada impede que uma reivindicação que tenha chegado a um julgamento final não apelável entre as mesmas partes seja julgada novamente, segue-se que os fatos que fundamentam um processo criminal contra uma determinada pessoa dificilmente podem ser julgados novamente em outra procedimento criminal, uma vez que, nesses casos, o autor geralmente é sempre o mesmo, ou seja, o Estado. Essa regra pode ser extrapolada por meio de raciocínio analógico para demonstrar que a regra subjacente à doutrina da coisa julgada é a proibição de repetir um julgamento contra a mesma pessoa pelos mesmos fatos, independentemente da qualificação que eles possam adquirir em diferentes regimes de responsabilidade. Em segundo lugar, e esse é talvez o fundamento indiscutível, o princípio ne bis in idem é apresentado no artigo 8.4 da Convenção Americana de Direitos Humanos (ORGANIZATION OF AMERICAN STATES, 1969), ratificado pelo Brasil em 1992. Não há dúvidas, portanto, que o princípio é válido no Brasil.

O principal obstáculo à aceitação do princípio ne bis in idem entre os regimes penal e administrativo de responsabilidade é a força da doutrina da autonomia e independência dos ramos do direito, segundo a qual as decisões tomadas em um ramo não necessariamente vinculam a outras (ARÊDES, 2018). Os precedentes do Supremo Tribunal Federal foram consistentes com esse entendimento. No entanto, a doutrina contrária, ou seja, a teoria da unidade do poder punitivo do Estado, vem crescendo em aceitação em muitos países. Segundo essa teoria, as sanções aplicadas pelo Estado com caráter punitivo não são materialmente distinguíveis umas das outras, mesmo que sejam aplicadas dentro de ramos independentes do direito (ARÊDES, 2018). Portanto, nessa visão, o princípio ne bis in

idem precisa ser entendido como um limite ao poder punitivo do Estado como um todo, proibindo, assim, uma segunda punição pelos mesmos fatos (em seu aspecto material) e a repetição de procedimentos para julgar o mesmo réu pelos mesmos fatos quando uma decisão final foi alcançada no primeiro procedimento (em seu aspecto processual).

Em conclusão, no que diz respeito ao sistema jurídico brasileiro, a visão moderna sobre a relação entre os vários ramos do direito exige que o princípio ne bis in idem seja aplicado através das fronteiras disciplinares, a fim de garantir a devida proteção dos direitos humanos definidos no Pacto de São José e a devida proteção de suas derivações no direito interno brasileiro, como – por exemplo – os direitos de personalidade do direito à honra e à liberdade. A resistência em reconhecer todo o âmbito de aplicação do princípio ne bis in idem devido à ideia de uma independência rígida e intransponível entre os ramos do direito torna muito fácil contorná-lo completamente ao ponto de deixá-lo de lado, pondo em risco a proteção da dignidade da pessoa humana. Portanto, se se quer efetivamente levar a sério o princípio ne bis in idem no sistema jurídico brasileiro sob a perspectiva da proteção integral da pessoa (que articula os direitos humanos, direitos fundamentais e direitos da personalidade), então é uma necessidade lógica que ignoremos a distinção entre os regimes de responsabilização penal e o administrativo.

Neste ponto, faz-se necessário também algum esclarecimento sobre os fundamentos jurídicos da proteção integral da pessoa humana no ordenamento jurídico brasileiro. Tradicionalmente, a categorização de tais ordens de direitos também se desenvolveu de uma forma segmentada, seguindo uma divisão em compartimentos bastante estanques. Tal orientação, porém, começou a ser abandonada em anos relativamente recentes em favor da constatação de que a proteção integral da pessoa, enquanto fundamento da ordem jurídica, tem uma natureza substancial unívoca. No direito brasileiro, tal abordagem encontra fundamento ocasional no princípio constitucional da dignidade da pessoa humana, porta principal de entrada dos direitos humanos na ordem jurídica nacional e fundamento último de toda a proteção à pessoa. Nesse diapasão, a violação dos direitos humanos através da infração ao princípio ne bis in idem é também uma afronta à dignidade da pessoa humana e, como tal, irradia-se também contra os direitos específicos que dele são derivados. Dentre os vários, destaca-se o direito à honra e o direito à liberdade que, aliás, são classificados ao mesmo tempo como direitos fundamentais e direitos da personalidade.

A disseminação dos direitos da personalidade remonta ao período do segundo pós-guerra (pós-1945) e pode-se dizer que veio a lume como uma transposição de aspectos dos direitos fundamentais para o âmbito normativo das relações privadas. Paralelamente à positivação de normas, sob a rubrica de direitos personalidade, em códigos civis de diversos países, ganhava força a tese da eficácia horizontal dos direitos fundamentais, doutrina de origem alemã (FABISCH, 2010; SIEREN, 2014) que encontrou

ampla aceitação no direito da EU (ENGLE, 2009) e que reverberou com força também na ciência jurídica brasileira, sob a forma da constitucionalização do direito privado (FACHIN, 2007; FACHIN, 2012) – ideia essa que também foi cogitada na Alemanha (MAULTZSCH, 2012). A reflexão sobre tais circunstâncias do aparecimento e desenvolvimento dos direitos da personalidade levou à conclusão de que tais direitos tinham, na realidade, uma natureza híbrida, situando-se mesmo no vértice entre direito público e direito privado (MELLO, 2003). Nessa perspectiva, os direitos da personalidade seriam um lugar de encontro desses dois ramos fundamentais da juridicidade. Essa perspectiva ganha ainda mais força ante à amplamente reconhecida dificuldade em se estabelecer um critério definitivo para se distinguir com nitidez o direito público do direito privado (ZANINI *et al*, 2018). De tal forma, conclui-se que os direitos positivos devotados à proteção do que há de essencial em um ser humano enquanto pessoa física e moral transcendem os limites das ramificações e sub-ramificações do direito na exata medida em que se constituem univocamente como pedra angular de toda a estrutura jurídica. Em outras palavras, tais direitos – fundamentais, humanos, da personalidade – têm a mesma natureza substancial, a despeito das formas que assumem. Não por acaso, alguns direitos – como o direito à honra – são classificados tanto como direito fundamental, quanto como direito humano e direito da personalidade.

A indissociabilidade dos direitos da personalidade em relação aos direitos humanos e aos direitos fundamentais torna também problemático seu enquadramento nos esquemas tradicionais de compreensão de direitos subjetivos do direito privado, ainda que inúmeras sejam as características excepcionais – como a indisponibilidade, sendo talvez a principal – atribuídas a eles pela civilística a fim de forçá-los a qualquer custo dentro dos limites estreitos de sua disciplina. Mas a principal incompatibilidade com seu objetivo de tutela de algo tão complexo e multifacetado como a personalidade humana talvez seja sua fragmentação em diversos interesses bem singularizados e estritamente definidos, que deveriam categorizar as formas de expressão jurídica dessa personalidade humana. Que a personalidade mesma seja um todo unitário e sempre hábil a encontrar formas de expressão praticamente impossíveis de serem previstas pelo legislador, é um fato que parece ter passado completamente ao largo das tentativas de positivação dos direitos da personalidade desde a de Orlando Gomes nos anos 60.

A experiência internacional, entretanto, demonstra que é viável confiar a proteção da personalidade a uma cláusula geral de proteção integral, como exemplifica o caso de Portugal que assim o fez em seu artigo 70º, 1, do Código Civil de 1966. Apenas dessa forma consegue-se abranger o ilimitado número de hipóteses de agressão à esfera de proteção da personalidade de um indivíduo, limitando-se – por consequência – a intervenção estatal/judicial em sua defesa apenas pela tutela de outras personalidades individuais, isto é, quando a proteção a seus âmbitos de expressão entram em

conflito. E é interessante notar que também o Brasil possui uma cláusula de proteção integral à pessoa humana: o princípio da dignidade da pessoa humana, estabelecido art. 1º, inciso III, da Constituição Federal.

O status constitucional de tal norma impede, inclusive, que a proteção por ela determinada seja limitada por legislação infraconstitucional. De tal forma, é irrelevante que o código civil discrimine situações específicas de tutela da personalidade, pois a proteção jurídica à pessoa não poderá ser reduzida por tais normas (TEPEDINO, 2004; MORAES, 2008; ALMEIDA, 2024). Mas talvez a mais importante consequência dessa constatação é a indissociabilidade entre os direitos da personalidade e os direitos fundamentais, tese que fica – portanto – demonstrada tanto pela análise da natureza substancial de ambas as categorias de direitos quanto pela estrutura que ambos encontraram no direito positivo brasileiro. E, por fim, evidencia-se também que os direitos inerentes à pessoa enquanto ser humano, por estarem no vértice de toda a ordem jurídica, não apenas possuem a mesma natureza substancial, como também transcendem a dicotomia direito público/direito privado, por serem o núcleo do qual toda a ordem jurídica emana. Sendo assim, os direitos categorizados como *da personalidade* e classificados tradicionalmente como de natureza privada têm indissociavelmente também um caráter público, da seara dos direitos fundamentais, para ser exato.

Dentre tais direitos, destacamos um em especial, que no Brasil usualmente é apenas tratado como direito privado da personalidade, mas que também está presente no rol dos direitos fundamentais: o direito à honra. Como todos os seus pares, tal direito é tratado normalmente apenas como um aspecto do direito privado, mesmo quando é objeto de tutela penal (nos crimes de injúria, calúnia, difamação e correlatos). Não há dúvidas de que a honra é uma expressão inextrincável da personalidade e, como tal, a classificação do correspondente direito como *da personalidade* pode apenas ser considerada como absolutamente precisa. E levando ainda em conta tudo o que demonstramos anteriormente, isto é, que tais direitos não apenas encontram seu fundamento constitucional na dignidade da pessoa humana, mas confundem-se com ela própria, transcendendo a dicotomia direito público-privado enquanto fundamento último de toda ordem jurídica, então temos que forçosamente concluir que um direito da personalidade (o direito à honra, no nosso exemplo) materializa tal hibridez precisamente na medida em que também constitui um direito fundamental. Trata-se, portanto, de um verdadeiro direito fundamental da personalidade.

É exatamente o direito à honra que é atacado em primeiro plano pela violação do princípio ne bis in idem. O mero início de um segundo procedimento por fatos que já foram objeto de uma decisão em caráter definitivo tem potencial de devastar a honra objetiva de uma pessoa. A despeito das garantias constitucionais atribuídas ao acusado, em especial a presunção de inocência (SILVA; ÁVILA, 2024, p.

562-579), processos investigativos de natureza criminal ou administrativa carregam consigo um enorme caráter infamante, que muitas vezes nem mesmo a absolvição (com ou sem decisão de mérito) consegue reverter. Indivíduos que tenham eventualmente obtido sua absolvição a qualquer título no primeiro procedimento e estarão engajados na árdua tarefa de reconstruir sua reputação perante a coletividade, recuperando-se dos danos já sofridos, terão seus esforços nulificados pelo segundo – indevido – procedimento. E mesmo que o primeiro procedimento tenha concluído pela culpa do acusado, ainda assim o segundo procedimento trar-lhe-á danos injustos ao aumentar para além do razoável as punições infligidas pela transgressão cometida, perpetuando a imagem do réu como um contumaz transgressor da lei que não é capaz de emendar-se mesmo depois de já ter sido punido uma primeira vez.

Despiciendo recordar que mesmo um condenado não perde seus direitos fundamentais e que se deve ser punido, tais punições devem ater-se aos limites legais e constitucionais. Em ambos os casos, a mera notícia do procedimento em repetição – por vezes explorado sensacionalisticamente pela mídia, quando não distorcido pelas redes sociais – arruína a imagem pública do indivíduo, aniquilando sua honra objetiva. Por tal razão, a violação do princípio ne bis in idem (algo sempre possível de acontecer com um sistema de dupla responsabilização, penal e administrativa) é também a violação do direito da personalidade à honra, direito inseparável da dignidade humana mesma e objeto da proteção integral da pessoa. A defesa de tal direito demanda, então, os cuidados que acima mencionamos, de forma a melhor compatibilizar estratégias de proteção contra o abuso do insider trading e a proteção da dignidade da pessoa humana.

CONCLUSÃO

O tratamento do *insider trading* no Brasil e na União Europeia revela uma evolução regulatória similar, com sanções inicialmente limitadas ao âmbito civil e administrativo e posteriormente expandidas para incluir punições criminais. No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pode impor multas e sanções administrativas não pecuniárias, como advertências e suspensão de licenças. Em 2001, a criminalização formal foi introduzida com a previsão de pena de prisão e multas significativas, especialmente em casos de quebra de sigilo (BRASIL, 1976).

Na União Europeia, a estrutura sancionatória inclui uma distinção entre infrações administrativas e crimes intencionais, conforme estabelecido pelo MAR e MAD II. As sanções administrativas abrangem medidas financeiras e restrições de atuação, incluindo proibições permanentes para reincidentes. Punições mais severas, com penas de prisão para infratores, são aplicadas em casos graves (UNIÃO EUROPEIA, 2014a; 2014b).

A principal convergência entre as abordagens reside na *dupla responsabilização* – administrativa e criminal –, o que implica que um infrator de insider trading pode estar sujeito a ambos os tipos de sanção. No entanto, a legislação e jurisprudência europeias levantam preocupações sobre a compatibilidade desse modelo com o princípio *ne bis in idem*, sugerindo que sanções administrativas com caráter punitivo podem equivaler a sanções penais, resultando em potenciais violações ao direito de não ser duplamente penalizado (COUNCIL OF EUROPE, 1976; UNIÃO EUROPEIA, 2012).

No contexto brasileiro, embora o ne bis in idem seja amplamente reconhecido na teoria penal, a separação rígida entre direito administrativo e penal tem limitado sua aplicação. A ausência de um conceito autônomo de "acusação criminal", como desenvolvido pelo Tribunal Europeu de Direitos Humanos no caso Engel, representa um obstáculo para a aplicação desse princípio no Brasil. No entanto, aponta-se aqui para a possibilidade de aplicação do ne bis in idem de forma a proteger o direito à honra (direito ao menos tempo fundamental e da personalidade), no âmbito da doutrina da proteção integral da pessoa (que busca precisamente articular a proteção dos direitos humanos, dos direitos fundamentais e dos direitos da personalidade numa tutela global da dignidade da pessoa humana).

Para estudos futuros, sugere-se a investigação das limitações e da aplicabilidade do princípio ne bis in idem em casos de dupla sanção, com foco no impacto sobre a dignidade humana. Esse aprofundamento pode contribuir para o desenvolvimento de uma abordagem mais integrada entre direito público e privado, promovendo uma proteção mais abrangente e coerente da dignidade da pessoa humana.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 84, n. 3, 1970.

ALEIXO, K. C.; PENIDO, F. A. "A subversão principiológica na execução penal e o princípio ne bis in idem". ***Delictae*: Revista de Estudos Interdisciplinares sobre o Delito**, vol. 2, n. 2, 2017.

ALMEIDA, F. R. "A efetivação instrumental e o espaço dos direitos da personalidade". **Boletim de Conjuntura (BOCA)**, vol. 18, n. 53, 2024.

ARÊDES, S. N. "Ne bis in idem: direito fundamental constitucional aplicável na relação entre as esferas penal e administrativa geral no direito brasileiro". **Direito, Estado e Sociedade**, n. 52, 2018.

BAINBRIDGE, S. M. "Insider trading: an overview". *In*: MARCIANO, A.; RAMELLO, G. B. **Encyclopedia of Law and Economics**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2000.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. **Pay without Performance**: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H. "The world price of insider trading". *In*: CLAESSENS, S.; LAEVEN, L. (eds.). **A Reader in International Corporate Finance**. Washington: World Bank Publications, 2006.

BOURVEAU, T.; BROCHET, F.; FERRI, F.; SUN, C. "Say on Pay Laws and Insider Trading". **The Accounting Review**, vol. 99, n. 4, 2024.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília: Planalto, 1988. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 22/03/2024.

BRASIL. **Habeas Corpus n. 392.868 - MT (2017/0061601-7)**. Relator: Ministro Nefi Cordeiro. Data: 06/06/2017. Brasília: STJ, 2017. Disponível em: <www.stf.jus.br>. Acesso em: Acesso em: 22/03/2024.

BRASIL. **Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965**. Brasília: Planalto, 1965. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 22/03/2024.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Brasília: Planalto, 1976b. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 22/03/2024.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Brasília: Planalto, 1976a. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 22/03/2024.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Habeas Corpus HC 171118/SP - São Paulo**. Relator: Mininstro Gilmar Mendes. Data: 12/11/2019. Brasília: STF, 2019. Disponível em: <www.stf.jus.br>. Acesso em: Acesso em: 22/03/2024.

BUSCH, D. "The private law effect of the EU market abuse regulation". **Capital Markets Law Journal**, vol. 14, n. 3, 2019.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Saraiva, 2014.

CERIZZA, M. "The New Market Abuse Directive". **EUCRIM**, n. 3, 2014.

COSTA, H. R. L. "Ne bis in idem e Lei Anticorrupção: sobre os limites para a imposição de sanção pelo Estado". **Revista Fórum de Ciências Criminais**, n. 12, 2015.

COUNCIL OF EUROPE. **Application n. 14939/03**. Strasbourg: European Court of Human Rights, 2009. Disponível em: <www.hudoc.echr.coe.int>. Acesso em: 05/03/2024.

COUNCIL OF EUROPE. **Application n. 15963/90**. Strasbourg: European Court of Human Rights, 1995. Disponível em: <www.hudoc.echr.coe.int>. Acesso em: 05/03/2024.

COUNCIL OF EUROPE. **Application n. 25711/94**. Strasbourg: European Court of Human Rights, 1998. Disponível em: <www.hudoc.echr.coe.int>. Acesso em: 05/03/2024.

COUNCIL OF EUROPE. **Application No 37950/97**. Strasbourg: European Court of Human Rights, 2001. Disponível em: <www.hudoc.echr.coe.int>. Acesso em: 05/03/2024.

COUNCIL OF EUROPE. **Application No 758/11**. Strasbourg: European Court of Human Rights, 2014. Disponível em: <www.hudoc.echr.coe.int>. Acesso em: 05/03/2024.

COUNCIL OF EUROPE. **Application no. 5100/71**. Strasbourg: European Court of Human Rights,

1976. Disponível em: <www.hudoc.echr.coe.int>. Acesso em: 05/03/2024.

DEZAN, S. L. "A constitucionalização do direito penal: a força normativa do princípio ne bis in idem para uma adequada leitura epistêmica dos bens jurídicos". **Revista Justiça do Direito**, vol. 33, n. 2, 2019.

EIZIRIK, N. **Lei das S/A comentada**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011.

ENGLE, E. "Third Party Effect of Fundamental Rights (Drittwirkung)". **Hanse Law Review**, vol 5, n. 2, 2009.

FABISCH, D. **Die unmittelbare Drittwirkung der Grundrechte im Arbeitsrecht**: die Auswirkungen der von Hans Carl Nipperdey begründeten Lehre auf die Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichts. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2010.

FACHIN, L. E. "Fundamentos, limites e transmissibilidade: anotações para uma leitura crítica, construtiva e de índole constitucional da disciplina dos direitos da personalidade no Código Civil brasileiro". *In*: CORRÊA, E. A. A.; GIACOIA, G.; CONRADO, M. (coords.). **Biodireito e dignidade da pessoa humana**. Curitiba: Editora Juruá, 2007.

FACHIN, L. E. **Teoria Crítica do Direito Civil**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2012.

FAMA, E. F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". **Journal of Finance**, vol. 25, n. 2, 1970.

FAURÉ, M.; GOURITIN, A. "Blurring Boundaries between Administrative and Criminal Enforcement of Environmental Law". *In*: GALLI, F.; WEYEMBERGH, A. (eds.). **Do Labels Still Matter**: Blurring Boundaries Between Administrative and Criminal Law, The Influence of the EU. Bruxelles: Institute d'etudes Europeennes, 2014.

FIGUEIREDO, N. L. "Considerações sobre a aplicação do princípio do ne bis in idem em casos de cartéis internacionais no Brasil". **Revista do Ibrac**, vol. 18, n. 19, 2011.

HANSEN, J. L. "Insider dealing after the Market Abuse Directive". *In*: PRENTICE, D.; REISBERG, A. (eds.). **Corporate Finance in the UK and EU**. Oxford: Oxford University Press, 2011.

HUISMAN, W.; KOEMANS, M. "Administrative Measures in Crime Control". **Erasmus Law Review**, vol. 1, n. 5, 2008.

LUCENA, J. W. **Das sociedades anônimas**: comentários à lei. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2009.

LUCHTMAN, M.; VERVALE, J. "Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an Integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union?" **New Journal of European Criminal Law**, vol. 2, n. 5, 2014.

MANNE, H. G. **Insider Trading and the Stock Market**. London: Free Press, 1966.

MAULTZSCH, F. "Die Konstitutionalisierung des Privatrechts als Entwicklungsprozess: Vergleichende Betrachtungen zum deutschen und amerikanischen Recht". **Juristen Zeitung**, vol. 67, 2012.

MELLO, C. A. "Contribuição para uma teoria híbrida dos direitos de personalidade". *In*: SARLET, I. W. (org.). **O novo Código Civil e a Constituição**. Porto Alegre: Editora Livraria do Advogado, 2003.

MICHIE, R. C. **The Global Securities Market**: A History. Oxford: Oxford, 2006.

MORAES, M. C. B. "Ampliando os direitos da personalidade". *In*: VIEIRA, J. R. (org.). **20 anos da Constituição cidadã de 1988**: efetivação ou impasse institucional? Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008

MÜSSNICH, F. A. M. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017.

OLIVEIRA, M. V. X. "Da insconstitucionalidade dos artigos 7º, §1º e 8º do código penal por violação ao princípio ne bis in idem". **Revista Quaestio Iuris**, vol. 5, n. 1, 2012.

ORGANIZATION OF AMERICAN STATES. **American Convention on Human Rights**: Adopted at the Inter-American Specialized Conference on Human Rights. San José: OAS, 1969. Disponível em: <www.cidh.oas.org>. Acesso em: 22/10/2024.

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

RAEDSCHELDERS, S. "Interrelations between Administrative and Criminal Sanctions in Environmental Law: New Legislation and Actual Practice in Flanders". **Ninth International Conference on Environmental Compliance and Enforcement**, vol. 617, 2011.

SABOYA, K. M. F. S.; DANTAS, M. N. R. **Ne bis in idem**: limites jurídico-constitucionais à persecução penal. Natal: Editora da UFRN, 2006.

SEREDYNSKA, I. **Insider Dealing and Criminal Law**. Berlin: Springer, 2012.

SIEREN, M. **Drittwirkung der Grundrechte im Privatrecht**. München: Grin Publishing, 2014.

SILVA, L. G. C.; ÁVILA, G. N. "A construção da identidade de inocente a partir dos direitos da personalidade e do interacionismo simbólico". **Boletim de Conjuntura (BOCA)**, vol. 18, n. 52, 2024.

TEPEDINO, G. "A tutela da personalidade no ordenamento civil-constitucional brasileiro". *In*: TEPEDINO, G. **Temas de Direito Civil**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2004.

UNIÃO EUROPEIA. **Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia**. Bruxelas: UE, 2000. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing**. Bruxelas: UE, 1989. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse**. Bruxelas: UE, 2014b. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **European Court of Justice. C-489/10**. Cidade de Luxemburgo: UE, 2012. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **European Court of Justice. C-617/10**. Cidade de Luxemburgo: UE, 2013. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **European Court of Justice. Joined cases C-204/00 P, C-205/00 P, C-211/00 P, C213/00 P, C-217/00 P and C-219/00 P**. Cidade de Luxemburgo: EU, 2004. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **European Court of Justice. T-217/06**. Cidade de Luxemburgo: EU, 2011. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC**. Bruxelas: UE 2014a. Disponível em: <www.europa.eu>. Acesso em: 01/04/2024.

VAN BOCKEL, B. **The Ne Bis in Idem Principle in EU Law**. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2010.

VENTORUZZO, M. "Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments". **ECGI Working Paper Series in Law**, n. 257, 2014.

WIDDERSHOVEN, R. "Encroachment of Criminal Law in Administrative Law in the Netherlands". **Electronic Journal of Comparative Law**, vol. 6, 2002.

WONG, C. H. "Criminal Sanctions and Administrative Penalties: The Quid of the ne Bis in Idem Principle and some Original Sins". *In*: GALLI, F.; WEYEMBERGH, A. (eds.). **Do Labels Still Matter**: Blurring Boundaries Between Administrative and Criminal Law, The Influence of the EU. Bruxelles: Institute d'etudes Europeennes, 2014.

ZANINI, L. E. A. *et al*. "Os direitos da personalidade em face da dicotomia direito público - direito privado". **Revista de Direito Brasileira**, vol. 19, n. 8, 2018.



BOLETIM DE CONJUNTURA (BOCA)

Ano VI | Volume 19 | Nº 56 | Boa Vista |2024

http://www.ioles.com.br/boca

Editor chefe:

Elói Martins Senhoras

Conselho Editorial

Antonio Ozai da Silva, Universidade Estadual de Maringá

Vitor Stuart Gabriel de Pieri, Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Charles Pennaforte, Universidade Federal de Pelotas

Elói Martins Senhoras, Universidade Federal de Roraima

Julio Burdman, Universidad de Buenos Aires, Argentina

Patrícia Nasser de Carvalho, Universidade Federal de Minas Gerais

Conselho Científico

Claudete de Castro Silva Vitte, Universidade Estadual de Campinas

Fabiano de Araújo Moreira, Universidade de São Paulo

Flávia Carolina de Resende Fagundes, Universidade Feevale

Hudson do Vale de Oliveira, Instituto Federal de Roraima

Laodicéia Amorim Weersma, Universidade de Fortaleza

Marcos Antônio Fávaro Martins, Universidade Paulista

Marcos Leandro Mondardo, Universidade Federal da Grande Dourados

Reinaldo Miranda de Sá Teles, Universidade de São Paulo

Rozane Pereira Ignácio, Universidade Estadual de Roraima