

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

Insider trading: intervenção criminal no colarinho branco do mercado de valores

Insider trading: criminal intervention in white-collar crime in the securities market

Felipe Ribeiro da Silva - Centro Universitário UNA, frsjdr_@hotmail.com

Gabriel Ribeiro de Lima - Centro Universitário UNA, gabrillima1988@hotmail.com

Juliana de Almeida Oliveira - Centro Universitário UNA, julianaoliveira.advpa@gmail.com

Resumo

A dogmática penal brasileira encontra-se ininterruptamente em processo de inovação, com o propósito de acompanhar as necessidades da sociedade de nosso país, que, por sua vez, estão em constante mutação. Posto isso, vive-se uma inegável preocupação social com o endurecimento no combate aos crimes, sobretudo aos denominados “crimes de sangue”. Todavia, não só tais crimes merecem um maior interesse da tutela penal, mas, sobretudo, os denominados “crimes do colarinho branco”. Uma das formas de combater tais ilícitos é a sanção penal em face da prática de condutas contra o mercado financeiro, como, por exemplo, o *insider trading*, que, por já possuir repreensão nas áreas administrativa e cível, discute-se a necessidade da sanção também na esfera criminal. A sanção penal também se faz necessária, tendo em vista os sérios danos que podem ser causados, pela conduta de *insider trading*, ao sistema financeiro, podendo gerar graves crises econômicas, o que afetaria diretamente a população. Urge, então, que se combata severamente a prática do *insider trading* no contexto do mercado mobiliário brasileiro, para que, além de fornecer segurança para os investidores protegendo o seu patrimônio, interfira diretamente na segurança econômica do Estado.

Palavras-chave: Abuso de informação privilegiada. Necessidade de repressão criminal. Mercado de capitais. Segurança econômica

Abstract

The Brazilian criminal law doctrine has been undergoing continuous transformation in order to keep pace with the evolving demands of society. In recent years, public concern has increasingly focused on the intensification of punitive measures, particularly in relation to violent crimes. However, equal—if not greater—attention must be directed toward so-called white-collar crimes, especially those committed within the financial market. Among these, insider trading stands out as a particularly harmful practice. Although it is already subject to administrative and civil sanctions, there remains an ongoing debate regarding the necessity of criminal enforcement. The imposition of criminal sanctions for insider trading is justified by the significant harm such conduct may inflict upon the financial system, potentially triggering severe economic crises with widespread social consequences. Strengthening criminal repression in this context is therefore essential not only to ensure investor protection and safeguard private assets, but also to preserve market integrity and promote the economic security of the State. In this regard, a robust criminal response to insider trading within the Brazilian securities market constitutes a necessary instrument for maintaining public trust and financial stability.

Keywords: Insider trading. Capital market. Economic crimes.

1 Introdução

Em meados do século XIX, a prática do *insider trading* não era considerada crime, sendo apenas conhecida como uma vantagem adquirida por poucos. Assim, a obtenção de informações privilegiadas era considerada legal e os dirigentes das sociedades empresariais a utilizavam com habitualidade. Diante desse cenário, os detentores de cargos relevantes na companhia, que tinham acesso a informações sobre a sua futura diretriz no mercado econômico, enriqueciam-se à custa da própria empresa e dos demais participantes externos.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

No entanto, no século XX, houve uma intolerância quanto à prática do *insider trading*, devido às diversas denúncias em face do enriquecimento dos *insiders*, em detrimento dos demais componentes do mercado de valores. Esta modificação no juízo de reprovação a tal prática ocorreu, primeiramente, nos Estados Unidos e depois na Europa.

Assim, os primeiros dispositivos, que visavam à proteção dos investidores quanto a prática do *insider trading*, surgiram nos EUA, logo após a crise de 1929, por meio do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Act* de 1934. Tais normas regulamentavam o mercado de valores mobiliários. Posteriormente, em 1942, foi editada, pelo órgão regulamentador do mercado de capitais americano, a *Rule 10b-5*, que disciplinou a prática do *insider trading*, também inspirando a criação de normas por todo mundo¹.

No Brasil, o assunto em questão é bem mais recente, tendo sido disciplinado apenas pela Lei 4.728/1965, em seu art. 3º, inciso X, que dispunha que cabia ao Banco Central fiscalizar a utilização das informações privilegiadas por *insiders* em benefício próprio ou de terceiro. No entanto, tal dispositivo não define o que seria informação privilegiada, o que dificultava a fiscalização. Ademais, a vedação à prática do *insider trading* não ficou muito clara e objetiva naquele dispositivo.

Apenas com o advento da Lei das Sociedades Anônimas de 1976 que a conduta estudada foi tipificada. Em seu art. 155, restou determinado, aos administradores, seus subordinados e terceiros de sua confiança, o sigilo sobre as informações da companhia, que podem influenciar o mercado de capitais e que ainda não tenham sido divulgadas. O mesmo dispositivo também veda a utilização de informações relevantes e não divulgadas, por aqueles que têm acesso, nas negociações de títulos no mercado de capitais. Tal prática constitui em ato ilícito civil, que pode ser exercido por qualquer pessoa que obtenha informações privilegiadas.

Nos dias atuais, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) é o órgão responsável pela fiscalização e regulamentação do mercado de capitais. Portanto, ela é a principal fonte para o estudo do *insider training*, tendo em vista a sua qualidade normativa, que, por meio das suas instruções, fornece os conceitos necessários para a análise do tema.

2 *Insider trading*: contornos jurídicos básicos

Primeiramente, é preciso identificar o sujeito ativo dessa prática ilícita denominada *insider trading* que, por sua vez, pode ser punido nas esferas administrativa, civil e penal de forma cumulativa. Destarte, figura como *insider* aquele que, em razão do cargo que ocupa na companhia, obtém informações privilegiadas sobre ela, como, por exemplo, os administradores e seus

¹MACIEL, Karina Tereza da Silva. MARTIN Antônio. **Efetividade da repressão ao Insider Trading.** Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=40a65e5a692bf1f5>. Acesso em 15/02/2015.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

funcionários diretos, o acionista controlador, o conselho fiscal e seus funcionários diretos, ou terceiros de confiança da sociedade empresária, como advogados e contadores.

Este grupo de pessoas tem o dever de guardar sigilo sobre informações relevantes que ainda não foram divulgadas. O descumprimento de tal conduta ensejará o ato considerado ilícito, e, consequentemente, a atuação repressiva do Estado para a proteção do bem jurídico tutelado. Portanto, o sujeito ativo desse crime é justamente o *insider* que utiliza dessas informações para adquirir vantagens econômicas para ele ou para terceiros.

De acordo com os autores José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos², o bem jurídico tutelado são os membros da comunidade econômica. Desta forma, o ato ilícito não fere apenas uma pessoa determinada, mas, sim, os interesses difusos da sociedade. Portanto, é inequívoca a necessidade de haver paridade nas informações a fim de que todos possam ter iguais oportunidades no mercado econômico.

Outro aspecto importante a ser estudado é a compreensão do termo *informações privilegiadas*. É preciso que tal conceito seja explicitado, pois, sem ele, não é possível a aplicação da sanção, já que se deve caracterizar da forma mais objetiva possível, os elementos que constituem o crime.

A Lei 6404/1976³, em seu art. 157, e o art. 2º, da Instrução CVM nº 358/2002, explicitam que “informação privilegiada” ou “informação relevante” consiste:

Em qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

- I- Na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados;
- II- Na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- III- ou de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Portanto, entende-se que a informação privilegiada é aquela capaz de influenciar os atos dos investidores, sendo o ato da compra ou da venda de suas ações ou o exercício de algum direito próprio. Tal informação pode implicar em um potencial enriquecimento em detrimento daqueles que não a possuem.

É necessário, ainda, indagar qual o momento da constituição de uma informação privilegiada, para identificar o nascimento do dever de sigilo daqueles que estão em posições relevantes na companhia. De acordo com os dispositivos transcritos acima, é possível identificar tais

²COSTA, José de Faria e RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de abuso de informação privilegiada: insider trading – a informação enquanto problema jurídico-penal.** Coimbra: Coimbra, 2006.

³Lei 6404/1976. Lei das sociedades anônimas.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

momentos, como, por exemplo, a partir do ato decisório ou orientador da assembleia geral da companhia aberta. Assim, nasce o dever de sigilo.

Constata-se, também, que, a partir da decisão de buscar equipamentos modernos ou novas explorações econômicas, nasce a obrigação de sigilo. É importante destacar que tais informações privilegiadas têm natureza privada, haja vista que ainda não foram divulgadas para o público. Deste modo, é evidente que, para se caracterizar o crime (que será tratado mais adiante), é necessário que haja a violação ao sigilo da informação.

Outro aspecto importante é o tempo da consumação do ilícito, caracterizado como *insider trading*, que se dá no momento da exploração do mercado econômico, baseado na informação relevante e sigilosa.

É lícito afirmar, ainda, sobre a existência de um dano moral decorrente da prática do *insider trading*, uma vez que este gera desconfiança e falta de credibilidade no mercado financeiro. Ademais, é evidente que esta conduta influencia negativamente até aqueles que não participam da exploração do mercado mobiliário, uma vez que afasta novos investidores.

Como o bem jurídico tutelado possui uma natureza difusa, o dano moral também é difuso, devido à impossibilidade de mensurar a quantidade de pessoas prejudicadas pelo ato ilícito. Assim, verifica-se a possibilidade do ajuizamento da ação civil pública, requerendo a reparação do dano moral em face da coletividade.

Por fim, para que haja a reparação do dano patrimonial, é preciso que os investidores prejudicados comprovem o abuso e quantifiquem os valores dos prejuízos sofridos na negociação. Além disso, é preciso haver a comprovação de que a negociação foi realizada diretamente com o *insider*. Deste modo, uma vez identificados todos os requisitos estudados no presente artigo, é dever do Estado punir os envolvidos.

2.1 Da repressão ao *insider trading* no sistema jurídico brasileiro

A denominada tríplice repressão ao *insider trading*, existente no sistema jurídico brasileiro, pode-se entender pela repressão civil, penal e administrativa, cujas nuances serão apresentadas, bem como analisar se há relações entre as decisões proferidas em cada uma dessas esferas. Insta salientar que se trata de um ilícito protegido por searas distintas, e, desta forma, o interesse de agir de cada uma poderá ser atribuído por diferentes fundamentos.

2.1.1 Do ilícito administrativo

A repressão administrativa possui, como titular para sua execução, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), órgão responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de mobiliário¹, tendo, como interesse de agir, o interesse do estado na manutenção de um mercado justo, cristalino e inidôneo, em que os investidores possuam segurança para atuação, sem temores da existência de

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026
máculas que possam prejudicá-los.

O ilícito administrativo encontra-se regulado na denominada Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976), que, em seu art. 155, §§§ 1º, 2º, 3º e 4º, atribui, ao administrador, bem como aos funcionários ou terceiros da sua confiança, a obrigação de guardar sigilo sobre informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado de capitais, e veda que ele as utilize para a negociação de valores mobiliários, seja diretamente ou indiretamente. Para configurar o ilícito administrativo é necessária a comprovação do nexo causal entre o ato de uma daquelas pessoas (divulgação de informações não divulgadas), a ação do comprador e o benefício auferido.

Desta forma, com a redação do §3º, do art. 155, amplia-se a vedação da prática do *insider* a todos que obtiverem acesso às informações privilegiadas, concluindo-se pela possibilidade da prática do *insider* a todo e qualquer participante do mercado de capitais.

Tal regramento decorre do dever de lealdade, inerente aos administradores, conforme: “o Art. 9º, V, VI, da Lei 6385/76, impõe a CVM a atribuição de apurar e punir condutas fraudulentas ou ilegais e práticas não equitativas que gerem danos a pessoas residentes no território nacional.”

A prática do *insider* configura infração grave, de acordo com o estabelecido pelo art. 18, da Instrução CVM 358/02⁴, cabendo, além da pena de multa suscitada, a cominação ou não de suspensão ou inabilitação temporária de até 20 anos do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta ou de outra que não dispensa autorização por parte da CVM.

Importante ressaltar, que a inspiração estadunidense da legislação pátria permite que a multa, que poderá ser imposta isolada ou combinadamente com outra sanção, poderá ser sé-lo além dos valores dos danos causados ao mercado e/ou ao lucro auferido pelo *insider*.

A sanção administrativa, prevista para a prática do *insider*, deve ser no sentido de repreender a sua prática, sendo esta imposta para que tal fato não ocorra novamente, possuindo caráter punitivo.

2.1.2 Do ilícito civil

O bem jurídico referente à proteção civil é a tutela patrimonial dos investidores, ou seja, os danos sofridos pelos particulares, em razão da prática do *insider*, tais como a desvalorização de suas ações resultadas desta prática, podendo ser essa ação positiva ou negativa.

Tem-se, como legitimado para a propositura dessa ação, o próprio investidor lesado, sem desconsiderar a possibilidade de ação civil pública, capitaneada por associações de investidores ou, até mesmo, pelo Ministério Público, em caso de dano moral coletivo.

Quanto à solidariedade no direito civil, esta decorre da lei ou de obrigação contratual. Na Lei 6.404/2004, em seu já mencionado art. 155, atribui a solidariedade entre o administrador, seus

⁴Instrução CVM nº 358/2002

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

funcionários e terceiros de confiança, ou seja, o rol já *supra*, exemplificado, pela indenização dos danos causados aos particulares, respondendo com seus respectivos patrimônios.

As ações deverão ser promovidas na justiça comum, competente para a propositura da referida ação individual ou ação civil pública, para que assim sejam reparados o patrimônio do lesado pela prática do *insider*, caracterizando este, portanto, o bem tutelado na esfera civil.

2.1.3 Do ilícito penal

A prática do *insider* como ilícito penal foi tardivamente regulamentado no Brasil, por meio da Lei 10.303/2001, que inseriu, na Lei 6.404/1979, o art. 27-D, determinado, como crime, o denominado “Uso Indevido de Informação Privilegiada”:

Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com 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.

O referido dispositivo caracteriza uma norma penal em branco heterogênea, uma vez que um dos seus elementos normativos – “informação relevante ainda não divulgada ao mercado” demanda interpretação, por meio da norma prevista do art. 157, § 4º, da Lei 6.404/1979:

Art. 157 O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. [...]

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

É importante ressaltar que, para fins de configuração do ilícito penal, determina-se a autoria àqueles que têm o dever legal de guardar sigilo sobre a informação privilegiada, entendidos, como tal, os administradores e outros que possuem especial confiança na companhia, como a pessoa do advogado, que, segundo a regulação contida no Código de Ética e Estatuto da OAB, possuem dever de sigilo.

No Brasil, os crimes, em regra, são de ação penal pública, possuindo, como titular, o Ministério Público, regra esta comportada para a prática do *insider*. Contudo, é objeto de discussão a competência do Ministério Público Federal ou Estadual para promover tal ação.

Esse tema fora objeto de discussão no Acórdão 8433/2013, proferido pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região, responsável por julgar, em instância recursal, a prática do *insider trading*, por administradores das empresas Sadia/Perdigão, o famoso caso “Sadia/Perdigão”. O órgão colegiado assim decidiu sobre o incidente de competência:

A Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito de uso indevido de informação

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

privilegiada tendo em vista que artigo 109, VI, da CF/88, deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais, bem como extensivamente, em razão do interesse jurídico da União. Por conseguinte, muito embora o termo "mercado de capitais" não estivesse previsto nos dispositivos constitucionais (arts. 21, VIII, e 192), o interesse direto da União reside na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários⁵.

No âmbito da dogmática penal, outro tema merecedor de destaque é a classificação do ilícito, uma vez que esta é indispensável para verificação do momento de sua consumação, é cediço que o crime de *insider trading* possui classificação doutrinária de crime de perigo abstrato, e, portanto, há importantes vozes questionadoras do merecimento de sua imposição como ilícito penal.

Insta salientar que a Constituição Federal, em seu art. 170 assim determina: “*A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existências dignas, conforme os ditames da justiça social*”. Desta forma, é inequívoco cuidar-se de direito constitucionalmente consagrado, como é o bem protegido pelo ilícito do *insider*. Frisase que é mandamento de ampla proteção, como destaca acórdão do STF no julgamento do HC 104.410 Rio Grande do Sul:

A Constituição de 1988 contém um significativo elenco de normas que, em princípio, não outorgam direitos, mas que, antes, determinam a criminalização de condutas (CF, art. 5º, XLI, XLII, XLIII, XLIV; art. 7º, X; art. 227, § 4º). Em todas essas normas é possível identificar um mandato de criminalização expresso, tendo em vista os bens e valores envolvidos. Os direitos fundamentais não podem ser considerados apenas como proibições de intervenção (*Eingriffsverbote*), expressando também um postulado de proteção (*Schutzgebote*). Pode-se dizer que os direitos fundamentais expressam não apenas uma proibição do excesso (*Übermassverbote*), como também podem ser traduzidos como proibições de proteção insuficiente ou imperativos de tutela (*Untermassverbote*). Os mandatos constitucionais de criminalização, portanto, impõem ao legislador, para o seu devido cumprimento, o dever de observância do princípio da proporcionalidade como proibição de excesso e como proibição de proteção insuficiente⁶.

A prática do *insider* é de grande lesividade ao cenário econômico do Estado e, portanto, deve ser punido à luz do direito penal, afastando-se a incidência do princípio da intervenção mínima, para que a sua prática não seja tolerada. Isto porque, o princípio da intervenção mínima deve ser analisado em seus diversos prismas, uma vez que deverá ser construído um ordenamento jurídico que busque a proporcionalidade na punição da violação de seus bens e a ausência dessa punição mostra-se ferimento ao mandamento constitucional previsto no art. 170.

⁵Acórdão 8433/2013, Apelação Criminal nº 000512326.2009.4.03.6181/SP. Diário Eletrônico da Justiça Federal da 3ª Região. Edição nº 29/2013 - São Paulo, quinta-feira, 14 de fevereiro de 2013.

¹¹BARROS, Flávio Augusto Monteiro. *Direito Penal – Parte Geral*. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 440

⁶ BRASIL, Supremo Tribunal Federal, HABEAS CORPUS. PORTE ILEGAL DE ARMA DE FOGO DESMUNICIADA. (A)TIPICIDADE DA CONDUTA. CONTROLE DE CONSTITUCIONALIDADE DAS LEIS PENais. MANDATOS CONSTITUCIONAIS DE CRIMINALIZAÇÃO E MODELO EXIGENTE DE CONTROLE DE CONSTITUCIONALIDADE DAS LEIS EM MATÉRIA PENAL. CRIMES DE PERIGO ABSTRATO EM FACE DO PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE. LEGITIMIDADE DA CRIMINALIZAÇÃO DO PORTE DE ARMA DESMUNICIADA. ORDEM DENEGADA, Habeas Corpus 104.410 RS, Aldori de Lima ou Aldori Lima e Defensoria Pública da União, Relator: Min. Gilmar Mendes, D.J.e. 27/03/2012;

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

Por fim, conclui-se que a mesma Constituição Federal assegura a proteção ao dano, bem como a ameaça a este, como dispõe o art. 5º XXXV. Neste sentido, a Natália Silva Teixeira Rodrigues de Oliveira afirma que:

A despeito da crítica contundente à presença de crimes de perigo abstrato na legislação penal, pela aparente ausência de lesividade, esta é uma questão bastante discutível, já que determinados crimes tidos como de perigo abstrato, como o crime de tráfico ilícito de drogas, constituem-se, na realidade, como sendo uma das condutas potencialmente mais capazes de causar danos à saúde pública⁷.

3. O *insider trading* na jurisprudência brasileira

3.1. O caso Perdigão-Sadia

O conhecido caso “Sadia-Perdigão” trata-se de uma ação penal, cuja denúncia foi oferecida pelo Ministério Público Federal, em face de Luiz Gonzaga Murat Filho, Romano Anselmo Fontana Filho e Alexandre Ponzio de Azevedo, ambos acusados da prática do delito de *insider trading*, tipificado no art. 27-D da Lei 6.385/1976.

Essa foi a primeira sentença condenatória no Brasil sobre a conduta de *insider trading*, prolatada nos autos do processo 0005123-26.2009.403.6181, da 6º Vara Federal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores.

Conforme a sentença, a denúncia descreve que:

os três acusados teriam negociado valores mobiliários, valendo-se de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, que tinham conhecimento e da qual deviam manter sigilo. Tal informação consistia em oferta pública de aquisição (OPA), a ser realizada por parte da sociedade empresária SADIA S.A., sobre as ações da sua principal concorrente, a PERDIGÃO S.A. O acusado LUIZ teria assim agido por duas vezes; o acusado ROMANO por quatro vezes; e o acusado ALEXANDRE uma única vez⁸.

Consta nos autos que os três acusados teriam negociado valores imobiliários, baseados em informações relevantes, ainda não públicas, que obtiveram devido ao cargo que cada um ocupava, sem respeitar o dever de sigilo que lhes eram inerentes.

Assim, Luiz Gonzaga Murat Filho exercia a função de Diretor de Finanças e relações com Investidores da SADIA S.A. Após tomar conhecimento da informação privilegiada, ele comprou, de forma sucessiva, em 07 de abril e 29 de junho de 2006, 35.700 ADRs (*American Depository Receipts*) representativos de ações de emissão da PERDIGÃO S.A. na Bolsa de Valores de Nova Iorque

Já acusado Romano Anselmo Fontana Filho exercia a função de membro do conselho e Administração da SADIA S.A. Nos termos da denúncia, teria adquirido, em razão de informação

⁷ OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues, *Insider Trading: Uma Realidade a Luz do Direito Penal*. *Rev. Fac. Direito UFMG*, Belo Horizonte, n. 60, p. 365 a 390, jan./jun. 2012.

⁸CAVALI, Marcelo Costenaro. Juiz Federal Substituto da 6º Vara Criminal de São Paulo, **Sentença tipo D, Autos n. 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4)**, 6ª Vara Federal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro, de 16 de fevereiro de 2011.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

privilegiada, repetidas vezes (05, 07, 12 de julho de 2006) um total de 18.000 ADRs representativos de ações de emissão da PERDIGÃO S.A. na Bolsa de Valores de Nova Iorque, tendo-as vendido em 21 de julho do mesmo ano, após ciência de outra informação privilegiada, ou seja, a revogação da OPA descrita por parte da SADIA S.A. Nessa negociação, Romano Anselmo obteve de vantagem um lucro de US\$139.145,0.

O acusado Alexandre Ponzio de Azevedo exercia a função de Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio de Banco ABN AMRO REAL S.A. Segundo a peça acusatória, após tomar conhecimento da informação privilegiada, ele teria comprado, em 20 de junho de 2006, 14.000 ADRs representativos de ações de emissão da PERDIGÃO S.A. na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

A competência para o processamento e julgamento do feito foi da Justiça Federal, sendo que CVM manifestou interesse em ingressar no feito, na qualidade de assistente de acusação.

Todos os acusados obtiveram lucros exorbitantes com as negociações, em razão das informações supostamente obtidas em decorrência dos seus cargos.

Luiz Gonzaga foi condenado, em primeira instância, à pena privativa de liberdade de 1 ano e 9 meses de reclusão, em regime inicial aberto, substituída por penas privativas de direito, além da multa de R\$349.711,53. Alexandre Ponzio conseguiu fazer acordo com o Ministério Público Federal e foi excluído da ação penal, em troca de prestação de serviços à comunidade, 4 horas semanais, por seis meses. Já Romano Anselmo foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 ano, 5 meses e 15 dias de reclusão, em regime inicial aberto, substituídas por penas privativas de direito, além de proibição ao exercício do cargo de administrador e/ ou conselheiro fiscal de companhia aberta, aplicada pela CVM para ambos os condenados.

Em segunda instância, Luiz Gonzaga teve sua pena aumentada para 2 anos, 6 meses e 10 dias de reclusão, além do dever de indenizar os prejuízos sofridos à título de dano moral coletivo, no valor mínimo de R\$254.335,66. Já Romano Anselmo teve sua pena aumentada para 2 anos e 1 meses de reclusão, cumulado com o dever de indenizar os prejuízos sofridos à título de dano moral coletivo, no valor mínimo de R\$305.036,36.

3.2. Caso “Eike Batista”

O empresário Eike Batista é acusado, em 14 processos, de possíveis práticas de manipulação, maquiagem e irregularidades cometidas no Mercado de Capitais. Os processos foram instaurados pela CVM, que investiga medidas adotadas pelo empresário nas negociações da empresa do grupo EBX, onde há suspeita de maquiagem e manipulação de mercado, além de supressão de informações relevantes aos acionistas e a prática do *insider trading*.

Na época dos fatos, Eike Batista era acionista controlador, e presidente do Conselho de Administração das empresas OGX, OSX e LLX.

O Ministério Público Federal verificou que, após descobrir que a empresa petroleira OGX não conseguia honrar seus contratos, por que a exploração de petróleos nos poços visados não seria mais viável, Eike Batista, diante desta informação, vendeu grande parte das ações

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

desta empresa, visando diminuir os seus prejuízos. Por outro lado, a falta de publicidade desta informação, pelos demais acionistas, impossibilitou que os demais investidores da companhia tivessem oportunidade igualitária e tal conduta feriu a Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009⁹.

O artigo 6º, da instrução normativa n. 358/2002, trata do dever de informar fato relevante, que possa trazer riscos à companhia:

Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítima da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociado dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado.

Eike Batista foi acusado de desfazer de quase 10 milhões de ações da companhia OSW, principal fornecedora da OGX, utilizando da mesma prática de omissão de fato relevante, manipulação de preços (de ações) e prática não equitativa, tendo sido acusado criminalmente, com fundamento no art. 27-D, da Lei 6.385/1976, ou seja, pela prática de *insider trading*.

4. O *insider trading* sob a ótica da legislação americana

Os Estados Unidos é referência na aplicabilidade da legislação sobre o crime do *insider trading*, além de ser o país com o maior número de casos julgados, envolvendo a responsabilização dos *insiders* neste crime, de obter vantagens ilícitas através de informações privilegiadas, direta ou indiretamente, ligadas ao cargo em que o agente ocupa.

No Brasil, compete a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) fiscalizar o mercado brasileiro, já nos EUA, essa função análoga pertence à *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹⁰, que, diferentemente da doutrina brasileira, aplica uma extrema amplitude subjetiva ao instituto. Ao contrário do entendimento norte-americano, no Brasil, para caracterizar a conduta do *insider trading*, não basta apenas usar a seu favor a informação privilegiada, o agente deve ter algum vínculo funcional ou profissional com a companhia, de onde se fará obrigatório o sigilo e o dever de lealdade.

As normas americanas repressoras do *insider trading* são do *Securities and Exchange Act* – SEC de 1934, Seção 16a e 16b, e a *Rule 10 b-5* de 1942. A norma correspondente à norte-americana, no Brasil é já citada Lei 6.385/1976.

A Seção 16a estabelece a obrigação para os diretores, administradores e quaisquer outras pessoas detentoras, direta ou indiretamente, de mais de 10% das ações de uma companhia, remeter à

⁹ Instrução CVM, nº 480, de 7 dezembro de 2009.

¹⁰ BLOK, Marcela. **O descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas.** Disponível em: <http://thelegal.me/wp-content/uploads/2013/10/Insider_trading-Artigo-Marcella-Blok.pdf>. Acesso em 16/02/2015.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

SEC relatórios mensais, notificando qualquer alteração no número ações que possui naquela companhia.

A Seção 16b dispõe que qualquer pessoa detentora de 10% das ações de uma companhia deve devolver à ela o lucro obtido nas operações de compra e venda ou venda e compra desta mesma companhia, dentre de 6 meses.

De acordo com o artigo publicado na Revista de Direito Mercantil, nº 34 – A utilização desleal de informações privilegiadas – Insider Trading – no Brasil e nos Estados Unidos de autoria do Francisco Mussnich:¹¹

A seção 16 b comumente conhecida como *rule of Trumb* ou *Short-swing profit prohibition provision* estabelece uma presunção de utilização desleal de informações privilegiadas, se preenchidas certas condições, desprezadas as intenções ou expectativas das pessoas envolvidas. A seção estabelece a responsabilidade por ato ilícito dos administradores ou controladores diretos ou indiretos de mais de 10% de qualquer classe de valor mobiliário registrado de acordo com a seção 12 do referido *act*, obrigando essas pessoas a reembolsar à empresa todo e qualquer lucro realizado na compra e venda ou venda e compra de qualquer valor mobiliário desta empresa, caso tenham sido realizadas em um período inferior a seis meses.

A execução judicial da seção 16 b é efetuada através de ação judicial de responsabilidade proposta contra os violadores da norma jurídica, pela empresa dos valores mobiliários, ou, na hipótese de sua recusa ou impossibilidade, decorrido o prazo de 60 dias após a solicitação para a propositura da referida ação ou ainda no caso de um acionista controlador (hipótese em que é desnecessária qualquer solicitação para a propositura da ação) pelos acionistas da Companhia emissora, na qualidade de seus substitutos processuais.

O prazo de prescrição para a propositura da ação é de dois anos, contados da data em que o lucro foi realizado, não correndo, entretanto, a partir desta data, caso os violadores da norma não tenham notificado a *Securities Exchange Comission* da ocorrência da operação.

Desta forma, para haver maior controle de fiscalização, a SEC impõe aos administradores notificar-lhes a quantidade de ações que estes possuem antes de assumirem o cargo de administrador, e o mesmo deve ser feito até seis meses após sua desvinculação da empresa.

Outro fato curioso é que, para a SEC, pode ser considerado um *insider* qualquer pessoa que venha a obter vantagens com informações privilegiadas, um exemplo disto é o caso da *Whiting v. Dow Chemical Company*¹², em que a esposa de um administrador foi condenada pelo crime de *insider trading*, por ser considerada controladora indireta das ações do seu cônjuge, e, por esta razão, foi punida com base no disposto da seção 16b.

O Tribunal Norte-Americano confirmou o aludido, alegando que, se o fruto da desvantagem desleal é gozado por ambos os cônjuges, então, aos olhos do Tribunal, da SEC e da Corte de Justiça

¹¹MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A utilização desleal de informações privilegiadas – “Insider Trading” – no Brasil e nos Estados Unidos.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 34, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979.

¹²Caso **Whiting v. Dow Chemical Company.** Disponível em: http://www.leagle.com/decision/19741516386FSupp1130_11336.xml/WHITING%20v.%20DOW%20CHEMICAL%20COMPANY. Acesso em 08/07/2015.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

Norte Americana, é justo que ambos sejam responsabilizados pelo crime.

É notória a interpretação americana com relação à responsabilidade objetiva nos casos de *insider trading*, sendo, portanto, desnecessário provar que o autor não agiu de má fé, ou não teve intenção de causar danos a terceiros ou lucros indevidos, pois, por se tratar de crime abstrato, basta apenas a conduta do agente para ser incriminado neste caso.

Isto fica evidenciado na *Rule 10 b-5*, que estabelece como ilegal a qualquer pessoa, direta ou indiretamente, negociar ações usando informações falsas ou omitindo fato relevante.

De acordo com Nels Eizirik¹³ a jurisprudência dos EUA¹⁴ tem interpretado a *Rule 10 b-5* no sentido de que aquele que obtém uma informação relevante, deve levá-la a domínio público e, não podendo assim fazer, que se abstenha em negociar com ações daquela empresa ou até mesmo de recomendar a terceiros que o façam, enquanto essa informação não for devidamente divulgada ao público, através de veículos de comunicação em massa, ou seja, teletipo (*broad tape*) do Dow Jones. Trata-se do princípio “*disclose or refrain from trading*”

Outro fato relevante é com relação ao posicionamento norte americano sobre quem são as pessoas vetadas de negociar na bolsa. Um exemplo notório é o *caso* Cady Roberts, sócio de uma corretora, que vendeu as ações da empresa *Curtiss-Whigth Corporation*, de propriedade de sua esposa, na Bolsa de Valores de Nova Iorque, depois de ele obter informações através do diretor da companhia, que a empresa iria reduzir seus dividendos trimestrais, porém a notícia somente foi divulgada pelos jornais após muitos dias da transação. Neste caso, foi aplicado a *Rule 10 b-5* a terceiros vinculados aos administradores, os chamados *tippees* (pessoas não vinculadas funcionalmente à empresa, mas que obtiveram informações ou privilégios de determinadas informações sigilosas).

Provando-se a inexistência de qualquer vantagem ou ganho pessoal, não caracterizaria violação do dever de informar, isentando-se a responsabilidade tanto do *tipper* quanto do *tippee*.

Em diapasão discutia-se sobre a proibição da lei em relação ao *insider information*, se abarcaria também o *marketing information*, pois não há entendimento recíproco entre a doutrina e a jurisprudência norte-americana sobre essa diferença de ambos, pois um entendia que a fonte de informação do *insider information* surgia de dentro da empresa, já no *marketing information* essa informação vinha de fora da empresa. Outro entendia que o *insider information* se baseava na natureza da informação (ganhos, lucros, dividendos etc), já o *marketing information* se baseava nas

¹³ EIZIRIK, Nelson. “**Insider trading e a Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta**”. Artigo publicado na Revista de Direito Mercantil, nº 50, abril/junho de 1983.

¹⁴ **US Insider Trading Laws. Securities Exchange Act of 1934, rules, regulations, and penalties.** Disponível em: <<http://insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=1516&print=true>>. Acesso em 08/04/2015.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

informações sobre o comportamento futuro das ações de uma empresa.

Outro caso curioso é o do Vincent Chiarella¹⁵, um mero funcionário de uma gráfica especializada em impressão de documentos financeiros, que analisou vários documentos de uma companhia, referentes à oferta pública de compra de ações. E antes que houvesse a divulgação do *tender offer*, o funcionário comprou ações daquela companhia e posteriormente as vendeu após o anúncio, vindo a auferir um lucro razoável.

Vincent foi condenado pela prática de *marketing information*, na Primeira e na Segunda Instância, sob alegações de que ele tinha acesso regular às informações relevantes do mercado de capitais, tornando assim vetado de negociar na bola, sob o aludido na norma *Rule 10 b-5*.

A Suprema corte, porém, reformou a decisão alegando que os *marketings insiders* não teriam os mesmos deveres de sigilo, e que o simples acesso a informações confidenciais não serve como base legal suficiente para a condenação criminal.

Em resposta à Suprema Corte, a SEC lavrou a *Rule 14 e-3 de 1982*, dispendo que o *tipping* sobre oferta pública, ainda não divulgada, é ilegal, independentemente de resultar de negociações realizadas pelos *tippees*. Pois até então somente era ilegal o *tipping* surgido de informações prestadas pelo *tippee*. Sendo assim, a SEC ampliou a aplicação do princípio do “informe ou abstinha-se de negociar”.

Tal diploma impôs a responsabilização a qualquer pessoa, que direta ou indiretamente, de posse de informações relevantes com relação a uma *tender offer* (oferta pública para aquisição de controle) e negociar oferta pública ainda não divulgada, independentemente de resultar no *tipping* em negociações realizadas pelos *tippees*, será enquadrada no ilícito do *insider trading*.

Sendo assim, todo aquele detentor de informações, ainda não publicadas, relativas ao mercado mobiliário, tem o dever de divulgar essas informações ou se abster em negociar enquanto tais informações não forem públicas.

Pela importância que o Mercado de ações impacta na economia, hoje totalmente globalizada, é que se faz imperativo o Princípio da Transparência nas negociações de qualquer título mobiliário ou derivativo, para evitar condutas típicas do *insider trading*, como especulações e manipulações no mercado mobiliário, mantendo assim a confiabilidade e credibilidade do mercado. E caso essa conduta seja praticada, seu agente será punido nas esferas cível, administrativa e penal, sem que haja *bis in idem*.

Pelo fato do Direito norte-americano estar nitidamente muito mais evoluído que o Direito brasileiro no que tange a tipificação do crime de *insider trading*, é que devemos nos espelhar na

¹⁵ Caso Vincent Chiarella, disponível em: <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/defining-insider-trading.asp>. Acesso em 08/07/2015

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

experiência dos EUA, mas sempre tendo em mente as diferenças nos sistemas de cada país, assim como a complexidade dos mercados de capitais de cada um.

Nos países europeus, como França e Inglaterra¹⁶, a legislação referente ao *insider trading* se equipara em alguns pontos, como por exemplo, ambos os países já consideram crime a prática de *insider trading*.

Na Inglaterra, o *Companies Act*, 1980, estipula punição de pena ao infrator desta conduta, tanto aos diretores, empregados da empresa e também a qualquer pessoa que mantém relações profissionais com a companhia e por esta razão tem acesso a informações privilegiadas.

Já na França, a tipificação ocorreu uma década antes da norma britânica, através da Lei 70-1-208 de 1970, art. 10-1, que dispõe sobre a obrigação dos diretores, funcionários graduados, esposas e dependentes daqueles que tem facilidade de acesso às informações ainda não divulgadas publicamente.

5 Conclusão

Em tempos em que a violência, causada pelos denominados *crimes de sangue* e retratada nos olhos apavorados da população, provoca grandes debates acerca do endurecimento no tratamento e tais crimes, com o consequente aumento das penas, as investigações dos crimes denominados de “colarinho branco” contrapõem-se àquela instantânea e fugaz reação. Expostos dia-a-dia na mídia, especialmente após as investigações da Polícia Federal, conhecidas como “Mensalão” e “Operação Lava a Jato”, tais crimes ainda estão longe de sofrerem a mesma repressão dos crimes de sangue. Neste contexto, indaga-se sobre a importância da repressão criminal do *insider trading* em território tupiniquim.

Invoca-se sempre os princípios da subsidiariedade e da intervenção mínima, uma vez que o ilícito, como demonstrado, sofre a incidência da sanção administrativa e civil. Destarte, para análise da necessidade da repressão criminal, enumera-se a tríplice finalidade da pena, classicamente invocada no direito brasileiro:

- 1) a prevenção geral atua antes mesmo da prática de qualquer infração penal, pois a simples cominação da pena conscientiza a coletividade do valor que o direito atribui ao bem jurídico tutelado.
- 2) a prevenção especial e o caráter retributivo atuam durante a imposição e execução da pena.
- 3) finalmente, o caráter reeducativo atua somente na fase de execução. Nesse momento, o escopo é não apenas efetivar as disposições da sentença (concretizar a punição e prevenção), mas, sobretudo, a ressocialização do condenado, isto é, reeducá-lo para que, no futuro, possa

¹⁶ ANDRADE, Pedro Frade de. **INSIDER TRADING: Antes e depois da reforma na Lei de Sociedades por Ações.** Disponível em: <http://blog.newtonpaiva.br/direito/wp-content/uploads/2012/08/PDF-D6-18.pdf>. Acesso em 08/07/2015.

Dessa forma, é notória a percepção que a prevenção geral estabelecida não será contemplada apenas por sanções administrativas e civis, uma vez que estas estão inclusas no “*risco do negócio*” e, a depender da moral para inibir que se cause prejuízo a terceiro, sequer esta discussão seria começada, uma vez que a vedação de sua prática possui escopo de coibir prática recorrente e prejudicial. Portanto, só a coibição através da pena poderá conceituar o mandamento de não se praticar a conduta.

Para prevenção especial e o caráter retributivo, peça-se vênia aos grandes doutrinadores, e abram-se alas para os grandes poetas e compositores. Os versos abaixo retratam exatamente a questão da diferença entre a repressão dos crimes de sangue e os do “colarinho branco”, no cenário jurídico-penal brasileiro:

Enquanto o verdadeiro ladrão usa terno e gravata

Não manuseia fuzil nem escopeta
Mata milhões de brasileiros só com uma caneta
Fica impune, não vai preso
Ele não é pobre (não) não é preto
Se for condenado fica em cela separada
Com televisão frigobar e água gelada
Criminoso com nível superior
Financia a guerra o ódio o rancor
A burguesia faz questão de não entender.¹⁸

O questionamento acerca da lesividade da conduta do *insider trading* deve remontar as consequências já expostas dos denominados crimes do colarinho branco, pois, afetando a confiabilidade do mercado financeiro, atingirá, inevitavelmente, o do país. Isto, em última análise, afeta toda a população, já que acaba contribuindo para aumentar as desigualdades, o desemprego e a violência manifestada nos crimes de sangue.

Urge, portanto que “*seja feita a nossa vontade aqui na terra*”, que se possa analisar “*O sistema*” como um todo, para que o direito penal socorra a sociedade, punindo severamente os crimes que provoquem graves prejuízos a todos, entre os quais, certamente o *insider trading* é uma conduta lesiva e merece ser punida pela *última ratio*.

6 Referências

ANDRADE, PEDRO FRADE DE. *Insider trading: antes e depois da reforma na Lei de Sociedades por Ações*. 2012.

¹⁷ BARROS, Flávio Augusto Monteiro, **Direito penal, parte geral: volume 1**. São Paulo: Saraiva 1999, p. 435.

¹⁸ Composição denominada “Só mais um maluco”, de MV Bill.

Ano VI, v.1 2026 | submissão: 09/02/2026 | aceito: 11/02/2026 | publicação: 13/02/2026

BARROS, FLÁVIO AUGUSTO MONTEIRO. *Direito penal: parte geral*. v. 1. São Paulo: Saraiva, 1999.

BLOK, MARCELA. *O descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas*. 2013.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. *Habeas Corpus nº 104.410/RS*. Rel. Min. Gilmar Mendes. Diário da Justiça Eletrônico, 2012.

CASO VINCENT CHIARELLA. *Caso Vincent Chiarella*. 2009.

CASO WHITING v. DOW CHEMICAL COMPANY. *Whiting v. Dow Chemical Company*. 1974.

CAVALI, MARCELO COSTENARO. *Sentença tipo D*. Autos nº 0005123-26.2009.403.6181. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro, São Paulo, 2011.

COSTA, JOSÉ DE FARIA; RAMOS, MARIA ELISABETE. *O crime de abuso de informação privilegiada: insider trading – a informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002*. 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. 2009.

BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. 1976.

MACIEL, TEREZA DA SILVA; MARTIN, ANTÔNIO. *Efetividade da repressão ao insider trading*. 2015.

MUSSNICH, FRANCISCO ANTUNES MACIEL. *A utilização desleal de informações privilegiadas – insider trading – no Brasil e nos Estados Unidos*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979.

OLIVEIRA, CÍCERO JOSÉ ZANETTI DE. *O processo administrativo sancionador da CVM*. 2015.

OLIVEIRA, NATÁLIA SILVA TEIXEIRA RODRIGUES. *Insider trading: uma realidade à luz do Direito Penal*. Revista da Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, n. 60, p. 365–390, 2012.

PARENTE, NORMA JONSSEN. *Aspectos jurídicos do insider trading*. CVM, 1978.

UNITED STATES. *Securities Exchange Act of 1934: rules, regulations, and penalties*. 1934.