

## MERCADO DE CAPITAIS E *INSIDER TRADING*: HISTORIOGRAFIA E INVENTÁRIO DO ARCABOUÇO JURÍDICO (ADMINISTRATIVO, CIVIL E SANCIONADOR)

### *CAPITAL MARKETS AND INSIDER TRADING: HISTORIOGRAPHY AND INVENTORY OF THE LEGAL FRAMEWORK (ADMINISTRATIVE, CIVIL AND SANCTIONING)*

Gonçalo Farias de Oliveira Junior<sup>1</sup>



This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License.

**Resumo:** Expõem-se com sintetismo e clareza vocabular a história e o regime jurídico administrativo, civil e sancionador, no Brasil, do mercado de capitais e da prática comercial com padrão jurídico característico de *insider trading*. Principia-se contextualizando a conceituação, finalidades e principais traços do mercado de capitais. Avança-se laborando a justificação da atuação estatal, neste setor financeiro, por meio de estruturas regulatórias de supervisão e gerenciamento da conformidade e da segurança de suas atividades e serviços. Incursionam-se, ao depois, os antecedentes históricos e a configuração normativa e operacional do mercado mobiliário, a definição de Sistema Financeiro Nacional, bem como a plêiade de textos legislativos cujas edições culminaram na sua organização. Em momento terminante, resgatam-se a cronologia e a disciplina legal e regulamentar atualmente em vigor, no País, do *insider trading*. Ao cabo de tudo são apresentadas notas conclusivas.

**Palavras-chave:** Mercado de capitais. *Insider trading*. Historiografia. Regime jurídico (administrativo, civil e sancionador).

**Abstract:** This article sets forth, with conciseness and clarity of terminology, the history and legal regime (administrative, civil, and sanctioning) in Brazil of capital markets and commercial practices with the characteristic legal pattern of insider trading. It begins by contextualizing the conceptualization, purposes, and main features of investment markets. It proceeds by examining the justification for state intervention in this financial sector through regulatory structures for supervision and management of compliance and security of its activities and services. Subsequently, it explores the historical background and regulatory and operational framework of securities markets, the definition of the National Financial System, as well as the array of legislative instruments whose enactment culminated in its organization. At a critical juncture, it traces the chronology and the legal and regulatory framework currently in force in the country regarding insider trading. Finally, concluding remarks are presented.

<sup>1</sup> Mestrado em Direito Penal Econômico (Universidade Estadual de Maringá - UEM). Especialização em Direito Penal (Universidade Estadual de Londrina - UEL). Especialização em Direito Processual Penal (UNITOLEDO Presidente Prudente). Especialização em Controle da Administração Pública (Escola Superior do Ministério Público da União - ESMPU). Analista jurídico do Ministério Público Federal (Procuradoria da República no Estado do Paraná). Ex-docente (UEL, PUC-Londrina e UNOPAR). *E-mail*: rve@uol.com.br.

**Keywords:** Capital market. Insider trading. Historiography. Legal regime (administrative, civil, and sanctioning).

## 1. ENQUADRAMENTO TEMÁTICO

Por mercado de capitais<sup>1</sup> entende-se o ramo do Sistema Financeiro Nacional<sup>2</sup> constituído por um conjunto de entidades e instituições que — ao lado de outros mercados (monetário,<sup>3</sup> de câmbio<sup>4</sup> e de crédito<sup>5</sup>) — desenvolve complexa e sofisticada atividade de oferta de valores mobiliários (ações,<sup>6</sup> debêntures, derivativos, contratos futuros, bônus de subscrição, certificados de depósitos, opções e derivativos, contratos de investimento coletivo, fundos de investimento em geral, valores mobiliários definidos por regulamentação específica *et. cetera*)

<sup>1</sup> Importantíssimo apreender que, conquanto ostentem no campo das definições proximidade relacional, mercado de capitais e mercado de investimentos não se embaralham: o primeiro é um segmento específico do segundo, o qual possui escopo mais amplo, retratando qualquer ambiente mercadológico onde agentes superavitários (poupadores) aplicam ativos na expectativa de obter dividendos futuros. Ainda, não se confundem, embora possam se sobrepor, com mercado de valores mobiliários, cujo conceito jurídico é definido pela Lei 6385/1976 (Segunda Lei do Mercado de Capitais), abrangendo todos os títulos e contratos regulados pela Comissão de Valores Mobiliários, incluindo o mercado de capitais, e que tem o mercado de ações com parte. Com efeito, mercado (i) de capitais, (ii) de investimentos, (iii) de valores mobiliários e (iv) de ações são subconjuntos específicos do mercado financeiro.

<sup>2</sup> No concernente ao SFN, alguns especiais pormenores conceituais suplicam elucidação: a locução “*sistema financeiro nacional*” (CF, art. 192) não se confunde com as expressões “*ordem econômico-financeira*” (CF, art. 170) e “*ordem econômica e financeira*” (CF, art. 173, § 5º), cujas dessemelhanças não se adstringem à qualificação semântica, ou seja, ao significado linguístico destes e daqueles conjuntos de palavras, mas se espraiam para a conotação jurídica que ostentam, consoante a seguinte incursão, em perspectiva conceitual, nessas emblemáticas disposições da ordem econômica constitucional brasileira: (i) Sistema Financeiro Nacional - rede de órgão e instituições, públicas e privadas, incumbida da intermediação financeira entre credores e tomadores de recursos, por meio de serviços ofertados, organizada por agentes normativos, supervisores e operadores, de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade; (ii) ordem econômico-financeira - organização jurídica dos elementos ligados à distribuição de bens, serviços, circulação de ativos financeiros, uso de propriedade *etc.*, de acordo com um sistema normativo escalonado a partir de grau legislativo superior: a Constituição, centro produtor fundante de todas as espécies normativas mediante o qual as relações econômicas são moldadas; c) ordem econômica e financeira - parcela da ordem jurídica, reguladora das relações econômicas e atividades financeiras, suas estruturas e sujeitos, que operam a institucionalização do sistema econômico-financeiro (Oliveira Junior, Gonçalves, 2024, p. 7-8).

<sup>3</sup> Visa principalmente a assegurar a liquidez necessária à economia através do financiamento de curto prazo e facilitar o controle monetário através de operações de mercado aberto (compra venda de títulos), influenciando a taxa de juros e a inflação e a administração da dívida pública.

<sup>4</sup> Ou mercado de dinheiro, tem por finalidade central a conversão de moeda, viabilizando transações comerciais e financeiras internacionais.

<sup>5</sup> O seu objetivo fundamental é facilitar o acesso ao consumo e investimentos empresariais, oportunizando inclusão financeira e equilíbrio macroeconômico.

<sup>6</sup> Principal meio de participação no mercado de valores mobiliários, as ações são títulos representativos de fração do capital social de uma companhia aberta sob controle de capitais privados nacionais, negociados em bolsas de valores ou mercados de balcão. No Brasil, as transações de compra e venda desses papéis e de outros títulos no mercado acionário (submercado do mercado de capitais) são realizadas na B3, que atua sob o controle da CVM.

admitidos à negociação (aquisição e alienação) em ambientes regulamentados (bolsas de valores, de mercadorias e futuros, de balcão organizado *etc*), operada diretamente por investidores ou via corretores (*dealers*), criando vasto e diversificado leque de possibilidades: transferência de ativos, liquidez a títulos emitidos, maximização de lucros, rentabilização patrimonial, implementação de investimentos sociais, execução de políticas públicas e provisão de programas prestacionais do Estado, entre outras tantas.

Consoante se assevera, é por meio desse instrumento de poupança que os investidores institucionais vertem seus recursos diretamente aos beneficiários, perfazendo importante fonte de financiamento (Tanji, 2013, p. 105), objetivo nuclear do mercado de capitais.

De igual modo, em um cenário econômico ideal, a conjunção equilibrada e sustentável do superávit financeiro (excedente de recursos) com a demanda adequada de crédito (necessidade de financiamento por parte de empresas e indivíduos), gera aumento de capital circulante, favorece a transformação dos fatores de produção e induz o crescimento econômico fomentando em um ciclo virtuoso a solidez do sistema financeiro como um todo.

Similarmente, a canalização de recursos para financiamento da atividade econômica (produção, comercialização e consumo de bens e serviços) estimula o investimento produtivo e a geração de riquezas para satisfação ótima de necessidades gerais da iniciativa privada e de objetivos, metas e estratégias dos governos.

Em termos ainda mais simplificados, a captação de recursos de investidores e o consequente aporte em setores produtivos da economia afluem para o que se titula de financeirização da economia, processo caracterizado essencialmente pela integração entre os agentes econômicos e o mercado financeiro.

A proeminência do mercado de capitais, anota-se, é anuída por todos, ainda mais hodiernamente, porquanto este setor da economia é amplificado pela modernização tecnológica, propiciando negociações de ativos em mercados internacionais, cabendo a cada país competir para atrair capital externo ao seu mercado (Wunmi, 2012, p. 11), consequência irreversível da globalização, processo caracterizado pela integração e interdependência econômica, política e cultural entre países, em escala mundial, que facilita o fluxo de bens, serviços, informações e pessoas.

Por evidente, poupadores e tomadores compartilham,<sup>7</sup> nas operações de investimento ganhos e riscos, cujas decisões, envolvendo estratégias e tipos de ativos, ficam a depender das informações relevantes disponíveis no mercado, e cujo retorno em nível satisfatório de probabilidade (lucratividade, ganhos de liquidez, oferta de compras *etc*) está sujeito à menor ou maior volatilidade no mercado, tais como a intensidade e a frequência das oscilações nas cotações de moedas, *commodities* e outros instrumentos financeiros.

Nesse compasso, convém assimilar que o mercado mobiliário se diferencia do: (i) mercado monetário, que movimenta recursos a curto prazo; (ii) mercado cambial, o qual proporciona a realização de compra e venda de moeda estrangeira, pagamentos e transferências internacionais, operações com ouro-instrumento cambial *etc*; (iii) mercado de crédito, que oferece recursos para o funcionamento das empresas e o consumo das pessoas em geral.

São características gerais do funcionamento do supradito segmento mercadológico: os ativos financeiros são emitidos diretamente pelas companhias, podendo representar dívidas (p. ex. debêntures ou quaisquer outros títulos negociáveis) ou propriedade (*exempli gratia*, ações<sup>8</sup>); os aplicadores são as pessoas físicas, companhias ou governos que adquirem os valores mobiliários emitidos; os tomadores finais dos recursos são companhias (Papini, 2020, p. 15).

A ação do Estado no mercado de capitais — usufruindo da sua superioridade na função governativa por intermédio de estruturas regulatórias — advém da implacável necessidade de fixação de padrões de comportamento a serem observados pelos que atuam nesse braço do sistema financeiro, a fim de inibir posição de predominância conquistada mediante o uso de informação relevante ainda não disponibilizada ao conjunto de investidores atuais e em potencial.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> Situação de risco, conforme comenta-se, é aquela que pode ser associada a uma “*distribuição de probabilidades objetivas*”. Por conseguinte, *situação incerta* significa o oposto, isto é, “*não se pode associar nenhuma distribuição de probabilidades ou somente se pode associar uma distribuição de probabilidades subjetivas*”. A diferença entre risco e incerteza é atribuída com base em possibilidades de se projetar um cenário futuro e refletir sobre possíveis probabilidades.” (Gollo, 2009, p. 37).

<sup>8</sup> Principal meio de participação no mercado de valores mobiliários, as ações são títulos representativos de fração do capital social de uma companhia aberta sob controle de capitais privados nacionais, negociados em bolsas de valores ou mercados de balcão. No Brasil, as transações de compra e venda desses papeis e de outros títulos no mercado acionário (submercado do mercado de capitais) são realizadas na B3, que atua sob o controle da Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>9</sup> O exercício do poder de regular o mercado de capitais está orientado para as atividades primárias de emissão, distribuição, negociação e intermediação de títulos privados e públicos, classificados como valores mobiliários (Lei 6385/1976, art. 1º).

Não se deve perder de vista que essa forma de intervenção estatal no processo econômico aflui para a proteção do mercado de capitais contra condutas abusivas de detentores de informação privilegiada interferente no processo decisório de compra e venda de papéis. Como se pontifica, um particular não pode, em favor de seus próprios interesses, impor unilateralmente a sua vontade a outro, salvo se se tratar de exercício de prerrogativa inerente a uma função que resguarda o interesse público, “*o que é tido como trivial*” (Sundfeld, 2008, p. 40).

Malgrado isso, vale fazer referência, por fim, à baixa avaliação dada à integridade do mercado de capitais (2,57 numa escala de 1 a 5), a qual, segundo anota-se, deve ser motivo de atenção por parte das entidades envolvidas, destacando-se que este resultado “*está abaixo do valor médio da escala (3,00 – razoavelmente íntegro), ensejando análise das possíveis causas e de medidas a serem adotadas para melhorar a percepção de integridade.*” (CVM, 2025).

Noutra toada, concernente ao *insider trading*, frisa-se que posteriormente ao *crack* de outubro de 1929 (a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque), temas como simetria informacional e princípio da transparência deram um novo tom para o controle de condutas nocivas ao mercado de capitais. Comenta-se que com o surgimento da Ciência da Informação, a competência dos órgãos reguladores para garantir a lisura da chamada “*informação relevante*” passou a ser pauta nos debates regulatórios (Silva; Santos, 2021, p. 14).

Conforme expõe-se, particularmente no mercado mobiliário — cujo funcionamento eficiente depende de um conjunto de dados disponíveis —, a informação ocupa um espaço de particular importância, pois avulta como instrumento catalisador de vantagens e prejuízos (Rodrigues, Fillipe, 2016, p. 211-212).

Dada sua natureza exponencialmente complexa e sua interconexão multidimensional, o fenômeno informacional na sociedade moderna tem sido objeto — no que se refere à qualidade, veracidade, precisão, volume e outros atributos da informação — de estudo interdisciplinar por diversas áreas, como o Direito, as Ciências Econômicas, a Ética e a Filosofia.

No caso do uso indevido de informação privilegiada em transação de compra e venda de ativos financeiros (*insider trading*), qualquer que seja a esfera de responsabilização da ilicitude, efeitos deletérios sobrevêm no mercado de capitais: oscilação de preços dos títulos; distorção de índices, taxa de juros e outras grandezas peculiares; aumento/diminuição de liquidez; alteração de oferta/demanda; mudança na relação preço-lucro; diminuição de riscos do negócio; alteração do valor de mercado de uma companhia *etc.*

Além disso — e de acarretar desequilíbrio de vantagens e desigualdade de oportunidades —, a antijuridicidade material resultante da assimetria informacional seletiva afronta o *full and fair disclosure*, vetor principiológico concebido no Direito norte-americano, eleito pelo ordenamento jurídico brasileiro como um dos alicerces interpretativos das Leis 6404/1976 e 6385/1976. Como explica-se, as “*normas de full disclosure são essenciais para que haja o equilíbrio informacional no mercado de capitais, ou seja, para que todos os agentes possam ter acesso às mesmas informações – e de preferência a totalidade delas*” (Santos; Cruz, 2020, p. 117). De conseguinte, intui-se, contribui decisivamente para o desenvolvimento do mercado mobiliário.

Firmados esses contornos preambulares, adentra-se nos temas fulcrais do presente trabalho.<sup>10</sup>

## 2. MERCADO DE CAPITAIS

Revisitando transitoriamente as principais referências cronológicas do mercado de capitais, apura-se que a sua origem é bastante remota: século XVI, na Holanda, onde, no início de 1531, foi fundada a primeira bolsa de valores oficial do mundo, a Bolsa de Valores de Amsterdã, que marcou o início do mercado de ações como o conhecemos na atualidade.

A história da Bolsa de Antuérpia, como também é conhecida, está ligada à Companhia Holandesa das Índias Orientais (*Vereenigde Oostindische Compagnie - VOC*), criada em 1602, com sede em Batávia, atual Jacarta, sobretudo porque a primeira ação comercializada em uma bolsa de valores pertenceu à *VOC*, corporação comercial que tinha como objetivo principal administrar as operações comerciais entre a Europa e o Sudeste Asiático.

A despeito disso vale referir que, em 1571, a Inglaterra criou a Bolsa de Londres (*Royal Exchange*), para assegurar uma maior proteção da sua economia.

Nos Estados Unidos, somente no ano de 1792 é que foi fundada a Bolsa de Nova York (*New York Stock Exchange - NYSE*), a maior e mais tradicional bolsa de valores do mundo.

---

<sup>10</sup> Adicionalmente, opina-se que o mercado de capitais do Brasil é um dos mais bem regulados do mundo, atendendo com qualidade as demandas de financiamento da economia nacional mediante expressiva mobilização de poupança financeira (Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/artigos/estudo-historico-do-mercado-de-capitais-no-brasil/340329983>. Acesso em: 05. abr. 2024). Conforme a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, o volume de ofertas no mercado de capitais atingiu a cifra de R\$ 191,5 bilhões no primeiro quadrimestre de 2024, com crescimento de 126,2% na comparação com igual intervalo no ano passado (Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/05/13/volume-de-ofertas-no-mercado-de-capitais-bate-recorde-ate-abril.ghtml>. Acesso em: 02 set. 2024).

NYSE), quando 24 corretores assinaram o Acordo de *Buttonwood* em *Wall Street*, estabelecendo a base para a negociação organizada de títulos financeiros.

Procedendo, no que concerne ao revolvimento da historiografia do mercado de capitais dos Estados Unidos da América, verifica-se que o seu desenvolvimento se iniciou no século XVIII, quando surgiram as primeiras bolsas de valores, como a *New York Stock Exchange* (NYSE), fundada em 1792, fase com incipiente regulamentação, e cuja suscetibilidade dos negócios à deslealdade era sintomática, peculiaridade que despertou uma maior supervisão governamental.

A lembrar, sobre as raízes normativas do mercado de capitais estadunidense, a *Securities Act of 1933* ou *Truth in Securities Act* (Lei da Verdade em Valores Mobiliários<sup>11</sup>), lei federal promulgada após a quebra do mercado de ações de 1929 com o objetivo de garantir transparência e justiça no mercado de valores mobiliários, proteger investidores e evitar atividades fraudulentas. É, portanto, o marco fundador da regulação moderna do mercado de capitais.

No Brasil, as primeiras bolsas de valores só foram criadas em 1851, no Rio de Janeiro e em Salvador, onde negociava-se principalmente ações de empresas de café e de transporte. No Estado de São Paulo, “a primeira bolsa foi criada em 1890 quando Emilio Rangel Pestana cria uma Bolsa Livre para operar valores financeiros na cidade de São Paulo. A iniciativa frustra-se no ano seguinte por causa dos percalços do Encilhamento, resultando no fechamento da Bolsa.” (CVM, 2022). Entretanto, as primeiras tentativas de formação de um mercado mobiliário, no País, ocorreram após a Segunda Grande Guerra, ganhando força nos anos 60 (Galvêas, 2008, p. 1).

Ao tracejar o panorama histórico do mercado de capitais brasileiro e a sua relação com a cultura de investimentos, anota-se que até meados dos anos 1960 o segmento apresentou pouca relevância na economia do país, realidade atribuída, fundamentalmente, a três fatores: “(i) os elevados níveis de inflação; (ii) a precária organização das bolsas de valores mobiliários; (iii) o monopólio dos corretores públicos; (iv) a falta de legislação adequada; e (v) os ônus impostos pela Lei da Usura.” (Rodrigues, Ana, 2011, p. 21).

---

<sup>11</sup> Nome informal que surgiu devido ao objetivo central do suprarreferido diploma, que consistia em garantir “a verdade nos valores mobiliários”, isto é, a transparência nas informações fornecidas ao público, a divulgação de dados financeiros confiáveis e a proibição de omissões e fraudes em ofertas de valores mobiliários.

A partir do golpe de 1964, foram empreendidas leis que resultaram na reestruturação do sistema financeiro, programa denominado na literatura econômica de Plano de Ação Econômica do Governo - PAEG (Ferrari, 2017), desencadeador de forte impacto no cenário econômico em meio às grandes reformas implementadas pelo governo Castello Branco.

Sem embargo, a experiência precursora para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro se deu com o Decreto-Lei 1401/1975, que dispunha sobre a isenção do imposto de renda das sociedades de investimento de cujo capital social participem pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, e regulava o regime fiscal dos rendimentos de aplicações em ações dessas sociedades.

De sua vez, o processo de internacionalização do nosso mercado de capitais só ocorreu com a edição da Resolução 1289/1987,<sup>12</sup> do Conselho Monetário Nacional, que disciplinava a constituição, o funcionamento e a administração de “*Sociedade de Investimento - Capital Estrangeiro, Fundo de Investimento - Capital Estrangeiro e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários*”.

No final de 1990, diante da crise por que passava o mercado de ações no País, ocasionando o fechamento de capital de muitas empresas, a Bovespa criou o assim chamado Novo Mercado, um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. O mote que norteou a criação do Novo Mercado “*teve seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro estava a falta de proteção aos acionistas minoritários.*” (CVM, 2022).

No que toca à conformação legislativa do mercado de capitais brasileiro, reputa-se oportuno assinalar que ele é constituído fundamentalmente pelas Leis 6385 (batizada, como já antecipado, de Segunda Lei do Mercado de Capitais, e que criou a CVM) e 6404 (a qual dispõe sobre as sociedades anônimas), ambas editadas em 1976 e atualizadas nos anos que se seguiram.

Arrolam-se outros textos legislativos que resultaram na consolidação do papel estratégico do mercado de capitais: Lei 4357, que criou a ORTN; Lei 4595 (Lei da Reforma Bancária); Lei 4728/1965 - Primeira Lei do Mercado de Capitais; Lei 6024/1974 - Lei de Intervenções e Liquidações; Lei 6385/1976; Lei 6404/1976 - Lei das Sociedades Anônimas; Lei 6616/1978 - inclui artigos na Lei 6385/1976; Lei 7913/1989 - dispõe sobre a ação civil

---

<sup>12</sup> Revogada pela Resolução 4373/2014, a partir de 30/03/2015. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1987/pdf/res\\_1289\\_v22\\_1.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1987/pdf/res_1289_v22_1.pdf). Acesso em: 22 nov. 2025.

pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários; Lei 7940/1989 - institui a Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários; Lei 9457/1997 - altera dispositivos das Leis 6404/1976 e 6385/1976; Lei 8668/1993 - dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIAGRO) Lei 9613/1998, que dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores, e cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF); Decreto 3995/2001 - altera e acresce dispositivos à Lei 6385/1976, nas matérias reservadas àquela espécie normativa; Lei 10.198/2001 - dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo; Lei 10.214/2001 - dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro; Lei 10.303/2001 - altera e acrescenta dispositivos nas Leis 6404/1976 e 6385/1976; Lei 10.411/2002 - altera e acresce dispositivos à Lei 6385/1976; Lei 10.931/2004 - dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário; Lei 11.076/2004 - dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), o *Warrant* Agropecuário (WA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado Recebíveis do Agronegócio (CRA); Lei 11.101/2005 - Lei de Recuperação Judicial e Extrajudicial e de Falência; Lei 11.638/2007 - altera e revoga dispositivos das Leis 6404/1976 e 6385/1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras; Lei 11.941/2009 - “*altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição (...)*”; Lei 12.431/2011 - dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; Lei 12.810/2013 - dispõe sobre o parcelamento de débitos com a Fazenda Nacional relativos às contribuições previdenciárias de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; Lei 13.506/2017 - dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do BC e da CVM; Lei 13.874/2019 - institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. Destaca-se que ao mencionado aparato normativo soma-se amplo conjunto de atos regulamentares editados pela CVM, principal órgão regulador e supervisor do mercado de capitais brasileiro.

De se atentar acuradamente que, a teor da Constituição (art. 192), o Sistema Financeiro Nacional “*será regulado por leis complementares*”. Tal regulamentação compreende uma miríade de diplomas jurídicos, em sua maioria leis sem estatura complementar. Confira-se: Decreto-Lei 2044/1908 - define a letra de cambio e a nota promissória e regula as operações cambiais; Decreto 57.663/1966 - Lei Uniforme de Genebra, promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme sobre letras de câmbio e notas promissórias; Lei 4131/1962 - Lei do Capital Estrangeiro; Lei 4320/1964 - “*Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e contrôlo dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal*”; Lei 4357/1964 - Lei da Correção Monetária; Lei 4380/1964 - Lei do Plano Nacional de Habitação; Lei 4595/1964 - Lei da Reforma Bancária, dispõe “*sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias*”; Lei 4728/1965 - Primeira Lei do Mercado de Capitais; Lei 6024/1974 - Lei de Intervenções e Liquidações; Lei 6385/1976; Lei 7357/1985 - Lei do Cheque; Lei 7492/1986 - Lei dos Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional ou Lei do Colarinho Branco); Lei 9069/1995 - Lei do Real; Lei 9447/1997 - Lei da Responsabilidade Solidária; Lei 9613/1998 - Lei da Lavagem de Dinheiro; Lei 9710/1998 - Lei do PROER; Lei 9830/1980 - Lei de Execução Fiscal; LC 101/2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal; Lei 10.214/2001 - Lei do Sistema de Pagamentos Brasileiro; e Lei Complementar 179/2021 - Lei da Autonomia do Banco Central; Lei 15.252/2025 - Lei da Portabilidade Salarial, garantindo o direito à portabilidade salarial automática e ao débito automático entre diferentes instituições financeiras.

Em 2025, foram editadas novas regulamentações, objetivando a simplificação, a modernização e a transparência no mercado de capitais brasileiro e no sistema financeiro, destacando-se: (i) regulamentação de ativos virtuais (que exigirá a prestação de informações sobre operações de câmbio e capitais estrangeiros no Brasil); (ii) simplificação para investidores estrangeiros (Resolução Conjunta BC/CVM 13, que facilita a mudança de domicílio fiscal sem a necessidade de resgate dos investimentos); (iii) agenda regulatória da CVM 2025, que compreende inclusive a Resolução CVM 232/2025 (a qual trata de ofertas de valores mobiliários) e a Resolução CVM 234/2025 (que atualiza o cadastro de participantes do mercado). Além disso, as finanças sustentáveis, a reformulação da tributação de investimentos e o marco das finanças abertas (*open finance*) são pautas de debates no Congresso Nacional.

Respeitante, lado outro, à modelagem operacional, assinala-se que o mercado mobiliário do Brasil é composto, de forma integrada, por uma variedade de participantes: Conselho

Monetário Nacional - autoridade máxima do SFN; Banco Central; Comissão de Valores Mobiliários - a quem compete a orientação geral;<sup>13</sup> Tesouro Direto; Bolsas de Valores; Bolsas de Mercadorias e Futuros; corretoras e distribuidoras de títulos; mercado de balcão; fundos de investimento; investidores e outros atores financeiros. Conta, ainda, com entidades privadas que, por delegação, são encarregadas da regulamentação de algumas matérias, a exemplo da B3 - a Bolsa de Valores do Brasil e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) - que atua na distribuição de produtos de investimento.

Para dizer o essencial, esse marco regulatório e esse eixo institucional são imprescindíveis para a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional e do desenvolvimento do mercado de capitais<sup>14</sup> e, por consequência, da economia do País.

### 3. INSIDER TRADING

*Insider trading* é expressão inglesa, originária do sistema jurídico anglo-americano, designativa, na literatura internacional, da negociação (compra ou venda) de ações ou outros ativos mobiliários de uma empresa, com base em informação materialmente relevante ainda não divulgada ao público em geral.<sup>15</sup> Na linguagem do Direito pátrio, a locução se apresenta exprimindo a ideia basilar de transação no mercado de capitais, em que o acionista, diretor, membro do conselho de administração ou do conselho fiscal, administrador, *etc* — ou seja,

<sup>13</sup> Aduz-se que CVM foi criada para, no exercício de sua competência regulamentar e disciplinar, tutelar o mercado mobiliário, definindo limites e determinações cogentes aos que dele participam, a fim de evitar irregularidades (Prado, Almeida *apud* Prado, Maria, 2015, p. 139), bem como para proteção do público investidor e dos que dependem do mercado financeiro. Entretanto, as normas existentes, quando da sua criação, fizeram com que o seu poder de polícia (funções normativas/fiscalizatórias/punitivas) fosse exercitado sem a independência necessária (Schirato, 2020, p. 3), traço que não mais caracteriza a sua hodierna atuação e *expertise* funcional.

<sup>14</sup> Opina-se que o mercado de capitais do Brasil é um dos mais bem regulados do mundo, atendendo com qualidade as demandas de financiamento da economia nacional mediante expressiva mobilização de poupança financeira (Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/artigos/estudo-historico-do-mercado-de-capitais-no-brasil/340329983>. Acesso em: 05. abr. 2024). Conforme a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, o volume de ofertas no mercado de capitais atingiu a cifra de R\$ 191,5 bilhões no primeiro quadrimestre de 2024, com crescimento de 126,2% na comparação com igual intervalo no ano passado (Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/05/13/volume-de-ofertas-no-mercado-de-capitais-bate-recorde-ate-abril.ghtml>. Acesso em: 02 set. 2024).

<sup>15</sup> Um irremediável esclarecimento: ao contrário da crença generalizada, *insider trading* é prática comercial nem sempre caracterizadora de ilicitude. É dizer, a depender da definição jurídica adotada pela legislação vigente de cada país, a conduta pode constituir ou não violação de normas protetoras do mercado de capitais. No sistema norte-americano, p. ex., o *insider trading* é legal quando *insiders* corporativos (executivos, diretores, funcionários *etc*) negociam ações de sua empresa utilizando, desde que previamente disponibilizadas ao público investidor, informações relativas a questões de liquidez daqueles papéis (Oliveira Junior, Gonçalves, Insider trading, 2024, p. 4).

alguém “de dentro do negócio” (o *insider*)<sup>16</sup> — utiliza informação privilegiada<sup>17</sup> sobre valores mobiliários de emissão de uma companhia aberta antes de ser veiculada publicamente, intencionando locupletamento sem causa em seu benefício ou de terceiros, como, v. g., a obtenção de lucro com a valorização de papéis ou a reversibilidade de prejuízo iminente.<sup>18</sup> A toda evidência, “*a assimetria de informativa entre aqueles que operam no mercado de capitais é um pressuposto lógico do ‘insider trading’.*” (Carvalho; Loureiro, 2010, p. 112).

Diligenciando um transitório *excursus* histórico, no Direito comparado, acerca da apropriação ilegítima de informações privilegiadas sobre valores mobiliários, constata-se que o primeiro caso documentado do fenômeno data de 1793, quando *Sir John Barnad* denunciou que alguns investidores vinculados à Companhia Holandesa das Índias Orientais haviam enriquecido indevidamente, “*pois conhecendo a diminuição de dividendos da companhia, venderam suas ações antes de publicada a notícia, a qual tornada pública, repercutiu negativamente no preços das ações*” (Kozikoski, 2018, p. 52). Por vasto período, essa conduta foi tolerada como “expressão do privilégio dos mais informados”, isto é, daqueles que se mantinham em uma situação de especial confiança na companhia, sendo “*considerada uma forma legítima de remuneração dos dirigentes das sociedades anônimas*” (Costa; Ramos, 2006, p. 18-22 *apud* Maciel; Martin, 2016, p. 49).

<sup>16</sup> Identificam-se na doutrina comparada várias categorias de sujeitos que revestem as características de *insiders*: “(i) ‘Corporate insiders’ - pessoas com relação de confiança com a sociedade e respectivos accionistas, como administradores, directores ou mesmo empregados, também designados como ‘insiders’ primários; (ii) ‘Temporary insiders’ - pessoas que adquirem informação privilegiada através de relação esporádica e ocasional com a sociedade, como advogados, analistas ou consultores; (iii) ‘Traders’, ‘tippers’ ou ‘tippees’ - pessoas que não se enquadram em nenhuma das outras categorias e que recebem, directa ou indirectamente, uma informação privilegiada, realizando com base nela operações sobre valores mobiliários, também conhecidos como ‘secondary insiders’.” (Augusto, Ana, *apud* Rodrigues, Fillipe, 2016, p. 216).

<sup>17</sup> Giza-se que em tema de *insider trading*, “informação privilegiada” (*insider information*) é expressão cuja acepção não discrepa de “informação relevante”. Conquanto empregadas sinonimamente, vislumbram-se sutis singularidades conceituais. De seu turno, “informação privilegiada” consiste num dado factual, não público, de natureza econômica, técnica, de gestão *etc.*, cujo conhecimento pode influenciar substancialmente determinada decisão de investimento, como p. ex., conforme explicita-se, “*uma fusão pendente, um ‘recall’ de um produto, uma queda nos lucros ou o fracasso de um grande projeto*” (Kenton, 2022). Por sua vez, “informação relevante” traduz-se num acontecimento que pode modificar ou não a percepção do mercado em relação a certo título financeiro: naquela, o privilégio está relacionado à exclusividade da informação, já que esta não está à vista do público, sendo conhecida apenas por um número restrito de agentes financeiros, e nesta, a relevância refere-se à magnitude do elemento informacional, e não necessariamente ao seu caráter limitado. Ainda, toda informação privilegiada é relevante, mas nem toda informação relevante é privilegiada (Oliveira Junior, Gonçalves, *Insider trading*, 2024, p. 5).

<sup>18</sup> No ordenamento jurídico brasileiro, a vedação à negociação de valores mobiliários com uso de informação privilegiada ainda não revelada alcança não apenas o *insider*, mas qualquer pessoa imputável que tem acesso ao seu conteúdo e negocia com base nelas, extraindo ou não proveito financeiro, com ou sem prejuízo alheio simultâneos.

No atinente à evolução do contexto regulativo do *insider trading*, destaca-se o *Securities Exchange Act of 1934* (*Exchange Act*, '34 Act ou 1934 Act),<sup>19</sup> que de maneira vanguardista na história incluiu disposições específicas no sistema jurídico dos EUA contra fraudes em negociações de ativos financeiros, além de reger nacionalmente outros assuntos e tipificar comportamentos proibidos no mercado.<sup>20</sup> O Ato criado pelo Congresso americano ainda outorgou à *Securities and Exchange Commission (SEC)*<sup>21</sup> poderes disciplinares e ampla autoridade sobre participantes e entidades da poderosa indústria de valores mobiliários, com a “missão de proteger os investidores, manter mercados justos, ordenados e eficientes, e facilitar a formação de capital.” (SEC, 2024).<sup>22</sup> Conforme anota-se, representa “ferramenta primordial [de] proteção dos acionistas contra o agente detentor de informação privilegiada” (Smaniotto; Furlaneto Neto, 2022, p. 4).

Por igual, ocupa posição de relevo a *Rule 10b-5 of 1942*, elaborada pela SEC, proibindo a prática de qualquer ato fraudulento em conexão com a compra ou venda de títulos mobiliários.

<sup>19</sup> A *Exchange Act* é uma das mais expressivas leis resultantes do *New Deal*, conjunto de políticas econômicas e sociais implementado por Franklin Roosevelt, entre 1933 e 1939, no ímpeto de soerguimento do mercado de capitais, fulminado pela Grande Depressão. Como anota-se, acreditava-se que a debilidade das instituições e a ardisidade dos banqueiros eram parcialmente responsáveis pelas perdas em que incorreram os investidores na crise de 1929 (Avolio, 2006, p. 443).

<sup>20</sup> A rigor, trata-se de uma legislação abrangente, compreendendo estatutos reguladores do mercado financeiro norte-americano.

<sup>21</sup> Principal agência de aplicação da legislação federal sobre valores mobiliários nos EUA, incluindo a competência para regular e supervisionar empresas de corretagem, agentes de transferência, agências de compensação e bolsas de valores, como a *National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ)*, primeira bolsa eletrônica da história —, congênera da CVM, e da *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, agência independente responsável por reforçar a proteção dos investidores e garantir a estabilidade e integridade dos mercados financeiros na União Europeia.

<sup>22</sup> Desde a aprovação da SEC — órgão regulador e responsável por fiscalizar o mercado de capitais contra práticas enganosas — assistiu-se a rumorosos escândalos de *insider trading* nos USA, alguns envolvendo altos escalões das finanças e figuras públicas de renome, tais como: (i) Ivan Boesky (1986) - o financista foi condenado ao pagamento de multa no valor de 100 milhões de dólares e a pena de prisão; (ii) Michael Milken (1990) - conhecido como o “rei dos *junk bonds*”, foi condenado a 10 anos de prisão e ao pagamento de 600 milhões de dólares em multas; (iii) Martha Stewart (2004) - empresária e personalidade da mídia, foi condenada a pena de prisão de cinco meses por negociações com ações da empresa farmacêutica *ImClone*; (iv) Raj Rajaratnam (2011) - fundador do fundo de Hedge Galleon Group, teve sentença de 11 anos de prisão; (v) Steven A. Cohen (2013) - bilionário fundador do *SAC Capital Advisors*, fundo que pagou 1,8 bilhão de dólares em multas; (vi) Chris Collins (2018) - ex-congressista dos EUA, foi preso em 2018 por fornecer informações privilegiadas sobre um ensaio clínico fracassado de uma empresa farmacêutica, e condenado a 26 meses de prisão; (vii) Matthew Panuwat, em 2023 pela SEC cuja rejeição da acusação, sem a submissão do caso a júri, por falta de elementos para configuração do ilícito, é, consoante registra-se “mais uma vitória da SEC neste caso que vem recebendo atenção de juristas e operadores do mercado de capitais. O interesse decorre do fato de que a suposta conduta praticada não se amolda às hipóteses que autorizam a punição por *insider trading* nos EUA, definidas pela Suprema Corte, desde os anos 80. Ainda assim, a SEC apresentou acusação contra Panuwat em 2021 e até o momento tem obtido êxito, sustentando o que denomina como ‘*shadow trading*’.” (NASCIMENTO, 2024).

A Regra tornou-se o principal fundamento jurídico contra *insider trading* nos EUA. Junto com o já citado *'34 Act*, forma o núcleo central da legislação norte-americana contra fraudes no mercado de valores mobiliários, inclusive *insider trading*.

Afora essas peças legislativas, outras foram editadas na luta contra práticas impróprias que afetam o funcionamento justo e eficiente do mercado de valores mobiliários, prejudicando investidores e comprometendo a confiança no sistema: (i) *Trust Indenture Act de 1939* (Lei de Escritura de Confiança) - regula a emissão de títulos de dívida, focando principalmente nos direitos e responsabilidades dos detentores de títulos e emissores; (ii) *Investment Company Act of 1940* - Lei de Sociedades de Investimento, regulamenta as empresas de investimento, incluindo fundos mútuos e fundos negociados em bolsa, e suas atividades; (iii) *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA)* - alterou o *1934 Act*, expandindo o escopo da SEC para aplicação da legislação federal contra o *insider trading* e prevendo severas sanções penais e civis, além de punição administrativa com imposição de multa aos agentes de mercado e às companhias, e proibição de certas pessoas atuarem como diretores ou executivos de corporações; (iv) *Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX)* – seu objetivo principal é melhorar a governança corporativa, com foco na confiabilidade das divulgações de demonstrativos financeiros.

Caminho semelhante ao adotado pelos norte-americanos — motivador da criação de normas reguladoras do *insider trading* em todo o mundo, inclusive no Brasil — foi trilhado pelo Canadá, cuja primeira legislação surgiu na década de 1970, seguida da implementação de regulamentações, pela *Ontario Securities Commission (OSC)*, e da introdução, em 2004, no *Criminal Code (Section 382.1)*, do delito de comércio ilegal de informações privilegiadas, punível com pena máxima de prisão de dez anos, no tocante ao qual a primeira condenação criminal é de 06/11/2009 (Cole, 2010).

Distendendo o inventário de normas voltadas para o controle do *insider trading*, dessa feita no âmbito da ordem jurídica do Velho Continente, cientifica-se que em matéria de operações caracterizadas pelo abuso de informação privilegiada (conhecidas por *délit d'initie*), a legislação francesa é considerada a mais antiga da Europa, combinando sanções administrativas e penais (Kozikoski, 2018, p. 106).

Encontra-se nessa abordagem, adicionalmente, a Diretiva 89/592/CEE, expedida em 13/11/1989 pela Comunidade Econômica Europeia, que em seu artigo 1º delineou o que entendia por informação privilegiada: “*toda a informação não pública, com caráter preciso e*

*relativa a uma ou várias entidades emittentes de valores mobiliários e que, em caso de publicidade, influenciaria, de maneira sensível, a cotação desses valores mobiliários.”* (Jakobi *apud* Silva, Santos, 2021, p. 21).<sup>23</sup> A norma geral permitiu o surgimento de modernos instrumentos regulatórios visando a prevenir o *insider trading*, tais como: programas de conformidade para empresas públicas; políticas de *blackout period*, proibindo que por certo período executivos e funcionários negociem ações da empresa; educação e treinamento sobre as leis de valores mobiliários e políticas internas de negociação; monitoramento de transações com papéis, com revisão contínua para identificar padrões suspeitos.

Outro valioso instrumento de intervenção sancionatória extraído do Direito regulador da União Europeia e das Comunidades Europeias é a Diretiva 2003/6/CE, de 28 de janeiro de 2003, que versa sobre o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado, editada pelo Parlamento Europeu e do Conselho em defesa do mercado comum europeu contra o abuso de mercado.<sup>24</sup> Naquela data quatro dos doze países-membros (Alemanha Oriental, Bélgica, Itália e Irlanda) ainda não possuíam qualquer legislação específica. Os oito membros restantes (França, Inglaterra, Luxemburgo, Noruega, Dinamarca, Grécia, Portugal e Espanha) contavam com farta regulamentação. A Suíça, apesar de raras ocorrências domésticas, inseriu uma previsão no art. 161 do Código Penal (Swiss, 2025),<sup>25</sup> o que serviu para colaboração em investigações encetadas por países estrangeiros. Em Portugal, o art. 378 do Código dos Valores Mobiliários passou a prever o abuso de informação como crime contra o mercado mobiliário. As legislações da Austrália, Malásia e de Singapura também cuidaram de classificar a conduta como delito, sancionada com prisão e multa (Avolio, 2006, p. 446).

Prosseguindo, agora no âmbito do Direito nacional, na pesquisa retrospectiva do controle jurídico do tratamento jurídico do uso de informação incompatível com o funcionamento regular do mercado de valores mobiliários, detecta-se que a Lei 4728/1965 foi o primeiro diploma promanado do Congresso Nacional a disciplinar o mercado de capitais e a estabelecer medidas para o seu desenvolvimento. A despeito de reservar função fiscalizatória

---

<sup>23</sup> Por relevante, cumpre registrar que essa norma geral possibilitou o surgimento de modernos instrumentos regulatórios visando a prevenir o *insider trading*, como: programas de conformidade para empresas públicas; políticas de *blackout period*, proibindo que por certo período executivos e funcionários negociem ações da empresa; educação e treinamento sobre as leis de valores mobiliários e políticas internas de negociação; monitoramento de transações com papéis, com revisão contínua para identificar padrões suspeitos.

<sup>24</sup> Levada a efeito para salvaguardar o bom funcionamento do sistema financeiro europeu, a Diretiva é encarada como paradigma de um processo de “europeização penal” — no âmbito econômico e no domínio dos mercados financeiros — conduzido pela via do Direito comunitário (Rodrigues, Anabela, 2017, p. 1-2).

<sup>25</sup> Revogado aos 28/09/2012, com efeitos a partir de 1º/05/2013.

da utilização de informação relevante ainda não revelada ao público investidor, “*em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso*” (art. 3º, X), não atribuiu, contudo, poderes sancionatórios ao BC no exercício desta atribuição. O conteúdo da norma, consoante explicita-se, não consistia em uma regra de conduta, já que não qualificava o uso indevido de informação privilegiada como ato ilícito, mas um preceito de delimitação de competência de regulação do mercado, à época conferida à Autarquia (Prado; Vilela, 2015, p. 155). Não por outra causa que, originalmente, a Lei 6404/1976, ao dispor no tocante ao dever de lealdade à companhia, passou a impor ao administrador a obrigação de “*guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários*” (art. 155, § 1º).<sup>26</sup>

Avalia-se, nessa toda, que uma disciplina regulatória, no plano legal, mais bem esmerilhada e consistente, sobreveio com a publicação da Lei 6404/1976 (Lei das S/A), que apesar de não tipificar criminalmente o ilícito, impõe ao administrador o dever de lealdade à companhia, além de outras responsabilidades e obrigações.

Notifica-se, bem assim, que entre 1965 e 1976 (período identificado como primeira fase), o mercado de capitais brasileiro contava com um sistema informacional precário e uma tímida regulação acerca da utilização indevida de informação privilegiada. De 1976 a 2001 (segunda fase), observou-se avanços regulatórios com a publicação das Leis 6385/1976 e 6404/1976, bem como registros dos primeiros casos de *insider trading* nas esferas administrativa e civil. E, em 2001 (entrada na terceira fase), criou-se um sistema legislativo mais complexo, com a publicação das Leis 10.198<sup>27</sup> e 10.303, que aumentaram a atividade punitiva estatal (Prado, Viviane, 2020 *apud* Gomes, Samuel, 2022, p. 66-68). Ao depois, intensificando esforços de aprimoramento do mercado de investidor, o Parlamento brasileiro

---

<sup>26</sup> Em acréscimo ao encargo de confidencialidade dos atos de gestão — que visa a evitar o vazamento (*leakage*) de dados corporativos sigilosos ou sensíveis —, o supra aludido dispositivo da Lei Societária veda expressamente que o administrador da companhia se valha de “*informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.*”.

<sup>27</sup> Acrescenta-se que anteriormente à Lei 10.198/2001 foi editada a Lei 9457/1997, que, superando vácuo legislativo de definição de competência, inseriu na Lei 6385/1976 regra prevendo competir à CVM a apuração de atos ilegais e práticas não equitativas de participantes do mercado (art. 9º, V). O dispositivo restou remodelado pela Lei 10.303/2001, a qual, adequando-se ao sistema de garantias desenhado na Constituição, passou a exigir, para o exercício da predita atribuição, a instauração de “*processo administrativo*”, e não mais mero “*inquérito administrativo*”.

houve por editar as Leis 10.303/2001 e 13.506/2017,<sup>28</sup> vistas como os mais decisivos passos no combate ao *insider trading*.

Um adendo digno de nota à cronologia do *insider trading* é o de que muito embora a sua tutela, via instrumento persecutório-penal, datar de 2001, apenas em 2009 foi ofertada a primeira denúncia criminal, imputando a prática da conduta ilícita.<sup>29</sup> Trata-se do célebre Caso Sadia, em que ex-diretores da sociedade empresária Sadia S/A e o então superintendente de empréstimos estruturados e gestão de portfólio de crédito do Banco ABN Amro Real S/A obtiveram informações privilegiadas sobre a aquisição das ações de emissão da empresa Perdigão S/A pela Sadia S/A, e desta forma efetuaram a compra de valores mobiliários da Perdigão S/A por meio de empresas “laranjas”, obtendo vantagem pela valorização das ações adquiridas quando da publicização da oferta de aquisição.<sup>30</sup>

Vasculhando-se, de outro giro, em nível regulamentar, a formação do mercado de capitais, alude-se a Instrução CVM 08/1979,<sup>31</sup> aprovada com o objetivo de aperfeiçoar e colmatar as lacunas deixadas pelas Leis 6385 e 6404, de 1976. O texto vedava aos administradores e acionistas de companhias abertas, e aos intermediários e demais operadores do mercado mobiliário, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

Ultimando o apanhado cronológico-normativo estabelecido pelos órgãos reguladores, reporta-se a Instrução CVM 358/2002<sup>32</sup> (art. 8º), que ditava aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com

<sup>28</sup> Agrega-se que precedentemente às Leis 10.303/2001 e 13.506/2017, a Lei 6385/1976 já continha em seu texto original (art. 1º) regras sobre a disciplina e fiscalização das atividades de emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários.

<sup>29</sup> Vide, para uma contextualização, a sentença condenatória proferida nos autos do Processo 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4 (Disponível em: [https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/173959/mod\\_resource/content/4/Caso%20-%20Sadia-Perdigao%20-%20Senten%C3%A7a%20-%20Insider%20Trading.pdf](https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/173959/mod_resource/content/4/Caso%20-%20Sadia-Perdigao%20-%20Senten%C3%A7a%20-%20Insider%20Trading.pdf). Acesso em: 25 mai. 2024).

<sup>30</sup> Consultar o parecer do Comitê de Termo de Compromisso que propôs ao Colegiado da CVM a aceitação da proposta de Termo de Compromisso apresentada por Alexandre Ponzio de Azevedo, um dos envolvidos na trama criminosa (Processo Administrativo Sancionador CVM SP2007/0119). Disponível em: <http://antigo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5912-0.pdf>. Acesso em: 23 ago. 2024.

<sup>31</sup> Revogada pela Resolução 62/2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html>. Acesso em: 11 mar. 2024.

<sup>32</sup> Com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM 369/2002, 449/2007, 547/2014, 552/2014, 568/2015, 590/2017, 604/2018 e 620/2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>. Acesso em: 06 ago. 2024.

funções técnicas ou consultivas, e aos empregados da companhia, o dever de “*guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam (...)*”. O documento, atente-se, foi revogado pela Resolução CVM 44/2021,<sup>33</sup> que dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Conforme comenta-se, as principais mudanças incrementadas envolvem “*presunções de acesso à informação privilegiada e vedações autônomas a negociações de ‘insiders’ antes da divulgação de informações contábeis.*”<sup>34</sup>

Porque possui pertinência significativa registra-se, ao cabo, que no Brasil o modelo sancionatório do uso de informação relevante em descumprimento de regime normativo sobre negociação de valores mobiliários<sup>35</sup> transcende o Direito Penal, cujo ordenamento vigente ostenta dois tipos de injustos no art. 27-D da Lei 6385/1976. Melhor dizendo, a prática do ilícito é vedada pela Resolução CVM 44/2021, citada *ut supra*, e sujeita o infrator a responsabilidade compensatória com esboço no Código Civil e a cominações previstas na Nova Lei Geral de Improbidade Administrativa (Lei 8429/1992, na redação dada pela Lei 14.230/2021) e na Lei de Anticorrupção Empresarial (Lei 12.846/2013). Isso tudo, de forma cumulativa ou não, a depender das especificidades de cada situação concreta.

#### 4. NOTAS CONCLUSIVAS

Trouxe-se à luz, nos exatos moldes do plano didático-metodológico predefinido, um apanhado da história e do regime regulativo do mercado de capitais e do *insider trading*, cujas origens remontam a 1531 e 1934, respectivamente.

Ademais disso, divisou-se no ordenamento jurídico nacional um *standard* quadripartido de responsabilização dissuasora do acesso assimétrico de informação qualificada em

<sup>33</sup> Disponível em: [file:///C:/Users/rve/Downloads/resol044consolid%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/rve/Downloads/resol044consolid%20(3).pdf). Acesso em: 06 ago. 2024.

<sup>34</sup> Disponível em:

[https://www.google.com/search?q=Instru%C3%A7%C3%A3o+44%2F2021+da+Comiss%C3%A3o+de+Valores+Mobili%C3%A1rios&dq=Instru%C3%A7%C3%A3o+44%2F2021+da+Comiss%C3%A3o+de+Valores+Mobili%C3%A1rios&gs\\_lcrp=EgZjaHJvbWUyBggAEEUYOTIHCAEQIRifBdIBCDE3MTZqMG03qAIIsAIB&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=Instru%C3%A7%C3%A3o+44%2F2021+da+Comiss%C3%A3o+de+Valores+Mobili%C3%A1rios&dq=Instru%C3%A7%C3%A3o+44%2F2021+da+Comiss%C3%A3o+de+Valores+Mobili%C3%A1rios&gs_lcrp=EgZjaHJvbWUyBggAEEUYOTIHCAEQIRifBdIBCDE3MTZqMG03qAIIsAIB&sourceid=chrome&ie=UTF-8). Acesso em: 06 ago. 2024.

<sup>35</sup> Para um detido estudo da responsabilidade por *insider trading* nas esferas penal, administrativa, civil e de improbidade (administrativa ou empresarial, consultar: Oliveira Junior, Gonçalves, Nova lei geral de improbidade administrativa, 2024).

negociação de valores mobiliários. É dizer mais facilmente, um conjunto de mecanismos normativos — nas esferas penal, administrativa, civil e de improbidade administrativa e empresarial — que confluem de forma interconexa para os escopos de assegurar a equidade de participação no mercado de capitais brasileiro, reduzindo manipulações e aumentando sua eficiência, e de preservar a integridade deste importante ramo de atividades financeiras.

Sumamente, entre os objetivos medulares desse arranjo organizacional, está o de garantir aos aplicadores e captadores de recursos financeiros o acesso a informações públicas e simultâneas sobre os ativos emitidos. Afinal de contas, mercado de capitais eficiente é aquele em que compradores e vendedores reagem por intermédio de mecanismos isonômicos de formação de preços. Um sistema informacionalmente desequilibrado, ao revés, proporciona ganhos injustos para alguns investidores, em detrimento de outros.

## 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. **A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico**. São Paulo: RT/Fasc. Pen., ano 95, v. 850, ago. 2006, p. 441-461.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **História do Mercado de Capitais**. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/historia-do-mercado-de-capitais>. Acesso em: 03 abr. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Percepção de Integridade no Mercado de Capitais Brasileiro – 2025**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/percepcao-de-integridade-no-mercado-de-capitais-brasileiro-2025.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2025.

CARVALHO, Francisco Proença de; LOUREIRO, Filipa. **O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como insiders primários, quando actuam em representação da sociedade**. 2010. Disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2767/documento/artPor03.pdf?id=2554&forceDownload=true#:~:text=Na%20lei%20portuguesa%20os%20cri,de%20%C3%B3rg%C3%A3os%20ou%20repre%2D%20sentantes>. Acesso em: 10 out. 2024.

COLE, Emily. **Canada's first criminal conviction for illegal insider trading**. 23 fev. 2010. Disponível em: [https://www.millerthomson.com/assets/files/newsletter\\_attachments/articles/Canadas\\_First\\_Criminal\\_Conviction\\_for\\_Illegal\\_Insider\\_Trading.pdf](https://www.millerthomson.com/assets/files/newsletter_attachments/articles/Canadas_First_Criminal_Conviction_for_Illegal_Insider_Trading.pdf). Acesso em: 06 abr. 2024.

FERRARI, Vinícius Eduardo. **Reformas institucionais e financiamento de longo prazo na economia brasileira: o debate sobre o PAEG**. 2017. Disponível em: <https://periodicoscientificos.ufmt.br/ojs/index.php/res/article/view/5545/html>. Acesso em 05 mai. 2024.

GALVÊAS, Ernane. **O mercado brasileiro de capitais**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 41, p. 14-19, jul. 2008.

GOLLO, Romário de Souza. **Mercado de capitais: uma contribuição para o entendimento do mercado acionário**. 2009. 75 f. Trabalho de conclusão de curso (Especialização em Finanças). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009. Disponível em: [file:///C:/Users/rve/Downloads/Mercado\\_De\\_Capitais\\_Uma\\_Contribuicao\\_Par.pdf](file:///C:/Users/rve/Downloads/Mercado_De_Capitais_Uma_Contribuicao_Par.pdf). Acesso em: 29 jul. 2024.

GOMES, Samuel da Silva. **A expansão do mercado de capitais e as primeiras condenações por insider trading no direito penal brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 25, n. 95, p. 47-82, jan./mar. 2022.

KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador. **Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada - insider trading**. 2018. 206 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2018.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. **Efetividade da repressão ao insider trading**. Revista de Direito Empresarial - ReDE, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 149-176, maio/ jun. 2014.

NASCIMENTO, Philippe. **Shadow trading**: SEC vence novo round em caso inédito de insider trading. 28 fev. 2024. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-fev-28/shadow-trading-sec-vence-novo-round-em-caso-inedito-de-insider-trading/>. Acesso em: 20 abr. 2024.

OLIVEIRA JUNIOR, Gonçalo Farias de. **Ordem econômica e direito penal antitruste**. Coleção Biblioteca de Estudos Avançados em Direito Penal e Processual Penal. Luiz Regis Prado (Coordenador). 5. ed., rev. e atual. Curitiba: Juruá, 2014.

OLIVEIRA JUNIOR, Gonçalo Farias de; **Insider trading: responsabilidade nas esferas penal, administrativa, civil e de improbidade (administrativa e empresarial)**. Revista da Escola Superior do Ministério Público da União, Brasília, v. 2, n. 1, e-2102, jan./jun. 2024.

OLIVEIRA JUNIOR, Gonçalo Farias de; OLIVEIRA, Raissa. **Nova lei geral de improbidade administrativa**: incursões acerca da dúplice repercussão (penal e cível) à luz da sistemática parametrizada pela Lei 14.230/2021. In: Comentários às leis penais e processuais penais. Denise Hammerschmidt (Coordenadora). 3. ed., rev., atual. e amp. Curitiba: Juruá, 2024.

PAPINI, Roberto. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 6. ed. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2020.

PRADO, Maria da Glória Ferraz de Almeida. **A desestatização da economia e a internacionalização do mercado de capitais**. Revista de Direito Público da Economia - RDPE. Belo Horizonte, ano 13, n. 51, p. 129-158, jul./set. 2015.

RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2011. 173 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2011.

RODRIGUES, Anabela Miranda. **O Direito Penal europeu à luz do princípio da necessidade — o caso do abuso de mercado**. Nov. 2017. Disponível em:

[file:///C:/Users/rve/Downloads/1987-article-4263-1-10-20191020%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/rve/Downloads/1987-article-4263-1-10-20191020%20(1).pdf). Acesso em: 15 jul. 2024.

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. **Intervenção pública e proibição do *insider trading***: eficiência e ultima ratio na responsive regulation. Brasília, Revista de Informação Legislativa, a. 53, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016.

SANTOS, Robson Fernando; CRUZ, Vinícius dos Neres da. **O crime de *insider trading* nas operações de *equity crowdfunding***. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 14, n. 1, jun. 2020.

SCHIRATO, Vitor Rhein. **A regulação brasileira do mercado de capitais**: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público. Revista de Direito Público da Economia - RDPE. Belo Horizonte, ano 4, n. 16, out./dez. 2020.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION - SEC. **Mission**. 22 nov. 2025. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/mission>. Acesso em: 11 out. 2024.

SILVA, Alex Xavier Santiago da; SANTOS, Ives Nahama Gomes dos. **Compreender para regular**: revisão de literatura sobre o ilícito de insider trading. Há espaço para o direito penal? Revista de Direito Penal Econômico e Compliance - RDPEC, v. 2, n. 5, p. 13-39, jan./mar. 2021.

SMANIOTTO, Caíque Cescon; FURLANETO NETO, Mario. **Análise normativa do crime de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) no Brasil**. 24 jul. 2022. Disponível em: <file:///C:/Users/rve/OneDrive/Documentos/ARTIGOS/dorlivete,+e88111032598-min.pdf>

SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito administrativo**: introdução ao direito administrativo. Carlos Ari Sunfeld e Vera Monteiro (Coordenadores). Série GVlaw. São Paulo: Saraiva, 2008.

SWISS FEDERAL AUTHORITIES. **Fedlex**: the publication platform for federal law. Disponível em: [https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/54/757\\_781\\_799/en#art\\_161\\_bis](https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/54/757_781_799/en#art_161_bis). Acesso em: 02 set. 2024

TANJI, Marcia. **Mercado de capitais**: formas de atuação do estado. 2013. 242 f. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

WUNMI, Bewaji. **Insider trading in developing jurisdictions**: achieving an effective regulatory regime. New York: Taylor & Francis Group, 2012, e-book.