

## **INSIDER TRADING: COMO A CVM ATUOU ENTRE 2000 E 2013 PARA INIBIR ESSA PRÁTICA?**

INSIDER TRADING: HOW CVM ACTS BETWEEN 2000 AND 2013 TO INHIBIT THIS PRACTICE?

### **Rafael Araújo Sousa Farias**

Universidade Federal de Santa Catarina, Brasil.

Endereço: Campus Universitário – Trindade. CEP 88010970 - Florianópolis, SC - Brasil - Caixa-postal: 476

Fone: (48) 37219000 / Ramal: 6436

Email: farias-rafael@hotmail.com - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6344150108965800>

### **Marcelo Machado de Freitas**

Universidade Federal de Santa Catarina, Brasil.

Endereço: Campus Universitário – Trindade. CEP 88010970 - Florianópolis, SC - Brasil - Caixa-postal: 476

Fone: (48) 37219000 / Ramal: 6436

Email: mmf.marcelofreitas@gmail.com - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1621974592687502>

### **Ernesto Fernando Rodrigues Vicente**

Universidade Federal de Santa Catarina, Brasil.

Endereço: Campus Universitário – Trindade. CEP 88010970 - Florianópolis, SC - Brasil - Caixa-postal: 476

Fone: (48) 37219000 / Ramal: 6436

Email: ernesto.vicente@ufsc.br - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4799416054903160>

**Submissão:** 19 Mai. 2015 **Publicação:** 19 Dez. 2015. **Sistema de avaliação:** *Double blind review*. Centro Universitário UNA, Belo Horizonte - MG, Brasil. Editor geral Prof. Dr. Mário Teixeira Reis Neto

Este artigo encontra-se disponível no endereço eletrônico:

<http://revistas.una.br/index.php/reuna/article/view/717>

## **Resumo**

A prática de *insider trading* é considerada ilegal na maioria dos países, inclusive no Brasil, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) investigar e punir tal crime. O objetivo desta pesquisa é identificar como a CVM atuou entre os anos 2000 e 2013 para inibir o *insider trading* no país. Para atingir o objetivo do trabalho, foi realizada uma análise de todos os Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM, no período de 2000 a 2013, referentes ao tema. Foram encontrados 39 processos que tiveram alguma relação com o crime de *insider trading*, envolvendo 201 indiciados. Ao todo, mais de R\$ 51 milhões em multas foram aplicadas pela CVM. Por fim, conclui-se que é importante que tal prática seja combatida no Brasil, e que novos mecanismos sejam criados para auxiliar as investigações da CVM, como por exemplo, a oferta de uma recompensa financeira para que as pessoas denunciem os crimes decorrentes do uso indevido de informação privilegiada, como nos Estados Unidos.

**Palavras-chave:** Informação Privilegiada; *Insider Trading*; CVM.

## Abstract

The practice of insider trading – the undue use of privileged information to gain an advantage, for either oneself or others, by way of the purchase or sale of securities – is considered illegal in many countries, including Brazil, which charges the *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) with the investigation and sentencing of such crimes. The objective of this study is the identification of how the CVM acted to deter the practice of insider trading in Brazil from 2000-13. In order to achieve this, analysis was carried out on each of the Administrative Sanctioning Cases (PAS) brought before the CVM during the years in question that were based on allegations of insider trading. Thirty-nine cases involving the crime of insider trading were found, all undergoing regular procedures, involving 201 suspects. In total, more than R\$51 million in penalties were imposed by the CVM as a punishment for the individuals that made undue use of privileged information. Finally, the study concludes that this practice must be combated, chiefly in light of the need to ensure the credibility of the securities market before investors. Further, new mechanisms stand to assist investigations carried out by the CVM, such as financial incentives for whistleblowers in cases of undue use of privileged information, itself currently seen in practice in the United States.

**Key words:** Privileged information; insider trading; CVM.

## 1 Introdução

Mesmo que grande parte da população mundial viva na era da informação, esta não se encontra disponível a todos e a qualquer momento. Esse cenário é ainda mais evidente no mercado acionário. A informação sobre uma grande fusão, uma grande aquisição ou a descoberta de poços de petróleo, por exemplo, pode demorar algum tempo para que venha a público (FAMA, 1970, 1991). As transações ocorridas na Bolsa de Valores, por pessoas que possuem tais informações e que ainda não foram publicadas, são chamadas de *insider trading* (FIDRMUC, GOERGEN E RENNEBOOG, 2006).

Os efeitos colaterais do *insider trading*, ou o uso indevido de informação privilegiada, são diversos e afetam principalmente o custo do capital, devido à assimetria de informação causada por essas operações (EIZIRIK, 1983). Tal prática, se não coibida, pode levar à transferência de capital de empresas para mercados mais eficientes (BHATTACHARYA; DAOUK, 2002). *Insider trading* é uma prática ilegal na maioria dos países (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012) e tem sido

objeto recente de análise acadêmica (SKAIFE; VEENMAN; WANGERIN, 2013), além de receber destaque nos noticiários brasileiros e mundiais.

A legislação brasileira atual, por meio das leis 6.385/1976 e 10.303/2001, considera ilegal o uso indevido de informação privilegiada no mercado acionário. O crime é configurado pela quebra da relação de confiança e sigilo que deve existir entre os controladores e proprietários das empresas (BRASIL, 2001).

Apesar das leis serem importantes para a coibição do uso ilegal da informação privilegiada, Bhattacharya *et al.* (2000) demonstra que no caso dos mercados emergentes, a existência de leis sobre *insider trading* sem o devido *enforcement* (fazer a lei ser cumprida) não detêm os *insiders*. Em outras palavras, as leis que regulam o tema precisam ser cumpridas e os infratores condenados para que a prática possa ser de fato coibida. Bhattacharya e Daouk (2002) ainda complementam que sem o devido *enforcement*, tampouco os mercados se tornam mais eficientes.

São as agências reguladoras que combatem esse tipo ilegal de prática, de modo a tornar os mercados mais eficientes e com maior liquidez. No Brasil, cabe à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tal responsabilidade. Criada pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a CVM tem por objetivo fiscalizar, disciplinar e normatizar o funcionamento do mercado de valores.

Em suma, a utilização indevida de informação privilegiada é crime, vai contra a legislação nacional, cabendo à CVM o papel de fiscalizar e disciplinar o mercado. Diante dessas informações é levantado o seguinte questionamento: como a CVM atuou entre os anos 2000 e 2013 para inibir o uso indevido de informação privilegiada?

Por meio da análise dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS), o objetivo do trabalho é identificar como a CVM atuou entre os anos 2000 e 2013 para inibir o *insider trading* no país.

O objetivo da pesquisa será atingido através da evidenciação do número de processos julgados pela CVM, do tempo transcorrido entre a instauração e o encerramento dos processos, da quantidade de indiciados e condenados, das normativas utilizadas pela CVM para imputar os réus, das decisões e sanções aplicadas aos condenados e do montante das multas aplicadas pela CVM.

Acredita-se que as conclusões desta pesquisa colaborará com a CVM, ao passo que agrupada dos que servem como *feedback* ao corpo técnico da autarquia. O mercado de valores mobiliários também se beneficiará de tais informações, ao passo que demonstra a atuação de sua agência reguladora na tarefa de se fazer cumprir a lei. Por fim, os resultados podem ser úteis à academia, colaborando com o debate acerca do tema mediante a disponibilização de dados agrupados acerca da atuação da CVM.

Na sequência do trabalho são apresentadas informações acerca do crime de *insider trading* e estudos acerca do tema. Em seguida é apresentado, de maneira cronológica, o avanço das leis sobre *insider trading* no Brasil, a metodologia utilizada no trabalho e, por fim, os resultados e considerações finais.

## 2 Referencial teórico

### 2.1 *Insider trading*

*Insider* é toda a pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações relevantes relativas aos negócios e situação da companhia (GROSSMAN E STIGLITZ 1980; MARTINS; PAULO, 2013). Informações relevantes são aquelas que podem influir de modo significativa na cotação dos valores mobiliários, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores, no caso de grandes corporações, são muitos os eventos que podem ser considerados relevantes, como por exemplo, subscrição de ações, emissão de títulos de dívida como debêntures, lançamento de recibos de depósito em outros mercados, fusões e aquisições, entre outros (CAMARGOS; ROMERO; BARBOSA, 2008).

A *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão que disciplina e fiscaliza o mercado acionário norte americano, acrescenta que a prática ilegal de *insider trading* ocorre quando um investidor decide comprar ou vender um título utilizando-se de informações não públicas. Tal prática inclui a utilização de “dicas” de amigos, parentes ou qualquer pessoa relacionada (SEC, 2014a, SEC, 2014b).

Possuir informações privilegiadas não se caracteriza necessariamente como crime, tal prática se torna criminosa quando pessoas que possuem estas informações as utilizam para auferir alguma vantagem comercial, para si ou para outrem, através de transações com informações que ainda não estão disponíveis para o público em geral (OLIVEIRA, 2012).

Segundo a 7ª Pesquisa Global sobre Crimes Econômicos, na qual foram ouvidos mais de 5 mil entrevistados, as empresas sediadas no Brasil estão mais atentas aos crimes econômicos, inclusive a prática de *insider trading* (PWC, 2014). A pesquisa demonstra que o crime de *insider trading*, entre os anos de 2011 e 2014, apresentou uma queda de 2 pontos percentuais, tanto no cenário global (de 6% para 4%) quanto no Brasil (de 16% para 14%), demonstrando que a prática é mais reiterada no Brasil do que no cenário internacional.

### 2.2 A evolução das Leis sobre *insider trading* no Brasil

Os Estados Unidos foi o país pioneiro no combate ao crime do uso ilegal de informação privilegiada. Segundo Garfinkel (1997) a *Securities Act* de 1934 proibiu o *insider trading* naquele país e, posteriormente, a *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA), em 1988, definiu sanções mais rígidas aos *insiders* do mercado de valores mobiliários norte americano.

No Brasil, uma série de medidas foi tomada ao longo dos anos com o intuito de coibir esta prática. A primeira lei no Brasil sobre o assunto surgiu em 1976, enquanto a primeira acusação sobre *insider trading* ocorreu no ano de 1978 (BHATTACHARYA; DAOUK, 2002).

No Quadro 1 é apresentado um breve histórico dos fatos importantes na regulamentação e no combate à prática de *insider trading* no país.

Quadro 1 - Histórico da regulamentação sobre *insider trading* no Brasil

Ano	Fato	Histórico
1976	Lei nº 6.385	Criação da CVM (BRASIL, 1976a)
1976	Lei nº 6.404	O art. 155 § 1º apresentou pela primeira vez, no cenário nacional, a coibição do uso de informações privilegiadas para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (BRASIL, 1976b)
1984	ICVM nº 31	A partir desta instrução, qualquer pessoa se torna passível de punição. As leis anteriores se restringiam aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta (CVM, 1984)
1997	Lei nº 9.457	Alterou o art. 11 da lei 6.385/76, que elenca quais penalidades a CVM poderá impor aos infratores desta lei, aumentando as punições cabíveis (BRASIL, 1997)
2001	Lei nº 10.303	Incluiu o art. 27-D na lei das S.A. A partir dessa lei, o uso indevido de informação privilegiada passou a ser crime, punível pelo código penal (BRASIL, 2001b)
2001	Lei nº 105	Estabeleceu por meio do art. 9º que, quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a CVM verificarem indícios da ocorrência de crimes definidos em lei como de Ação Pública, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos (BRASIL, 2001a)
2008 - 2013	Convênios	Foram assinados convênios entre a CVM, o Ministério Público Federal e a Polícia Federal. Os acordos visam o fornecimento e o intercâmbio de informações buscando combater as práticas ilegais que ocorrem no mercado de valores mobiliários (CVM, 2015)
2009	Relatório Anual da CVM	A CVM elegeu, por meio de seu relatório anual de 2009, o combate ao uso indevido de informação privilegiada como um dos principais focos da autarquia (CVM, 2009)
2011	Primeira Condenação Penal	Ocorreu a primeira condenação penal por crime de uso indevido de informação privilegiada do Brasil. O Ministério Público Federal teve a CVM como assistente de acusação no caso. A sentença foi proferida em relação a dois réus, ambos da Sadia S.A.(CVM, 2011)
2011	Utilização do Software SIA-Eagle no combate ao <i>insider trading</i>	Baseado em algoritmos, o <i>software</i> permite que a CVM acompanhe em tempo real a negociação do mercado de valores mobiliários. O programa analisa cerca de um milhão de transações por dia. Os dados coletados são cruzados para confirmar suspeitas de manipulação de mercado e movimentações atípicas
2013	ICVM nº 538	É uma nova regra para atuação de analistas no mercado de capitais. A regra limita a participação deles em ofertas públicas e define quem pode ler seus relatórios antes de serem publicados (CVM, 2013)

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

### 2.3 CVM

A atividade de fiscalização da CVM realiza-se pelo acompanhamento da veiculação de informações relativas ao mercado e dos valores mobiliários

negociados. Dessa forma, podem ser efetuadas inspeções destinadas à apuração de fatos específicos, observando, inclusive, a utilização indevida de informação privilegiada (CVM, 20014). Goshen e Parchomovsky (2006) comentam que um dos principais papéis das agências reguladoras é restringir as práticas de *insider trading*.

Cabe à CVM, dentre outras práticas, promover o desenvolvimento e a eficiência do mercado e proteger os investidores contra fraudes e práticas irregulares. Frente a qualquer suspeita, a “CVM pode iniciar um inquérito administrativo, através do qual, recolhe informações, toma depoimentos e reúne provas com vistas a identificar claramente o responsável por práticas ilegais, oferecendo-lhe, a partir da acusação, amplo direito de defesa” (CVM, 2014). A Lei nº 6.385/1976 traz em seu artigo 11, que a CVM poderá impor aos infratores desta lei, além de outras fontes do direito (leis, resoluções, instruções, normas, entre outras), penalidades que vão desde a simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, passando por multas pecuniárias (BRASIL, 1976a).

## 2.4 Estudos anteriores

Internacionalmente, muitos trabalhos abordam o tema. Inicialmente, os estudos buscaram caracterizar o conceito de *insider trading* e as suas consequências ao mercado (FAMA, 1970; LELAND; PYLE, 1977; LANGEVOORT, 1982; MYERS; MAJLUF, 1984; GIVOLY; PALMON, 1985; STRICKLER, 1985). Seyhun (1986) já apresentava evidências de que os *insiders* conseguem prever mudanças anormais no preço das ações, antecipando ou postergando a decisão de compra ou venda, fazendo uso indevido de informação privilegiada.

Mais recentemente, trabalhos investigaram a relação entre o *insider trading* e a governança corporativa das empresas, constatando que fracos mecanismos de governança corporativa aumentam a probabilidade de ocorrer o uso indevido de informação privilegiada (TANG; CHEN; CHANG, 2013; CZIRAKI; GOEIJ; RENNEBOOG, 2014). Fato corroborado pela literatura, uma vez que a governança corporativa representa um conjunto de princípios e práticas que visam reduzir os prováveis conflitos de interesse entre os *stakeholders*, com o objetivo de reduzir o custo de capital e aumentar tanto o valor da empresa quando o retorno aos seus acionistas (VENTURA; SANTOS; VENTURA JÚNIOR; FIRMINO, 2012; RIBEIRO; SOUZA; GOMES, 2014).

No âmbito nacional, estudos analisaram o *insider trading* com o objetivo de evidenciar a Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada (PIN) (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MARTINS; PAULO; ALBUQUERQUE, 2013; MARTINS; PAULO, 2013), procuraram conhecer a relação dessa prática com a governança corporativa (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; HALLQVIST, 2000) e sua presença em processos de fusão e aquisição (CAMARGOS; ROMERO; BARBOSA, 2008).

Através do modelo de Easley *et al.* (2002), Martins e Paulo (2013, 2014) encontraram uma probabilidade de cerca de 25% de PIN das ações analisadas. Martins e Paulo (2013, 2014) comentam que os valores encontrados são elevados para um mercado de capitais que busca solidez, como o brasileiro. Medeiros e Matsumoto (2005) também afirmam que há indícios de ocorrência de *insider trading*

no mercado de valores mobiliários brasileiro, ao evidenciarem retornos anormais antes, durante e após os anúncios de emissões de empresas brasileiras.

Entretanto, existem medidas que podem melhorar o bom funcionamento do mercado de capitais. Conforme destaca Hallqvist (2000), a governança corporativa é importante no combate ao *insider trading*. Barbedo, Silva e Leal (2009) constataram, no cenário nacional, que maiores níveis de governança corporativa apresentam menor probabilidade *insider trading*.

A governança corporativa reduz a assimetria informacional entre os controladores das empresas e os proprietários, evitando que os ativos sejam precificados ou avaliados de forma equivocada (BATTACHARYA; DAOUK, 2002; BHARATH; PASQUARIELO; WU, 2008). Girão, Martins e Paulo (2014) utilizaram o modelo de Ohlson (1995) para averiguar a influência da assimetria informacional na avaliação de empresas do mercado brasileiro de capitais, evidenciando a alta probabilidade de negociação com informação privilegiada.

Referindo-se ao campo jurídico, trabalhos nacionais abordaram as práticas de *insider trading*. Oliveira (2012) abordou a necessidade da tipificação penal do *insider trading* diante da potencialidade e extensão do prejuízo social advindo de sua prática. Bastos (2013) buscou analisar o *insider trading* observando os aspectos conceituais e a responsabilização na esfera administrativa ou penal, mapeando a eficácia dos mecanismos de repressão a este crime.

Segundo Camargos, Romero e Barbosa (2008) as fusões e aquisições formam cenário propício para a utilização indevida de informação privilegiada. Assim, os autores analisaram a ocorrência, ou não, de *insider trading* em oito processos de fusão e aquisição realizados por grandes empresas brasileiras. Os resultados indicam que a prática de utilização indevida de informação privilegiada esteve presente nessas negociações, gerando retornos anormais a diversos acionistas. Sobre isso, Camargos, Romero e Barbosa (2008, p. 67) fazem a seguinte afirmação:

No que se refere ao retorno anormal de ações, tal evidência permite concluir que nesses dias alguns acionistas, provavelmente *insider tradings*, obtiveram ganhos anormais (acima do mercado) e alguns investidores (*insiders*) se utilizaram desse acesso privilegiado às informações sobre as fusões e aquisições para auferir ganhos extraordinários em detrimento de outros investidores (*outsiders*).

Dentre os oito processos analisados pelos autores, encontra-se o processo referente à fusão entre as empresas Sadia S.A. e Perdigão S.A. De acordo com a CVM, algumas irregularidades foram, de fato, comprovadas nessa operação. Através do processo administrativo nº SP2007/0117 e do processo CVM nº 07/07, em 2008 e 2010, respectivamente, a autarquia julgou e condenou a prática de *insider trading* nessa operação, confirmando a hipótese dos autores. Tal fato evidencia a importância de trabalhos que analisem como a CVM atua para combater tal delito, possibilitando a validação, ou não, de resultados empíricos de outros autores.

Por fim, percebe-se que a prática de *insider trading* é nociva ao mercado de capitais. De acordo com Fama (1991) ela é uma prática prejudicial que vai contra as premissas de eficiência do mercado. Assim, a atuação da CVM é fundamental para que tal prática seja coibida, tornando o mercado acionário brasileiro mais eficiente e atrativo aos investimentos internos e externos. Entretanto, analisando a literatura

nacional existente acerca do tema, constata-se que os esforços dos artigos estão direcionados, em sua maioria, a encontrar a probabilidade de negociação com informações privilegiadas, sem, no entanto, analisar o que a CVM está fazendo para coibir as práticas ilícitas que ocorrem no mercado.

### 3 Procedimentos metodológicos

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva. Segundo Beuren *et al.* (2009) este tipo de pesquisa procura descrever, identificar, relatar e comparar o fenômeno em estudo.

Com o objetivo de evidenciar a atuação da CVM acerca do uso indevido de informação privilegiada, foram analisados todos os Processos Administrativos Sancionadores julgados pela CVM e publicados em seu *website*, durante o período de 2000 a 2013. Os PAS são tramitados pelo Rito Ordinário e julgados pelo Colegiado da CVM.

Cada processo apresenta uma ementa, explicando o caso em julgamento. Essa ementa foi utilizada para encontrar os processos referentes à utilização indevida de informação privilegiada. Mediante uma busca com palavras-chave, foi possível identificar os processos referentes à *insider trading*. No Quadro 2 são especificadas as palavras-chave utilizadas e o motivo de sua utilização.

Quadro 2 - Palavras-chave e justificativa de seu uso

Palavra-chave	Justificativa
Privilegiada	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
<i>Insider</i>	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
Informação	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
Informações	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
Art. 10, Art. 11, Art. 12 e Art. 13	Artigos da Instrução CVM nº 31 de 1984, que dispõem acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas
Art. 155	Artigo da Lei 6.404 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações
31/84	Instrução CVM nº 31 de 1984 que dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas
358/02	Instrução CVM nº 358 de 2002 que revoga a Instrução CVM nº 31/84

Fonte: dados da pesquisa (2014)

Foi possível identificar os processos acerca do crime de *insider trading*. Dentre os 734 PAS julgados pela CVM no período, foram encontrados 39 processos a serem analisados, conforme a TAB 1.

Tabela 1 - Processos Administrativos Sancionadores Julgados

Total de Processos	734
Processos sobre <i>insider trading</i>	39
Processos sobre <i>insider trading</i> (em %)	5,3%

Fonte: dados da pesquisa (2014)

Após estar em posse dos processos, foi realizada uma análise de conteúdo (BARDIN, 2010) com o objetivo de obter as informações necessárias para responder à pergunta de pesquisa. De acordo com Bardin (2010), a análise de conteúdo é um conjunto de técnicas de análise de comunicações, que através de procedimentos objetivos e descritivos do conteúdo, permite inferir conhecimentos relativos ao que está se estudando. Essas inferências podem recorrer a indicadores quantitativos ou não quantitativos.

Dessa maneira, procurou-se evidenciar, nos 39 casos sobre *insider trading*, informações como, a quantidade de réus envolvidos, valores das multas aplicadas, tempo transcorrido entre a instauração e o julgamento dos processos, número de absolvições, condenações com multas, advertências e inabilitações, entre outras. As informações extraídas foram tabuladas para o Excel.

#### 4 Descrição e análise dos resultados

Segundo o relatório anual da CVM (2013a), os assuntos mais recorrentes nos julgamentos realizados pelo Colegiado da CVM – isto é, considerando apenas os julgamentos que seguem em rito ordinário – estão relacionados à manipulação de mercado e ao uso indevido de informação privilegiada. Entre o período de 2000 a 2013, a CVM julgou 734 processos administrativos sancionadores em rito ordinário. Apenas 5,3% do total dos julgamentos se referem ao crime de *insider trading*. Estes 39 casos são apresentados no Quadro 3.

Quadro 3 - Total de processos julgados por ano

Ano	Processos	Ano	Processos
2000	0	2007	3
2001	0	2008	4
2002	2	2009	4
2003	0	2010	7
2004	1	2011	3
2005	4	2012	5
2006	3	2013	3
Total de processos = 39			

Fonte: dados da pesquisa (2014)

A média de processos julgados por ano é de aproximadamente 2,8. Caso considere apenas o período de 2002 (ano do primeiro julgamento) a 2013, o número sobe para 3,25 por ano. O ano de 2010 apresentou o maior número de processos julgados. Importante lembrar que em 2009 a CVM elegeu como prioridade a coibição da prática de *insider trading*. Assim, observa-se que após 2009 a média de processos subiu para 4,5 por ano, superando os anos anteriores.

Os processos e termos de compromisso conduzidos pela CVM se restringem a esfera administrativa, ou seja, a CVM não pode e nem possui previsão legal para exigir ressarcimento de danos na esfera privada. Carvalhosa (1998) explica que embora a CVM possua competência para apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas dos administradores de companhias abertas, não lhe outorga a lei legitimidade ativa para promover as medidas judiciais para responsabilizar civilmente os administradores. Fica, assim, a CVM restrita ao âmbito das sanções de natureza administrativa e representação penal.

O Quadro 4 apresenta as três esferas em que o acusado de utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, e da qual deva manter sigilo, pode responder.

Quadro 4 – As três esferas em que os processos referentes à *insider trading* podem ser julgados

	Civil	Administrativa	Criminal
Quem julga?	Poder judiciário	CVM	Poder judiciário
Quem a ação protege?	O investidor prejudicado	O mercado de capitais	Toda a sociedade
Que lei o processo obedece?	Código Civil	Instrução 358 da CVM	Lei 10.303 de 2001
Quais são as punições aplicáveis?	Indenizar o investidor prejudicado	Advertência, multa, ou proibição de operar no mercado por até 20 anos	Reclusão de 1 (um) a 5 (cinco) anos e multa de até 3 (três) vezes o valor da vantagem ilícita obtida

Fonte: dados da pesquisa (2014)

A Resolução 454 do Banco Central disciplina o procedimento administrativo e a competência da CVM para presidi-lo. Explica que a CVM deve escorar-se nos princípios do informalismo, da celeridade, da definição legal das faltas e das penas, da ampla defesa e do contraditório, bem como da concessão de recursos. Por fim, destaca que a natureza da atuação da CVM restringe-se à responsabilidade administrativa. Neste ponto a sistemática brasileira não adotou, portanto, o regime norte-americano que confere à SEC legitimidade para propor ações cíveis contra os administradores (CARVALHOSA, 1998).

É importante ressaltar que antes dos processos serem julgados pelo colegiado da CVM, desde 2005, eles passam pelo Comitê de Termo de Compromisso, que é um órgão opinativo que avalia os termos de compromisso apresentadas pelos investigados ou acusados. O Comitê pode deixar de abrir um processo ao aceitar um termo de compromisso por parte do acusado que se compromete a pagar multas ou ajustar sua conduta.

Outro ponto levantado na pesquisa é o tempo transcorrido entre a instauração do processo e o seu julgamento apresentado no Gráfico 1. A parte esquerda do gráfico representa o ano em que os processos foram julgados, e a parte inferior representa o tempo transcorrido desde a instauração.

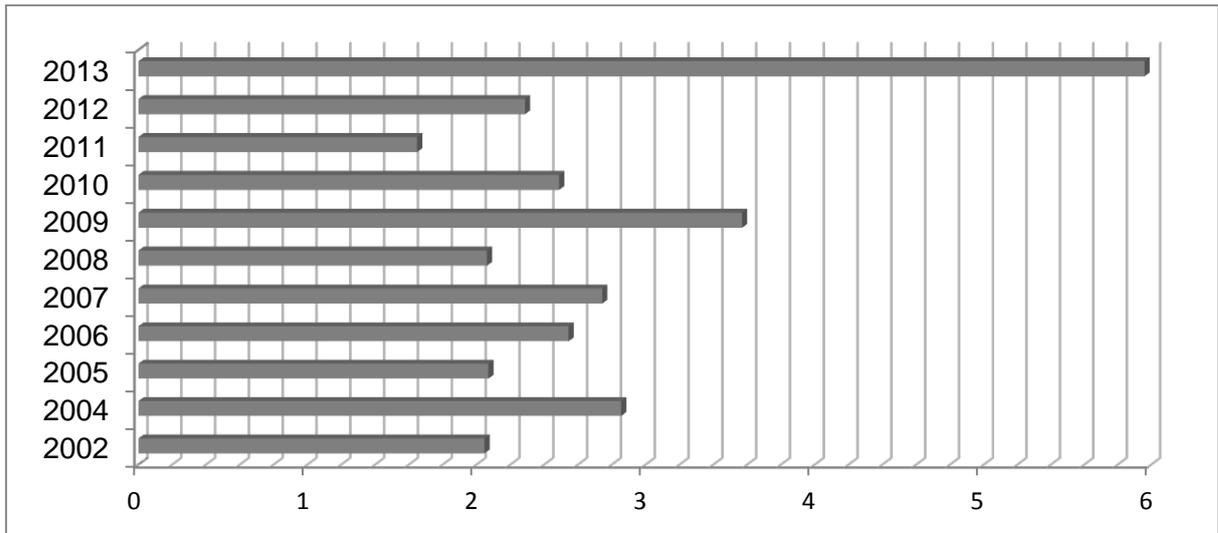


Gráfico 1 - Tempo transcorrido entre a instauração e o julgamento do processo, em anos

Fonte: dados da pesquisa (2014)

Por meio da análise do tempo perpassado entre a instauração e o julgamento dos processos, é possível notar que, em média, os processos levam pelo menos dois anos para serem julgados. O julgamento dos processos e condenação dos culpados, principalmente de maneira tempestiva, é uma importante resposta ao mercado, o que aumenta a confiança dos investidores.

O ano de 2013 possui uma média muito superior aos demais, devido ao processo CVM nº 29/2000. Processo aberto no ano de 2000 e somente julgado em 2013, referente à administradores da Brasmotor S.A. e da Multibrás S.A.

A seguir, a quantidade de multa aplicada pela CVM é demonstrada no Gráfico 2. As multas se referem às condenações dos envolvidos em transações com uso indevido de informação privilegiada.

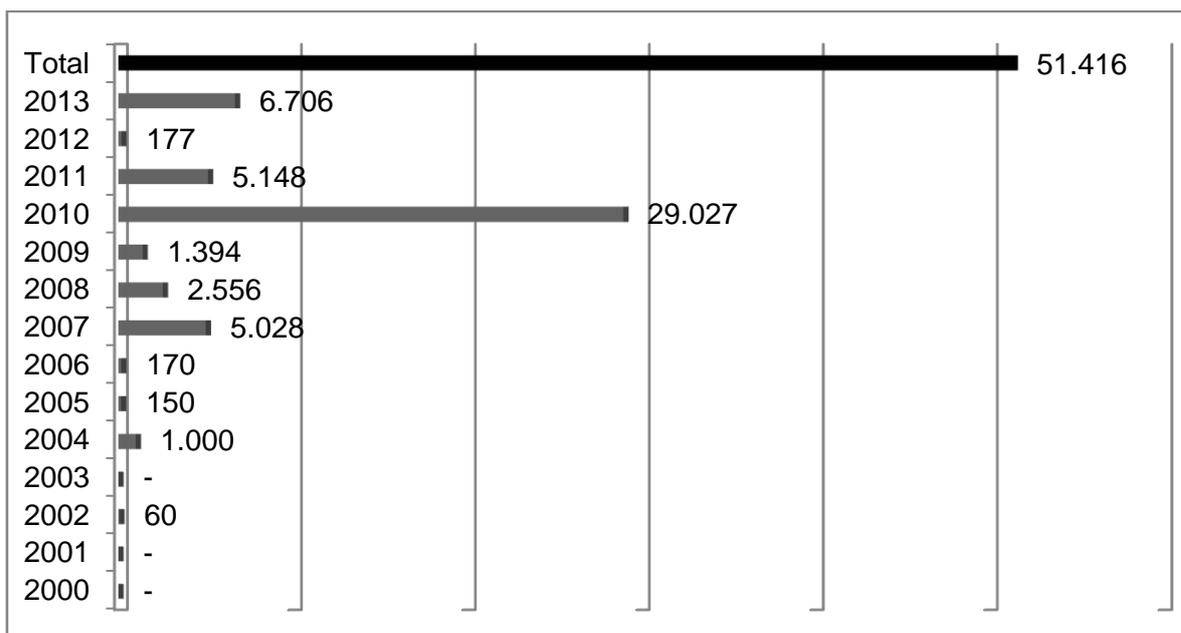


Gráfico 2 – Multas aplicadas pela CVM referentes à prática de *insider trading*, em milhares de reais

Fonte: dados da pesquisa (2014)

O art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 rege, entre outros pontos, que a CVM poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, a penalidade de multa. Entretanto, somente no ano de 2001 por meio da Lei n.º 10.303, de 31 de outubro, houve o enquadramento de *insider trading* como crime contra o mercado de capitais. E então, a Lei n.º 10.303/2001 estabeleceu a reclusão de um a cinco anos e multa de até três vezes o montante proveniente da vantagem ilícita para a prática de *insider trading*.

No total acumulado, mais de R\$ 51 milhões foram aplicados em multas pela CVM por crimes de *insider trading*. O ano de 2010 foi aquele em que a CVM mais aplicou multas pecuniárias devido à utilização de informação privilegiada, em um total de R\$ 29 milhões, mais do que 50% de todo o período analisado.

No ano de 2010 foi aplicada a maior multa em um processo julgado acerca do tema, pela CVM. A *Credit Suisse International* foi condenada a pagar mais de 22 milhões de reais pela infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/02. Ambos os artigos referem-se à utilização indevida de informação privilegiada.

No Gráfico 3 são apresentados os valores das multas estruturado por faixas.

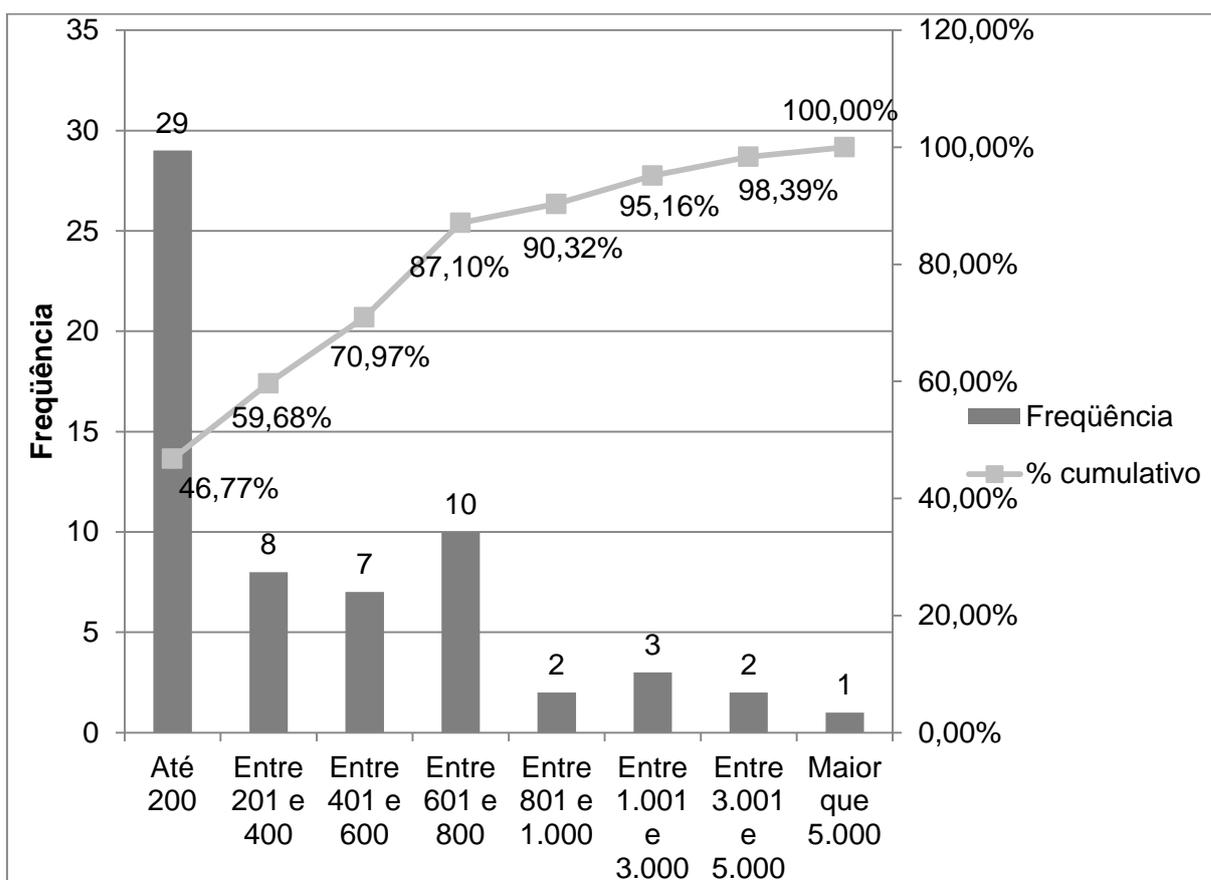


Gráfico 3 – Histograma do valor das multas aplicadas, em milhares de reais  
Fonte: dados da pesquisa (2014)

Embora a lei permita a aplicação de pena de reclusão e outras penas, a aplicação de multa é a principal sanção aplicada pela CVM. Ao todo, foram aplicadas 62 multas referentes a condenações por utilização indevida de informação privilegiada. A maioria das multas aplicadas não passaram de 200 mil reais, o que indica que, ou os crimes cometidos no Brasil não são tão graves, ou as multas são brandas.

No Quadro 5 são apresentados o total de indicados pela CVM por ano, referentes ao crime de *insider trading*.

Quadro 5 – Total de indiciados pela CVM por ano, referentes ao crime de *insider trading*

Ano	Total de indiciados por ano	Ano	Total de indiciados por ano
2000	0	2007	33
2001	0	2008	28
2002	6	2009	8
2003	0	2010	14
2004	46	2011	13
2005	14	2012	25
2006	6	2013	8
Total = 201			

Fonte: dados da pesquisa (2014)

A distribuição do número de indiciados ao longo dos anos é irregular, conforme Quadro 5. Isso acontece devido ao tipo de arquitetura, logo, o número de envolvidos, que configurou o ato ilícito. No ano de 2004, por exemplo, apenas um caso foi julgado, e assim, todos os 46 indiciados estão relacionados a ele. Este caso refere-se ao processo administrativo sancionador instaurado com o objetivo de apurar o eventual uso de informação privilegiada relacionada a fato relevante divulgado pela COPEL – Companhia Paranaense de Energia –, em 25/07/01. No dia da divulgação do fato relevante a cotação do papel subiu cerca de 14%, passando a ser negociado a R\$ 20,51, enquanto o volume médio de negociação, apurado nos 60 dias anteriores, aumentou 246%, de R\$ 1.566 mil para R\$ 5.428 mil. Diante disso, a CVM decidiu investigar qual a data em que a possibilidade de realização da oferta pública teria sido discutida pela primeira vez, e que, para fins da investigação subsequente, fossem separadas as operações realizadas antes das realizadas depois dessa data. Ou seja, o número de indiciados vai depender de como ocorreu o ato ilícito, isso explica a distribuição dos indiciados ao longo dos anos.

Nos quatro primeiros anos de informações disponibilizadas pela CVM, somente seis pessoas foram indiciadas, sendo que a soma de todos os indiciados por cada ano totalizou 201 (Quadro 5). Quanto ao tipo jurídico, 137 (68%) pessoas físicas, 38 pessoas jurídicas (19%), 18 fundos (9%) e 4 pessoas jurídicas estrangeiras (8%) foram indiciadas

No Quadro 6, é demonstrado o embasamento utilizado pela CVM para realizar as imputações, ou seja, demonstra o que a CVM entende que foi infringido para imputar os réus.

Quadro 6 – Normativas utilizadas para imputar os réus

Infração	Normativo	Entre 2000 e 2013
Uso de informação privilegiada	Lei 6.404/76 (art. 155)	92
Vedações à negociação, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas	Instrução CVM 358/02 (art.13)	80
Uso de informação privilegiada	Instrução CVM 31/84 (art. 11)	78
Criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço no mercado; Realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas	Instrução CVM nº 08/79 (Inciso I e II)	39
Uso de informação privilegiada	Instrução CVM 31/84 (art. 10)	8

Fonte: dados da pesquisa (2014)

É importante ressaltar que os réus podem ser indiciados por mais de um crime dentro de um mesmo processo, por esse motivo a soma das infrações utilizadas como base para indiciar os réus (297) é maior do que o número de indiciados (201). Conforme demonstrado, o crime mais comum cometido refere-se ao não cumprimento do art. 155 da Lei 6.404/76, que dentre outras coisas, exige que o administrador da companhia guarde sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, sendo proibido o uso de tal informação para obter vantagem para si ou para outrem, mediante compra ou venda de valores mobiliários.

As decisões tomadas pela CVM sobre os processos referentes ao crime de *insider trading* são demonstradas no Quadro 7.

Quadro 7 – Decisões da CVM referentes aos julgamentos dos *insiders traders*

Decisões	Quantidade	%
Absoluções	132	65,7
Condenações com multa	62	30,8
Advertências	5	2,5
Inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos	2	1,0
Total de indiciados	201	100

Fonte: dados da pesquisa (2014)

O art. 11 da Lei 6.385/76 permite à CVM, no exercício de ação punitiva, aplicar: advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei, cassação de autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei e proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações.

A maior parte dos indiciados por utilização indevida de informação privilegiada é absolvida. O fato de existir grande número de absolvições não implica em dizer que a punição aos praticantes desse ato ilícito seja negligenciada. Não há que se falar que a quantidade de absolvidos é alta ou baixa, já que, parte do julgamento dos indiciados deve ser reservada para o direito de ampla defesa e assegurado o princípio do contraditório.

Como apontado, a maioria dos indiciados foram absolvidos. Entretanto, considerando o número de processos movidos (39), em apenas 15 não houve condenados. Em cerca de 61% dos processos movidos tiveram réus condenados pelo uso indevido de informação privilegiada. Isso demonstra um comportamento por parte da CVM de ampliar o número de indiciados em busca de esclarecimentos do ocorrido.

A aplicação do valor da multa varia conforme o valor ganho ou o prejuízo evitado com a utilização indevida de informação privilegiada. A menor multa aplicada pela CVM, referente a este tema, foi de R\$ 1.340,00 e a maior ultrapassou o valor de 22 milhões de reais. Em cerca de 37% dos casos a CVM optou por aplicar uma multa no valor de 2 vezes o ganho auferido, e em cerca de 29% dos casos optou por aplicar 3 vezes o valor do ganho auferido. Em 75% dos casos o valor da multa ficou entre 2 e 3 vezes o valor que o infrator ganhou ou deixou de perder por fazer uso indevido de informação privilegiada.

As advertências representam 2,5% das sanções aplicadas pela CVM, referentes a este tema. Ao aplicar tal sanção, a CVM relata que apesar da infração ser muito grave, não fica comprovado que os indiciados obtiveram benefício patrimonial. Em um dos julgamentos, por exemplo, a CVM aplicou a pena de advertência ao indiciado, pois ficou comprovado que apesar dele ter negociado com as ações da empresa após o início das tratativas e antes da publicação do fato relevante, este comportamento não lhe auferiu benefícios econômicos.

Por duas vezes a CVM aplicou a sanção de inabilitação temporária pelo prazo de 5 anos. Em ambos os casos, a CVM entendeu que os indiciados quebraram o dever de lealdade com os investidores e com a companhia em que trabalhavam. As duas inabilitações ocorreram do ano de 2008.

As demais sanções permitidas pelo art. 11 da Lei 6.385/76 não foram aplicadas pela CVM no período e acerca do tema analisado.

## 5 Considerações finais e recomendações

O uso indevido de informação privilegiada é crime e afeta a credibilidade do mercado de valores mobiliários de um país, podendo ocasionar a transferência de capitais para mercados mais eficientes. Isso ressalta a importância da atuação das agências reguladoras na tarefa de tornar o mercado o mais equânime possível.

A presente pesquisa teve o objetivo de identificar como a CVM atuou entre os anos 2000 a 2013 para inibir a prática de *insider trading* no país. Para cumprir com tal objetivo, optou-se por analisar os casos julgados pela autarquia. Além disso,

foram levantadas as leis e mudanças que impactaram diretamente ou indiretamente no combate ao crime de *insider trading*.

Constatou-se que a manipulação do mercado e o uso indevido de informação privilegiada são os temas mais recorrentes nos julgamentos realizados pelo Colegiado da CVM, sendo que, entre os anos 2000 a 2013, foram julgados 39 casos. Observa-se também que a média de processos por ano acerca do tema está aumentando, principalmente após o ano de 2009.

O tempo transcorrido no julgamento do crime é um fator importante para dar credibilidade ao mercado financeiro. Constatou-se que, em média, os processos levam dois anos entre a instauração do processo e a deliberação final.

A aplicação de multas é a principal sanção utilizada pela CVM perante os infratores da lei, sendo que, ao todo, 62 multas foram aplicadas entre os anos 2000 a 2013, totalizando um montante de R\$ 51 milhões. A maioria das multas aplicadas não passou de 200 mil reais, o que indica que: ou os crimes cometidos no Brasil não são graves ou as multas são brandas. Em valores, a menor multa aplicada pela CVM, referente a este tema, foi de R\$ 1.340,00 enquanto a maior ultrapassou o valor de 22 milhões de reais, sendo que, em 37% dos casos a CVM optou por aplicar uma multa no valor de 2 vezes o ganho auferido e, em 29% dos casos optou por aplicar 3 vezes o valor do ganho auferido.

Por duas vezes a CVM aplicou a sanção de inabilitação temporária pelo prazo de 5 anos, sendo que, em ambos os casos, a CVM entendeu que os indiciados quebraram o dever de lealdade com os investidores e com a companhia em que trabalhavam. As duas inabilitações ocorreram do ano de 2008.

O número de indiciados pela CVM (201) ocorreu de maneira irregular ao longo dos anos, uma vez que, o número de indiciados varia conforme as características do ato ilícito. Quanto ao tipo jurídico destes indiciados, constatou-se que as pessoas físicas são as principais infratoras da lei.

O crime mais cometido pelos *insiders* refere-se ao não cumprimento do art. 155 da Lei 6.404/76, no qual exige que o administrador da companhia guarde sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado.

Constatou-se que a maioria dos indiciados é absolvida (65,7%), entretanto, considerando o número de processos movidos (39), em apenas 15 não houve condenados, ou seja, cerca de 61% dos processos movidos tiveram pelo menos 1 réu condenado. Isso demonstra um comportamento por parte da CVM de ampliar o número de indiciados em busca de esclarecimentos do ocorrido.

Bhattacharya e Daouk (2002) salienta que a discussão acerca do crime de *insider trading* e das punições aos criminosos ganhou maior repercussão na década de 1990, mas que o tema não pode ser deixado de lado. Segundo Tang, Chen e Chang (2013) as pesquisas referentes ao mercado financeiro devem facilitar as reformas nas leis e regulamentações sobre o tema, visando proporcionar um mercado de ações mais saudável. Acredita-se que a presente pesquisa tenha colaborado com o tema ao disponibilizar informações sobre a atuação da CVM para inibir o *insider trading* no Brasil.

Conhecer o funcionamento das agências reguladoras do mercado de valores mobiliários pode trazer grandes oportunidades de melhoria. Por exemplo, ao analisar a atuação da SEC, Garfinkel (1997) constatou que a agência norte americana recompensa financeiramente as pessoas que denunciam o uso indevido de informação privilegiada.

Sugere-se que trabalhos futuros façam comparações entre a atuação da CVM e a atuação de órgãos que regulam os mercados de valores de outros países, de modo a questionar se o Brasil está sendo eficaz no combate à prática e, se não, quais medidas o Brasil poderia adotar para aumentar a coibição desse crime.

## Referências

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 63, n. 1, p. 51-62, jan-mar, 2009.

BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. 1. ed. Lisboa: Edições 70, 2010.

BASTOS, L. E. A. F. Eficácia dos mecanismos de repressão ao insider trading. *Revista de Direito da ADVOCEF*, Brasília, v. 17, n. 1, p. 135-152, nov., 2013.

BEUREN, I. M.; LONGARAY, A. A.; RAUPP, F. M.; SOUSA, M. A. B.; COLAUTO, R. D.; PORTON, R. A. B. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BHARATH, S. T.; PASQUARIELLO, P.; WU, G. Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The review of financial studies*, Ithaca, v. 22, n. 8, p. 3211-3243, agosto, 2008.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H.; JORGENSON, B.; KEHR, C. When an event is not an event: the curious case of an emerging market. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 55, n. 1, p. 69–101, janeiro, 2000.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H. The world price of insider trading. *Journal of Finance*, Aldan, v. 57, n. 1, p. 75-108, fevereiro, 2002.

BRASIL. *Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001*. Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. 2001a. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/LeisComplementares/2001/leicp105.htm>>. Acesso em 13 Out. 2014.

BRASIL. *Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 1976a. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em 13 Out. 2014.

BRASIL. *Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. 1976b. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)> Acesso em 13 Out. 2014.

BRASIL. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 2001b. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/lei10303.asp>> Acesso em: 15 Out. 2014.

BRASIL. *Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997*. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/leis1.asp>> Acesso em: 15 Out. 2014.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 15, n. 4, p. 55–70, out-dez, 2008.

CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

COHEN, L.; MALLOY, C.; POMORSKI, L. Decoding insider information. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 67, n. 1, p. 1009–1043, jan-fev, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *CVM e MPF obtêm a primeira sentença penal condenatória por insider trading no Brasil*. 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2011/20110218-2.html>> Acesso em: 17 Out. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Convênios*. 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/convenios/index.html>> Acesso em: 17 Out. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Instrução CVM nº 31, de 08 de fevereiro 1984*. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Disponível em <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst031.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst031.doc)> Acesso em: 16 Out. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002*. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações e outros. Disponível em <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc)> Acesso em: 16 Out. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Instrução CVM nº 538, de 23 de outubro de 2013*. Altera a Instrução CVM nº 483, de 06 de julho de 2010, que dispõe

sobre a atividade de analista de valores mobiliários. 2013a. Disponível em < [www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst538.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst538.doc)> Acesso em: 16 Out. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *O que é a CVM?* Rio de Janeiro, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Relatório Anual de 2009*. Rio de Janeiro, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Relatório Anual de 2013*. Rio de Janeiro, 2013b.

CZIRAKI, P.; GEIJ, P.; RENNEBOOG, L. Corporate governance rules and insider trading profits. *Review of Finance*, Philadelphia, v. 18, n. 1, p. 67-108, jan, 2014.

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk determinant of asset returns? *The Journal of Finance*, Aldan, v. 57, n. 1, p. 2185-2221, jan., 2002.

EIZIRIK, N. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 50, p. 42-56, abr. - jun, 1983.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 25, n. 2, p. 383-417, abr. - maio, 1970.

FAMA, E. F. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 46, n. 5, p. 1.575-1.617, dez., 1991.

FIDRMUC, J. P.; GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Insider trading, news releases, and ownership concentration. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 61, n. 6, p. 2931-2973, dez., 2006.

GARFINKEL, J. A. New evidence on the effects of federal regulations on insider trading: The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA). *Journal of Corporate Finance*, Athens, v. 3, n. 2, p. 89-111, mar-abr, 1997.

GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 49, n. 3, p. 462-475, jul-set, 2014.

GIVOLY, D.; PALMON, D. Insider trading and the exploitation of inside information: some empirical evidence. *The Journal of Business*, Chicago, v. 58, n. 1, p. 69-87, jan, 1985.

GOSHEN, Z.; PARCHOMOVSKY, G. The essential role of securities regulation. *Duke Law Journal*, Durham, v. 55, n. 4, p. 711-782, fev, 2006.

GROSSMAN, S. J.; STIGLITZ, J. E. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 70, n. 3, p. 393-408, abr-jun, 1980.

HALLQVIST, B. Código das melhores práticas de governança corporativa - o conselho de administração. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 72-76, abr-jun, 2000.

LANGVOORT, D. Insider trading and the fiduciary principle: a post-chiarella restatement. *California Law Review*, Berkeley, v. 70, n. 1, p. 1-53, jan, 1982.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 32, n. 1, p. 371-387, jan-fev, 1977.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A probabilidade de negociação com Informação Privilegiada no mercado acionário brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, São Paulo, v. 11, n. 2, p. 249-280, abr-jun, 2013.

MARTINS, O. S.; PAULO, E.; ALBUQUERQUE, P. H. M. Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 53, n. 4, p. 350-362, jul-ago, 2013.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado acionário brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, São Paulo, v. 11, n. 2, p. 249-280, abr-jun, 2013.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan-abr, 2014.

MEDEIROS, O. R.; MATSUMOTO, A. S. Brazilian market reaction to equity issue announcements. *Revista Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 0-10, abr.-jun, 2005.

MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas - insider trading - no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 18, n. 34, p. 31-51, abril-junho, 1979.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 13, n. 2, p. 187-221, abr-jun, 1984.

PRICEWATERHOUSECOOPER (PWC). *7ª Pesquisa Global sobre Crises Econômicas*. São Paulo, 2014.

OLIVEIRA, N. S. T. R. Insider Trading: Uma realidade à luz do direito penal. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais*, Belo Horizonte, v. 60, n. 1, p. 365-390, jan-jun, 2012.

RIBEIRO, H. C. M.; SOUZA, M. T. S.; GOMES, N. Sustentabilidade e governança corporativa: um estudo da evidência de emissões de GEE das empresas listadas no ISE Bovespa. *REUNA*, Belo Horizonte, v. 19, n. 5, p 89-116, nov-dez, 2014.

SECUTIRIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). *Insider Trading*. 2014a. Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/insider.htm>>. Acesso em: 30 Out. 2014.

SECUTIRIES AND EXCHANGE COMISSION (SEC). *SEC enforcement actions*. 2014b. Disponível em: <<http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading/cases.shtml>>. Acesso em: 30 Out. 2014.

SEYHUN, H. N. Insiders' profits, costs of trading and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 16, n.1, p. 189-212, junho, 1986.

SKAIFE, H. A.; VENNMAN, D.; WANGERIN, D. Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: Evidence from the profitability of insider trading. *Journal of Accounting and Economics*, Rochester, v. 55, n. 1, p. 91-110, janeiro-fevereiro, 2013.

STRICKLER, J. Inside information and outside traders: corporate recovery of the outsider's unfair gain. *California Law Review*, (Berkeley), v. 73, n. 2, p. 483-524, fevereiro-março, 1985.

TANG, H.; CHEN, A.; CHANG, C. Insider trading, accrual abuse, and corporate governance in emerging marketts – Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, Honolulu, v. 24, n. 1, p. 132-155, julho-setembro, 2013.

VENTURA, A. F. A.; SANTOS, V. S.; VENTURA JÚNIOR, R.; FIRMINO, R. G. A relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. *REUNA*, Belo Horizonte, v.17, n. 3, p. 73-84, agosto-setembro, 2012.

