

Economic Analysis of Law Review

As Condenações do *Insider Trading* Primário e Secundário na Comissão de Valores Mobiliários Entre 2017 e 2021: uma Análise de Conteúdo a Partir do *Iramuteq*

The Primary and Secondary Insider Trading Condemnations in the Securities Commission Between 2017 and 2021: A Content Analysis from Iramuteq

Ives Nahama Gomes dos Santos¹
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Mariana Dionísio de Andrade²
Universidade de Fortaleza (Unifor)

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo responder ao seguinte questionamento: qual é a principal diferença entre processos administrativos sancionadores (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que julgam *insiders* primários e secundários? Para tanto, é necessário atender a quatro objetivos específicos: 1) estabelecer o lugar conceitual do uso de informações privilegiadas; e quem pode ser considerado um *insider* primário ou secundário; 2) analisar o papel da Comissão de Valores Mobiliários nos Processos Sancionadores; 3) investigar e demonstrar a metodologia da análise de conteúdo como forma de investigação empírica e necessária, bem como a utilização do *Iramuteq* em estudos jurídicos; 4) apresentar, de modo empírico, se houve diferença entre o conteúdo decisório nas condenações dos *insiders* primários e secundários, por meio da aplicação da Metodologia de Análise de Decisões (MAD). A abordagem é qualitativa, com base em revisão de literatura e aplicação da Metodologia de Análise de Conteúdo e Análise de Decisões, auxiliada por análise estatística com o *software Iramuteq*, do *studio R*. A unidade de análise é Comissão de Valores Mobiliários, e a periodização entre 2017 e 2021. Conclui-se que a maior diferença entre o conteúdo dos votos é a presunção sobre a relevância da informação para o primário, que inexistente para o secundário.

Palavras-chave: Uso de informação privilegiada. Insider primário e secundário. Análise de Conteúdo. Metodologia de Análise de Decisões. *Iramuteq*.

JEL: K23.

ABSTRACT

This research aims to answer the following question: From a content analysis, with the help of *Iramuteq*, which differences can be verified in CVM's PAS that they consider primary and secondary insiders? Therefore, it is necessary to meet four specific objectives: 1) establish the conceptual place for the use of privileged information; and who can be considered a primary or secondary insider; 2) analyze the role of the Brazilian Securities Commission in the Sanctioning Processes; 3) investigate and demonstrate the content analysis methodology as a form of empirical and necessary research, as well as the use of *Iramuteq* in legal studies; 4) empirically present whether there was a difference between the content of the decision in the convictions of primary and secondary insiders, through the application of the Decision Analysis Methodology (MAD). The approach is qualitative, based on the literature review and application of the Content Analysis and Decision Analysis Methodology, aided by statistical analysis with the *Iramuteq* software, by *R studio*. The unit of analysis is the Securities and Exchange Commission, with the periodization between 2017 and 2021. The biggest difference between the content of votes was concluded on the assumption that the information is relevant; it exists for the primary, but it doesn't exist for the secondary.

Keywords: Use of privileged information. Primary and secondary insider. Content analysis. Decision Analysis Methodology. *Iramuteq*.

R: 05/07/21 **A:** 15/12/21 **P:** 31/08/22

¹ E-mail: ives-nahama@hotmail.com

² E-mail: mariana.dionisio@unifor.br

1. Introdução

O uso de informações privilegiadas, ou somente *insider trading*, são negociações de valores mobiliários que se utilizam de informações não públicas até o momento da negociação. A figura do *insider* divide-se em duas: os *insiders* primários, que podem ser denominados de institucionais, pois contam com o acesso direto a informação privilegiada em razão do cargo que ocupam. E *insiders* secundários, o indivíduo que obteve informações privilegiadas por qualquer motivo que não a função.

A presente pesquisa busca responder o seguinte problema: qual é a principal diferença entre processos administrativos sancionadores (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que julgam *insiders* primários e secundários?

O texto possui uma divisão em quatro tópicos. No primeiro, realizam-se esclarecimentos iniciais e necessários sobre o conceito uso de informações privilegiadas. No segundo tópico, identifica-se o papel da Comissão de Valores Mobiliários nos processos sancionadores; explicando qual a função da CVM, quando surgiu, e quem são os diretores da composição atual. No terceiro tópico, explica-se as nuances sobre a metodologia de análise de conteúdo. No quarto, denominado “discussão de resultados”, utiliza-se a Metodologia de Análise de Decisões (MAD), ferramenta de abordagem qualitativa com elementos quantitativos, onde podem ser verificadas as análises das fundamentações dos votos da CVM, para vislumbrar se há, ou não, diferença nos votos entre as duas categorias de *insider*.

O estudo se justifica pela atualidade do tema no contexto social, econômico e jurídico, uma vez que o sistema financeiro brasileiro é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País, o qual assume seu dever de fiscalização, intervindo para proteger a estabilidade da economia, devendo ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica. Uma pesquisa relevante, ainda, para que se saiba o perfil mais punido pela Comissão de Valores Mobiliários, qual o teor das punições e qual o valor das multas, a fim de se aprimorar ou repensar o modo decisório da autarquia.

Sendo, até onde se possui notícias, o primeiro artigo a comparar, a partir da metodologia de multi-método, com foco na análise de conteúdo, conjuntamente com o *software Iramuteq*, do *studio R*, se há diferença no teor dos votos entre *insider* secundário e primário.

2. *Insider Trading*: Definições, Marco Regulatório e Tipos de Insider

A justiça no âmbito dos mercados de capitais está intimamente ligada à proteção dos investidores e, em particular, à prevenção de práticas comerciais impróprias, na garantia que os mercados sejam eficientes e transparentes; fazendo com que as estruturas não favoreçam indevidamente alguns usuários em detrimento de outros.

Desse modo, a regulamentação deve detectar, impedir e penalizar as práticas comerciais desleais, pois, partindo da hipótese do mercado eficiente, no qual a disseminação de informações relevantes é oportuna e generalizada, havendo a simetria de informações, que são refletidas no processo de formação de preços, a regulamentação mercantil deve promover esta *eficiência* do mercado (IOSCO, 2003, p.12).

O princípio do *full disclosure*, originário do sistema regulatório estadunidense deve promover a eficiência do mercado, em um sentido lógico: a cotação dos valores mobiliários publicamente

negociados deve refletir somente as informações publicamente já disponíveis. Um mercado eficiente é o reflexo fiel entre as informações publicadas pelas companhias, as sabidas pelos usuários do mercado e as utilizadas para as transações (ALONSO, 2009, p. 30).

O denominado *insider trading* impacta no processo de mensuração do valor das empresas, levando à redução da liquidez no mercado de capitais e ao aumento do custo do capital próprio das companhias (GIRÃO, MARTINS E PAULO, 2014, p. 468). As informações de circulação restrita, sigilosas, são parte da própria estratégia das companhias, não podendo ser utilizadas por seus gestores, seus entes internos, uma vez que estar-se-ia diante de um conflito de interesses lucrativos, e da própria propriedade da informação, tal qual a teoria da apropriação indébita estadunidense (REYES, 2013).

Os investidores devem ser protegidos de práticas enganosas ou fraudulentas, pois somente a partir da divulgação completa de material informativo às suas decisões, estes estão, portanto, mais aptos a avaliar os riscos potenciais de cada operação (IOSCO, 2003). A cada vez que existe um ato de “negociação interna”, ou seja, negociação em informação não pública relevante - beneficia o “operador interno” e prejudica outros investidores específicos, ganhando uma posição vantajosa no mercado por meio de engano; enganando a fonte informação – a própria companhia – e simultaneamente prejudica os membros de todo o mercado público (WANG, p. 43, 2010).

Por tais motivos, o descumprimento do dever de divulgação de fato relevante é considerado infração grave, segundo o art. 18 da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários – ICVM, nº 358, podendo acarretar na aplicação de uma das penas do art. 11 da Lei nº 6.385/76³, inclusive as previstas nos incisos III a VIII, aplicáveis apenas às infrações graves, de acordo com o §3º do mesmo artigo 11. Podendo ser a atuação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM ser impulsionada por pedido dos administradores, de qualquer acionista ou mesmo por iniciativa própria. (FERREIRA, 2013, p. 51).

A Lei nº 6.385/76, assegura o acesso do público à informação das companhias que os tenham emitido; e a regulamentação sobre a natureza e a periodicidade das informações a serem divulgadas pelas companhias abertas e os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes a serem observados nas demonstrações financeiras das companhias abertas, constantes no artigo 22 da mesma lei. As normas do mercado impõem a divulgação das informações em dois momentos distintos: i) quando do início da negociação do ativo no mercado, facilitando o conhecimento dos investidores do valor mobiliário em seus termos reais e; ii) posteriormente à oferta, periodicamente, de acordo com o tipo de informação (FERREIRA, 2013, p. 50).

³ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) I - Advertência; II - Multa; III – Revogado; IV - Inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017); V - Suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - Inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017); VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997); VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) (...) §3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Quando há ações negociadas sob o impacto de informações privilegiadas, há um enviesamento das avaliações dos investidores, pois tais informações podem proporcionar vantagens a seus portadores, ou *insiders*, influenciando suas avaliações e decisões de investimento (FAMA, 1970, p. 390), o que implica em uma má formação dos preços dos ativos das empresas cujos títulos foram negociados sob o efeito da assimetria informacional (FIELDS, LYS E VICENT, p. 267, 2001), justificando-se, por tais razões, a necessária intervenção estatal na economia, por meio da regulação do mercado.

Contudo, a visão da regulamentação do uso de informações privilegiadas como desejável ou eficaz na melhoria da eficiência do mercado não é pacífica ao redor do mundo. Em um estudo comparativo, Victor Yeo, descobriu que de 87 países os quais possuem leis sobre o assunto, apenas 37 viram um ou mais processos sendo iniciado sob a legislação. Havendo, segundo o autor, uma disparidade acerca da regulamentação e a repressão do uso de informações privilegiadas (YEO, 2001)

No Código de Melhores Práticas sobre a transparência ou *disclosure*, formulado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (*online*, 2015), há a afirmação imperativa de que as decisões de investimento devem ser divulgadas, de maneira imediata e simultaneamente, a todos os interessados. Sendo essa divulgação de informações tanto em termos qualitativos e quantitativos, equilibradas e de qualidade, todas com o intuito de permitir a avaliação dos interessados.

Anderson Pereira Charão e Marcia Carla Pereira Ribeiro afirmam que o marco normativo sobre a temática de uso de informações privilegiadas teve início em 1934, no direito estadunidense, com o *Securities Exchange Act*. de 1934. Em resposta à quebra de 1929. Tal ato foi baseado em dois objetivos: a proteção e a garantia de integridade dos investidores e do mercado (CHARÃO e RIBEIRO, 2019, p. 145).

O uso de informações privilegiadas nos EUA baseia-se nominalmente na proibição de fraude encontrada na Regra 10b-5 da Lei da Bolsa de Valores⁴. Stephen Bainbridge (1985, p. 455) afirma que no direito estadunidense a previsão de sanções nas três esferas, pode ser imposta a qualquer indivíduo que viole a proibição de informações privilegiadas adquirindo, ou vendendo, em posse de informações não públicas. Havendo uma teoria da apropriação indébita, onde o dever de confidencialidade também é tratado como dependente somente da confiança dispensada aos acionistas.

Sendo, para aquela doutrina, crucial que a punição por uso de informação privilegiada se estenda para qualquer indivíduo que obtenha uma vantagem informacional por meios ilegais (*insider secundário*). No ordenamento pátrio, o combate à vantagem indevida é intimamente ligado à questão do *full disclosure*, conforme já mencionado. As normas que tratam sobre a prática do uso de informação privilegiada têm intuições ético-econômicas, estando o escopo econômico ligado à busca pela eficiência dos mercados de capitais e de transparência na formação de preços e *valuation* das empresas listadas (CHARÃO e RIBEIRO, 2019, p. 149).

⁴ Code of Federal Regulations, Date: 2019-04-01, § 240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities Exchange: (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. (Sec. 10; 48 Stat. 891; 15 U.S.C. 78j) [13 FR 8183, Dec. 22, 1948, as amended at 16 FR 7928, Aug. 11, 1951] Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2019-title17-vol4/xml/CFR-2019-title17-vol4-sec240-10b-5.xml>> Acesso em 20 março de 2021

Em 1976, a Lei nº 6.404/76 foi a responsável pelo início do trilhar sancionatório do *insider trading* no Brasil. Podendo ser verificado preceitos normativos sistemáticos, de modo a estabelecer sanções civis e administrativas aos *insiders*. A lei mencionada conferiu à CVM o poder de apurar, mediante processo administrativo, a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e de punir os infratores de suas normas (JAKOBI, 2016, p. 116).

Conforme pode ser verificado na tabela abaixo, o trilhar sancionatório do *insider trading* no Brasil teve seu começo em 1976, tendo sua última alteração substancial no ano de 2017, com a criminalização do *insider* secundário.

Quadro explicativo 1: Cronologia do marco regulatório do *insider trading*.

Ano	Fato	Conteúdo
1976	Lei nº 6.385	Criação da CVM
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.
1984	ICVM nº 31	A partir desta instrução, qualquer pessoa se torna passível de punição. A partir desse marco pode haver a punição da figura secundária do <i>insider</i> . Parágrafo único do artigo 11 da ICVM.
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.
2001	Lei nº 10.303	Reforma na Lei nº 6.385/76 pela Lei 10.303/01, a qual delineou acerca da possibilidade de sanção criminal no ilícito do <i>insider trading</i> com a inclusão do art.27-D, na Lei 6.385/76.
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.
2002	ICVM nº 358/2002	Marco regulatório determinante do ordenamento jurídico nacional sobre divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, a divulgação de informações relevantes é tratada como regra.
2008	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.
2009	Relatório Anual da CVM	A CVM elegera, por meio de seu relatório anual de 2009, o combate ao uso indevido de informação privilegiada como um dos principais focos da autarquia.
2011	Utilização do <i>Software SLAEagle</i> 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)
2014	ICVM nº 555	Regra de publicidade de todos os atos tidos como relevantes. Todas as informações de atos ou fatos relevantes, nos termos do artigo 60 da ICVM, devem ser prestadas.
2017	ICVM nº 590	Inclusão do Inciso XXII no art.2º da ICVM 358: “pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômicofinanceira da companhia”
2020	ICVM nº 620	Inclusão do Inciso XV no art.2º da ICVM 358: “aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos”

Fonte: Elaboração própria

Na Instrução de nº 358/2002 da CVM, marco regulatório determinante do ordenamento jurídico nacional sobre divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, a divulgação de informações relevantes é tratada como regra⁵. Sendo relevante para os efeitos da Instrução qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta que influencie na cotação, decisão de compra e venda e na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (CVM, 2002). Sempre sendo frisado o dever de confidencialidade dos agentes internos das companhias.

Nas definições de quem pode ser um *insider*, usualmente é feita uma distinção entre dois tipos: primários e secundários. Os primários, ou *corporate insiders*, são os que possuem ligação próxima com a companhia, obtendo as informações direto da fonte e possuindo o conhecimento necessário para avaliar a materialidade das informações, como também possuem conhecimento para saber o quão prejudicial a negociação nestes termos pode ser para o mercado. Por tal fato, as sanções impostas aos *insider* primários são geralmente muito mais severas do que aquelas impostas aos secundários. As definições de *insider* primário podem incluir membros da gerência, do conselho administrativo, órgãos de supervisão e até mesmo advogados, contadores e consultores financeiros.

Segundo a IOSCO, em algumas jurisdições, acionistas com uma determinada quantidade de ações, por exemplo, de 5% (China) a 25% (Hungria), também estão incluídos na definição de *insider* primário. Os grandes acionistas assim podem ser incluídos porque podem ter (formal ou informalmente) acesso a mais informações do que os investidores de balcão (IOSCO, 2003).

Sobre os *insiders* secundários, a doutrina italiana os conceitua em uma expressão bem objetiva: *insider* secundário, é o sujeito que obteve informações privilegiadas por qualquer motivo que não a função (MUCCIARELLI, 2018). Assim, os secundários, também chamados de *insiders* “de mercado” são aqueles que recebem a informação por qualquer meio. Aos secundários não é exigido o dever de sigilo e o discernimento de saber ou não se a referida informação é um fato relevante (CHARÃO e RIBEIRO, 2019, p. 146).

Outro nome pelo qual as pessoas que possuem acesso a informações privilegiadas, mas que não trabalham na empresa possuidora das informações, podem ser conhecidas é *outsiders*. Essa nomenclatura, em específico, surgiu a partir do caso *Dirks v Securities and Exchange Commission* julgado na Suprema Corte norte-americana, em 1º de julho de 1983, quando Dirk, mesmo sem ser um ente participante da corporação veio a ser condenado por se utilizar de um fato relevante ao mercado (FERREIRA, 2013, p. 164).

Por tal motivo, a responsabilização do secundário não admite presunção, cabendo à CVM provar o efetivo acesso à informação, ainda que de forma indiciária (GUERRA, 2019, p. 142). É na modalidade secundária que a correta interpretação do termo “qualquer pessoa” constante do § 4º do artigo 155 da Lei das S.A ganha relevo, tendo que exigir um esforço interpretativo e extrema sensibilidade do julgador do PAD para que a pessoa em questão seja considerada ou não como um *insider* secundário (GUERRA, 2019, p. 142). Aqui se pressupõe uma inocência da consciência de privilégio informacional, visto que o agente é externo, não tendo a obrigação funcional de manter a assimetria informacional, em oposto ao primário, de quem se espera uma reputação ilibada.

⁵ Em que pese ser regra a necessidade de divulgação das informações relevantes, tem-se, no Brasil, doutrinadores como Hélio O. de Castro que entendem que um excesso de controle e de demanda por informação poderia causar um efeito indesejável: a retração no mercado a partir do momento em que pode inibir emissões de ações por parte de algumas companhias: (CASTRO e EIZIRIK, 1974, p. 80)

O primeiro passo após a revisão de literatura aqui apresentada a fim de conceituações, é a descoberta de que são os condenados dos PAS da CVM desde o último ano da alteração legislativa sobre a matéria, o ano de 2017, até o ano de 2021, ano da formulação do artigo, para que se perceba, para além de quem pode ser um *insider*, quem são os *insiders*, quais as suas condenações e o seu conteúdo, tentando se descobrir se há um tom mais severo nas repressões quando das condenações entre primários e secundários, ou um tom mais brando, para qualquer das categorias, bem como se há diferença decisional quando uma ou outra categoria. A investigação se faz necessária para se para que se trace uma estratégia de fortalecimento do mercado e da sociedade, a partir do conteúdo das decisões.

3. O Papel da Comissão de Valores Mobiliários e os Processos Sancionadores

Os sistemas jurídicos que reprimem o uso de informações privilegiadas e, assim, incentivam os investidores a adquirir informações com as próprias empresas, não recorrendo aos meios ilícitos, exercem com maior precisão o papel de impacto dos mercados financeiros sobre a inovação dos países (LEVINE, LIN e WEI, 2017, p.752).

A CVM é uma entidade autárquica com personalidade jurídica e patrimônio próprios, vinculada ao Ministério da Economia, mas com autonomia financeira e orçamentária. As competências da CVM podem ser delineadas a partir da necessidade de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias emitentes (RODRIGUES, 2011). Sendo a sua competência determinada, conforme as palavras de Nelson Eizirik: “O conceito de valor mobiliário é, portanto, o balizador de sua [CVM] competência, decorrendo que as operações envolvendo esses tipos de títulos ou contratos serão reguladas e fiscalizadas por essa autarquia”. (EIZIRIK, *et. al.*, 2011, p.72)

A Comissão de Valores Mobiliários exerce um papel muito importante na regulação dos mercados no que diz respeito ao papel de informar, fundamental para a efetivação do *full disclosure*. Para tanto, utiliza-se de diversos mecanismos para propiciar a maior transparência e simetria no contexto mercantil, (JAKOBI, 2011)

Em 1976, a Lei nº 6.404/76 foi a responsável pelo início do trilhar sancionatório do *insider trading* no Brasil. Podendo ser verificados preceitos normativos sistemáticos, de modo a estabelecer sanções civis e administrativas aos *insiders*. A lei mencionada conferiu à CVM o poder de apurar, mediante processo administrativo, a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e de punir os infratores de suas normas (JAKOBI, 2016, p. 116).

Em 1984, a autarquia publicou a Instrução de nº 31, para que qualquer pessoa que pudesse ter acesso à informação ainda não pública, pudesse ser um “mal” *insider*. Contudo, no ano de 2002, com o advento da Instrução de nº 358/02, amplamente discutida nesse artigo, a Instrução de nº 31 foi revogada, dando lugar ao conteúdo mais refinado e preciso da instrução 358/02, até hoje em vigência (GOUVÊA, 2016, p.22).

Voltando para a década de 80, no ano de 1989, a Lei de nº 7.913/89, foi responsável por instituir a possibilidade de ação civil pública, com o intento de ressarcir aqueles que porventura fossem prejudicados por quem se utilizou de informação privilegiada, garantindo, ainda, ao Ministério Público legitimidade para atuação (GOUVÊA, 2016, p.22).

Em 2001, foi promovida uma reforma na Lei nº 6.385/76 pela Lei 10.303/01, que delimitou acerca do âmbito criminal de punição de *insider trading*, com a inclusão do art.27-D, na Lei nº 6.385/76.

Em 2002, com a Instrução de nº 358/02, foi delimitado acerca da possibilidade de existência e punição administrativa a figura do *insider* secundário, conforme §1º do art. 13º da instrução, bem como se discutido acerca da efetivação do processo administrativo, conforme o artigo 9º, incisos V e VI da Lei n.º 6.385/1976.

O processo administrativo disciplinar (PAS), observará o procedimento fixado pela própria CVM no exercício de seu poder normativo. Atualmente encontra-se disciplinado na Deliberação nº 538, de 05 de março de 2008, com as alterações introduzidas pela Deliberação nº 552/08 (para o rito ordinário), e também na Instrução nº 545/14 (para o rito sumário). Válido mencionar que a Instrução de n.º 358/2002 e posteriormente a de nº 491/2011 da CVM enquadram o *insider trading* como infração grave (MÜSSNICH, 2015).

O PAS é regulado pela Deliberação da CVM de nº 457/02 e pela Instrução CVM 251/96, aplicando-se, de maneira subsidiária a Lei 9.784/99 (Lei do Processo Administrativo), servindo para aplicar, conforme o próprio nome indica, penalidades administrativas às pessoas e instituições que praticam atos qualificados como ilícitos administrativos, devendo observar os princípios orientadores do processo administrativo da Administração Pública Federal, tais como: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa e publicidade (JAKOBI, 2011).

Podendo seguir o rito sumário e ordinário, este último sendo previsto e regulado na Resolução CMN 454/77 e pela Deliberação CVM 457/02, dado início com a formulação de peça acusatória, elaborada pelas áreas técnicas da CVM, denominada termo de acusação, a qual deverá constar a qualificação dos acusados, os fatos, os elementos de suposta autoria e materialidade e o enquadramento legal das supostas infrações. Com posterior intimação dos acusados para apresentação de defesa escrita no prazo de trinta dias, em seguida o processo será levado ao Colegiado para julgamento (MÜSSNICH, 2015).

A CVM pode aplicar as seguintes penalidades administrativas previstas no art. 11º da Lei 6.385/76: multa, suspensão ou inabilitação temporária do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei 6.385/76; proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

No que diz respeito à classificação das sanções em leve, média e grave, estas serão decididas pelo poder discricionário dos julgadores, podendo ser aplicadas de forma cumulativa. A aplicação da pena de advertência se dá nos casos considerados pelo órgão regulador como mais leves (ALONSO, 2009, p. 49).

A sanção pecuniária, contudo, poderá ser aplicada aos casos em todos os níveis de gravidade (leve, moderada e grave, sendo o *insider trading* da modalidade grave) observando-se os limites máximos da aplicação: quinhentos mil reais; cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. As sanções restritivas ou impeditivas do exercício de atividade ou

participação no Mercado de Capitais são aplicadas às infrações de natureza grave (ALONSO, 2009, p. 49).

Com a segurança e rigidez nos PAS, a CVM assegura tratamento equitativo a todos os participantes, especialmente ao investidor individual, garantindo que seus riscos fiquem limitados aos investimentos que realizou.

Para que esse fim seja alcançado, a regulação da autarquia deve levar em conta os seguintes fundamentos, aqui elencados de maneira exemplificativa: a) interesse público: baseando-se na livre iniciativa e na economia de mercado, a instituição deve tutelar a contínua transferência entre os agentes do mercado porquanto indispensável à contínua formação de capital; b) confiabilidade: se a existência e o crescimento do mercado dependem da confiança em seus protagonistas, o órgão regulador, assim como tal, deve atender às crescentes exigências da sociedade, sendo e inspirando aos agentes a serem, confiáveis; e c) competitividade: para promover a eficiência, característica amplamente mencionada no artigo, a atividade regulatória e sancionatória terá que se manter sempre atenta a este fundamento, tornando o mercado simétrico, mas sem romper com o risco que lhe é inerente (JAKOBI, 2011, p. 113).

Diante do apresentado, conhecendo os malefícios do uso de informações privilegiadas, amparando-se em termos bibliográficos e ensaios numéricos, o presente artigo, a partir da possibilidade de punição do *insider* secundário, delineada na Instrução de nº 358/02 intenta descobrir se há uma diferenciação entre a punição das duas figuras de negociador nocivo – primário e secundário –, perante a Comissão de Valores Mobiliários.

4. A Metodologia da Análise de Conteúdo como Forma de Investigação e a Utilização do *Iramuteq* em Estudos Jurídicos

Passados os ensaios teóricos apresentados nos tópicos acima, o presente artigo propõe-se a apresentar uma metodologia de análise de dados qualitativos, denominada análise de conteúdo (AC). Tais explicações são necessárias levando-se em consideração a deficiência na pesquisa jurídica na utilização e até mesmo na conceituação de abordagens metodológicas além da teoria. Anos de repetição sobre métodos ditos como “deontológicos; analíticos, descritivos e avaliativos”, mas sem critérios sérios, tampouco minimamente explicativos e replicáveis, mostram o lento caminhar do Direito como ciência, causação e método.

A partir da descrição de um conjunto de passos a serem seguidos para que a análise possa ser concebida e aplicada, destaca-se a seguinte ordem de execução: categorização, descrição e interpretação⁶ (MORAES, 1999, p. 8).

Essa metodologia de pesquisa é usada para descrever e interpretar a totalidade de qualquer conteúdo objeto de investigação, assim como o próprio nome indica. O conteúdo, de maneira macro, verbal ou não-verbal pode ser toda uma classe de conversas, documentos, textos, vídeos, decisões ou discursos. A análise conduz a descrições sistemáticas de todo o ponto de reflexão, sendo, desse modo, diferente da metodologia de análise de discurso, que analisa tão somente discursos falados ou transcritos. A interpretação sobre o conteúdo poderá ser tanto quantitativa

⁶ Conforme será explorado ainda neste tópico, a ordem de execução e aplicação da AC é fluída, não tendo uma ordem predeterminada rigidamente, mas encontrando pontos em comum. A ordem apresentada na citação de Moraes é somente um primeiro exemplo, sendo uma elaboração do autor tendo como base a ordem clássica de Bardin, que será explicada no momento oportuno.

quanto qualitativa, enquanto que na análise de discurso, a interpretação será somente qualitativa (CAREGNATO, 2006).

A AC constitui-se em bem mais do que uma simples técnica de análise de dados, representando uma abordagem metodológica com características e possibilidades próprias. Possuindo um significado especial no campo das investigações sociais aplicadas, pois vai além da técnica objetiva dos dados e freia a técnica subjetiva da análise bibliográfica. Sendo, de maneira dual, uma técnica de leitura e interpretação a qual, quando utilizada de maneira adequada, abre as portas ao conhecimento de aspectos e fenômenos da vida social de outro modo inacessíveis (MORAES, 1999, p. 8).

Os enunciados lexicais e as representações locais, múltiplas, imediatas, quando associadas, se organizam em função de leis específicas, identificando tipos de ‘mundos’, um campo contextualizado de um espaço semântico específico, o qual deverá ser analisado pelo pesquisador, quando da aplicação do método da análise de conteúdo (DO NASCIMENTO e MENANDRO, 2006, p. 75).

De certo modo, a análise de conteúdo é uma interpretação pessoal subjetiva por parte do pesquisador com relação à percepção que tem dos dados. A neutralidade na leitura não é possível pois toda leitura se constitui numa interpretação. E toda interpretação é subjetiva.

Mas, quando se aplica um conjunto de técnicas de análise visando a obter procedimentos sistemático na descrição e decodificação do conteúdo das mensagens, sendo, conforme Bardin (2011), assim esquematizado: 1) pré-análise: a fase em que se organiza o material; 2) exploração do material: exploração do material com a definição de categorias, com a fase da descrição analítica, a qual diz respeito ao *corpus* (qualquer material textual coletado) submetido a um estudo aprofundado, orientado pelas hipóteses e referenciais teóricos; e 3) tratamento dos resultados: etapa onde ocorre condensação e o destaque das informações para análise, culminando nas interpretações inferenciais; é o momento da intuição, da análise reflexiva e crítica, havendo a inferência e interpretação (Bardin, 2011, p. 47), conforme pode ser visualizado no fluxograma 1:

Fluxograma 1: fases da metodologia de análise de conteúdo



Fonte: Elaboração própria, com base na interpretação de Bardin (2011)

A escolha da metodologia apresentada como forma de descodificação dos PAS analisados no recorte temporal estabelecido, foi por se entender que os objetivos da pesquisa e da posição social do analisador, seriam mais bem respondidos a partir da técnica de análise que possibilita uma reconstrução do contexto a partir de 6 perguntas, segundo elaboração de MORAES (1999, p. 11): 1) Quem fala? 2) Para dizer o que? 3) A quem? 4) De que modo? 5) Com que finalidade? 6) Com que resultados? Focalizando-se, na presente pesquisa, na pergunta seis, a dos resultados, pois se procura identificar quais os resultados efetivos da comunicação dos Diretores da CVM e o mercado como um todo, quando do conteúdo dos votos envolvendo *insider* primários e secundários.

Assim, tendo como fio condutor uma análise de conteúdo focada nos resultados, entendendo-se por resultados não tão somente absolvição ou condenação, mas todo o *corpus* que levou a tais conclusões e seus possíveis impactos no modo que os participantes do mercado observam a atuação da CVM, uma categorização séria e significativa deve ser realizada.

Categorização é o ato de catalogar os materiais – aqui, decisões dos PAS – constituindo-se numa reprodução adequada e pertinente destes conteúdos, de maneira exaustiva. Exaustiva pois todo o material deve possibilitar a categorização definida de acordo com os objetivos da análise, possibilitando a inclusão de enquadrar todo o conteúdo que ajuda a responder o problema de pesquisa proposto (FLICK, 2009).

Contudo, como toda técnica de análise, certas limitações também são inerentes à análise de conteúdo. Uma das críticas mais fortes e recorrentes à metodologia em estudo é o fato de haver uma possibilidade de parcialidade e até mesmo alteração do objeto, em virtude de a análise de conteúdo exigir inferência do pesquisador em suas diferentes fases, sendo a ausência de neutralidade uma limitação (FLICK, 2009, p. 294).

Levando a crítica em consideração, a presente pesquisa intentando limitar a margem de erro e de interferência pessoal, buscou, por meio das tecnologias digitais de *softwares*, uma nova construção dos passos indicados por Bardin (2011), com o intuito de realizar uma AC neutra. Prezando-se pela eficiência do processo e a facilidade na localização dos segmentos de texto, além da agilidade no processo de codificação, comparado ao realizado à mão, se contou com a análise estatística do *software* livre Iramuteq (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*).

A era digital possibilita uma nova dimensão dos produtos, armazenamento, investigação e acesso à informação. Mas, em oposto ao que se acredita pelo senso comum, mesmo quando da utilização de artifícios digitais, o pesquisador é o centro da análise dos dados qualitativos, sendo a sua interpretação a principal ação da pesquisa, pela essência subjetiva dos dados produzidos (ACAUAN, 2020, p. 2).

O Sistema R-*studio*, ou interface R *studio* foi o escolhido tendo em vista que para a área jurídica é o que se mostra mais adequado, pois possui comando mais simples para profissionais que não são familiarizados com regras estatísticas, permitindo que as fórmulas possam ser salvas de maneira mais intuitiva e acessível na área de trabalho (ANDRADE, 2018).

O Iramuteq é uma ferramenta de processamento dos dados, e não um método de pesquisa, o que torna seus resultados instrumentos de exploração, busca e associação em material de pesquisa. O *software* utiliza a classificação hierárquica descendente (CHD) e, além da CHD, o Iramuteq incluiu outras formas de análises, como as textuais clássicas, de especificidades, análise de similitude e nuvem de palavras (DE SOUSA, 2018).

Diante do desafio da compreensão e descrição do uso dessa ferramenta e da limitação de materiais publicados sobre o uso do *software Iramuteq* em pesquisas na área da ciência jurídica, este artigo tem o intuito de lançar um olhar mais acurado sobre o seu uso no Direito, especificamente quando associado à Análise de Conteúdo para elaboração de pesquisas empíricas jurídicas de alto impacto. Ademais, tanto quanto pode ser sabido, este é o primeiro trabalho que usa a metodologia de análise de conteúdo associada ao *software Iramuteq* na pesquisa sobre *insider trading*.

Para a análise textual da pesquisa, foi utilizada a classificação hierárquica descendente (CHD), sendo os segmentos de textos divididos em três linhas, formando o *corpus*, caracterizado pelo conjunto de texto que se pretende analisar. O conjunto desses segmentos é repartido em função da frequência das formas reduzidas, possibilitando que seja feita a base do *corpus* original, recuperando os segmentos dos textos e a associação de cada, agrupando, desse modo, as palavras estatisticamente significativas e a análise qualitativa dos dados, as quais são chamadas de Unidade de Contexto Inicial (UCI). As Unidades de Contexto Elementar (UCE), ou segmentos de texto que compõem cada classe, que poderão ser verificadas nos dendogramas, são obtidas a partir das UCI, ou seja, a partir do inteiro teor dos votos dos PAS, cujo passo a passo pode ser visualizado no próximo tópico (CAMARGO, 2013).

5. Apresentação dos Dados e Discussões: Há Diferença entre o Conteúdo Decisório nas Condenações dos *Insiders* Primário e Secundário?

Na pesquisa, utilizam-se os julgados da Comissão de Valores Mobiliários e as delimitações argumentativas utilizadas para se delimitar se haveria diferenciação – rigidez ou leveza – no conteúdo dos Votos quando da constatação de atuação de *insider* primários e secundários. De início, será explicada a metodologia da pesquisa. Em seguida serão apresentados os dados.

5.1 A metodologia aplicada na pesquisa

O artigo se utiliza da metodologia multi-método, termo utilizado por Peter Cane e Herbert M. Kritzer na obra *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research* (2010), para especificar trabalhos que se valham de mais de uma técnica de pesquisa. No caso, utiliza-se a revisão de literatura, preponderante nos tópicos anteriores, a metodologia de análise de decisões, a análise de conteúdo e análise lexográfica, as duas últimas com o auxílio do software *Iramuteq*, presentes no tópico ora em construção.

Antes de escolher um método de análise, o problema de pesquisa foi delimitado na seguinte pergunta central: Partindo de uma análise de conteúdo, com o auxílio do *Iramuteq*, pode ser verificado, no teor da decisão dos PAS da CVM, um tom mais severo nos blocos de argumentação entre os *insider* primários e secundários? Se sim, para qual figura?

O ponto de partida para a revisão de literatura foi baseado em duas estratégias de busca: automática e *snowballing* (Wohlin, 2014). A busca automática foi realizada no *Google Scholar* e *Web of Science* no período de setembro de 2020 a janeiro de 2021. Tal fonte foi escolhida por indexar a maioria das revistas e conferências das mais diversas áreas. O primeiro passo foi a busca nas páginas retornadas pelas bases de dados citadas até não encontrar artigos que atendiam a os critérios de inclusão, ou seja, que ajudavam a responder o problema de pesquisa. Tal estratégia foi adotada para incorporar o máximo de artigos nesta primeira etapa.

As *strings* de busca utilizadas foram “*insider trading*”; “mercado financeiro”; “comissão de valores mobiliários”; e “instrução 38/2002 da CVM”. Para complementar a busca automática, foi realizada uma rodada de *snowballing*. Tal estratégia consiste em obter artigos a partir de uma amostra previamente identificada e é composto por duas etapas: *backward snowballing* e *forward snowballing*. A primeira consiste em obter artigos a partir da lista de referências e a segunda consiste em identificar artigos que citaram o artigo que está sendo examinado. As citações de cada artigo foram obtidas a partir da primeira base de dados, o Google *Scholar*.

Na segunda parte da pesquisa, o procedimento da Metodologia de Análise de Decisões – MAD utilizada neste estudo foi desenvolvido por Freitas Filho e Lima (2010). Selecionou-se este método pois ele permite organizar informações sobre decisões proferidas num determinado contexto, inclusive com a compreensão do seu sentido, forma e fundamentação utilizada.

A primeira fase da MAD é a pesquisa exploratória, a qual foi realizada na revisão de literatura nos tópicos anteriores, em seguida, passa-se ao recorte objetivo, o qual corresponde ao problema de pesquisa delimitado.

A terceira fase da MAD é o recorte institucional, o qual deve atender aos critérios de pertinência temática e relevância decisória (FREITAS e LIMA, 2010), sendo selecionado, para tanto, a Comissão de Valores Mobiliários. A escolha do STF justifica-se por demonstrar a realidade do tribunal com maior fluxo decisório no mercado financeiro, tendo em vista ser a primeira instância, bem como de dirimir questões controversa, e por atender ao critério de relevância decisória, o qual diz respeito ao impacto da discussão no âmbito jurídico e administrativo sancionador.

O próximo passo da MAD é a constituição de um banco de dados com decisões e em seguida a identificação de como os julgadores tratam o objeto da pesquisa a partir dos elementos narrativos com os quais os argumentos são construídos. Por fim, deve ser feita a reflexão crítica sobre a prática decisória identificada (FREITAS e LIMA, 2010). Passa-se então a estas etapas do procedimento da MAD.

A busca pelos acórdãos foi realizada no sítio eletrônico do sistema do próprio STF em razão da disponibilidade de dados e da uniformização da metodologia de coleta. Utilizou-se a ferramenta consultas de jurisprudência dos PAS, com a inserção de palavras-chave preestabelecidas, com o recorte temporal de 2017 (último ano de alteração substancial na matéria de *insider trading* com a criminalização da conduta de *insider* secundário) até fevereiro do ano de 2021, ano que a pesquisa se findou.

Quadro explicativo 2: Palavras-chave e justificativa de seu uso.

Palavra-chave	Justificativa
<i>Insider</i>	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
<i>Insider trading</i>	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>
Art. 155	Artigo da Lei 6.404 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações
358/02	Instrução CVM nº 358 de 2002

Fonte: Elaboração própria.

O sistema apresentou um total de 278 resultados, mas somente 39 referentes aos PAS, sendo essa a população de decisões, a qual foi tabulada em uma planilha do *Excel* que consta: o Ordem na pesquisa; N° do PAS; Data de julgamento; assunto; insider primário; sanção para primário; insider secundário; sanção para secundário; fato relevante; Diretor Relator; trechos do Voto que merecem menção.

Durante a coleta dos dados referente à fundamentação, verificou-se a incidência de Votos que não diziam respeito ao problema de pesquisa, tampouco tratando do assunto “*insider trading*”, motivo pelo qual foram descartados, sendo a amostra efetivamente analisada e trazida nos resultados o total de 17 acórdãos.

O texto das justificativas foi submetido à análise lexicográfica por meio do programa *Iramuteq*, aplicando-se a metodologia de análise de conteúdo, podendo ser verificado os principais argumentos que diferenciam os votos dos PAS nas duas categorias: primários e secundários. Passa-se agora à apresentação dos resultados de pesquisa quantitativa-descritiva em busca de resposta(s) para a problemática condutora da pesquisa.

5.2 Das decisões da Comissão de Valores Mobiliários

Conforme mencionado, os resultados que passam a ser apresentados são uma forma de decodificação dos PAS analisados no recorte temporal estabelecido, para possibilitar uma reconstrução do contexto a partir de 6 perguntas, segundo elaboração de MORAES (1999, p. 11): 1) Quem fala? 2) Para dizer o que? 3) A quem? 4) De que modo? 5) Com que finalidade? 6) Com que resultados?

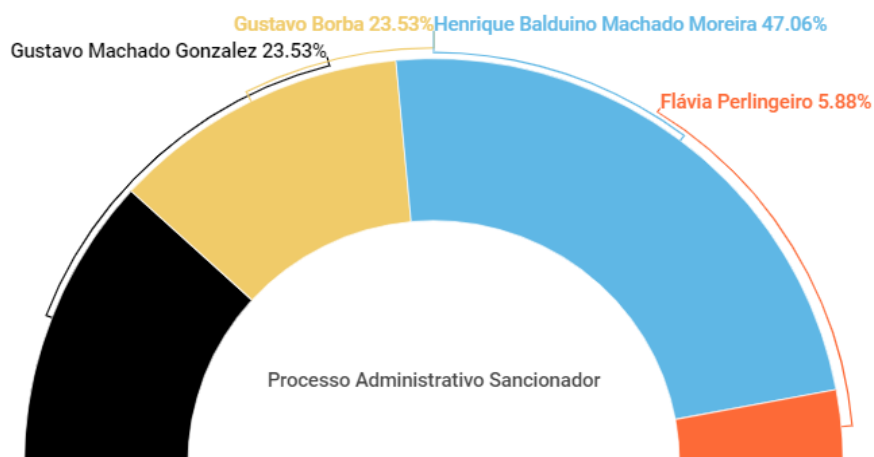
Dentre os 17 Votos, 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez, com posse em 13/07/2017 e término do mandato⁷ em 31/12/2020; 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Borba⁸, 8 são de relatoria do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, com posse em 20/07/2016 e término do mandato em 31/12/2020; e 1 é de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro, com posse em 15/03/2019 e término do mandato em 31/12/2023 (CVM, 2021, *online*).

Não havendo nenhuma alteração considerável no decorrer dos anos analisados, não devendo se fazer menção aos acórdãos em ordem cronológica, por falta de relevância para pesquisa. A distribuição por relator pode ser visualizada no gráfico 1.

⁷ Na data da pesquisa, no site da autarquia, o Diretor Gustavo Machado Gonzalez ainda figurava como da Alta Administração, mesmo que tenha renunciado ao cargo em fevereiro de 2021.

⁸ Do quadro atual da CVM, a única alteração foi a troca do Diretor Gustavo Borba, devido sua exoneração, no dia 12 de setembro de 2012. O mandato do Diretor durou do ano de 2015 até o ano de 2018. Em seu lugar, de maneira definitiva até o término do mandato foi indicado o Diretor Alexandre Costa Rangel com posse em 05/11/2020 e término do mandato em 31/12/2024.

Gráfico 1: distribuição dos PAS por Diretor Relator:



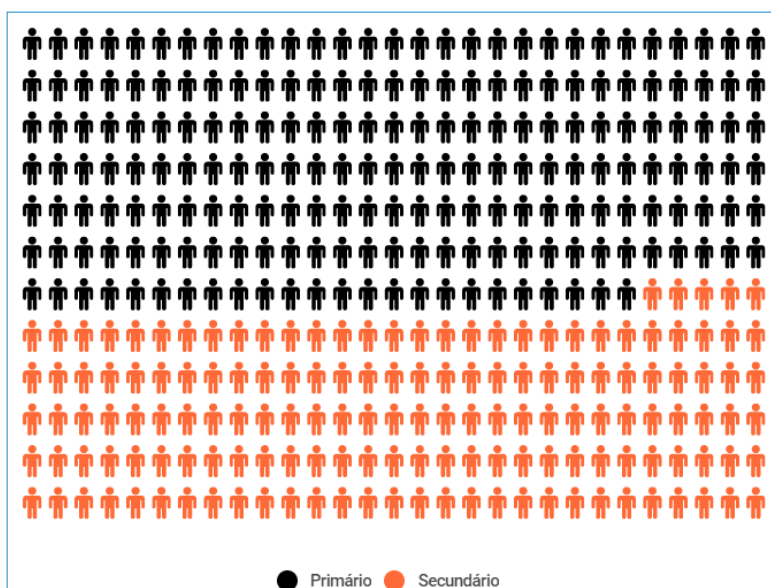
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

Pela leitura do gráfico 1—válido mencionar que mesmo havendo 8 PAS de relatoria do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, sendo a maioria dos PAS da pesquisa decididos conforme o entendimento de um único Diretor, isso não significa uma maior proatividade do relator em questão. Conforme mencionado, o Diretor tomou posse em 2016 com término de mandato em 2020 e, levando-se em consideração que o último PAS com resultados na pesquisa foi julgado em 2019, desse modo, antes do término do mandato do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, o total de 8 dentre os 17 PAS sob a sua relatoria só indica que ele foi o único Diretor a estar em todos os anos da MAD realizada.

Dos 17 processos, 15 tratam de casos de *insider* na categoria primário e 6 tratam de casos de *insider* na categoria secundário, havendo a intersecção entre 2 processos os quais possuíam tanto *insider* na categoria primário como na categoria secundário.

Sendo 25 pessoas acusadas por terem supostamente usado informação privilegiada que receberam devido a sua função e 19 pessoas acusadas por terem supostamente usado informação privilegiada, sendo agentes externos à companhia. Conforme pode ser visualizado na figura abaixo:

Figura 1: distribuição dos acusados nas categorias “primário” e “secundário”.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

Na categoria de *insider* secundário, todos os 14 acusados eram da categoria investidores, mesmo as 2 pessoas jurídicas existentes se enquadram na categoria por terem sido assim descritas no PAS. Já na categoria dos primários, os cargos variaram, podendo ser melhor visualizados no gráfico 2, logo abaixo:

Gráfico 2: Categorias de cargos dos *insider* primários



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

O que pode ser observado do gráfico 2 é que uma preponderância de supostos lapsos éticos nos cargos de Direção, os quais, quando colocados em uma só categoria, ignorando-se as especificidades de atuação, mas levando em consideração somente o ator de dirigir, totalizam 16 das 25 pessoas indiciadas.

Esse quantitativo fez lembrar um estudo de 2017, da *PricewaterhouseCoopers* (PwC), um conjunto de firmas independentes cujo propósito é a prestação de serviços em consultoria tributária, societária, e assessoria em transações, o qual revelou tendências dos CEOs a serem forçados a deixar o cargo por lapsos éticos, observando que os agentes exerciam, ao usar a informação privilegiada, uma forma de corrupção.

O estudo analisou as sucessões de CEOs nas maiores 2.500 empresas públicas do mundo nos últimos 10 anos e relatou que a rotatividade forçada devido a lapsos éticos aumentou de 3,9% de todas as sucessões em 2007-11 para 5,3% em 2012-16 - 36%. Na Europa Ocidental, a participação de CEOs forçados a sair por lapsos éticos aumentou para 5,9%, enquanto era de 4,2%, e nos países do BRIC de 3,6%, para 8,8% (PWC, 2017).

Desse modo, o presente estudo encontrou similitude com outros realizados anteriormente, podendo ser comprovado que, pelo menos em termos de indiciamento, os agentes internos são os maiores acusados.

Contudo, mesmos que os maiores acusados sejam os agentes internos, estes são também os maiores absolvidos. Dentre os 15 PAS que tratam de casos de *insider* na categoria primário, 6 resultaram em absolvição. Números estes que, em termos individuais significa: dos 25 indiciados nessa categoria, 14 foram absolvidos; restando somente 11 condenados. Já na categoria dos secundários, nos 6 PAS, todos 14 indiciados foram condenados, na modalidade multa. Havendo blocos de fundamentação específicos para as absolvições dos primários, os quais são demonstrados na tabela abaixo:

Quadro explicativo 3: blocos de fundamentação para absolvições na categoria *insider* primário

Bloco de fundamentação	Teor da fundamentação
F1	A transação não foi realizada com base em informação não pública (3 absolvições sob essa fundamentação)
F2	A informação não foi considerada relevante (1 absolvição sob essa fundamentação)
F3	A absolvição não diz respeito à informação, mas aos indiciados, os quais não tiveram, segundo a conclusão do Relator, participação no ilícito (2 absolvições sob essa fundamentação)

Fonte: Elaboração própria.

Uma nota explicativa sobre a tabela 3 é que o bloco de fundamentação F3 diz respeito a dois PAS que tiveram condenações e absolvições. Sendo as absolvições pautadas não sobre a informação não satisfazer o trinômio: privilegiada, relevante e desconhecida do público, formando os elementos caracterizadores da informação privilegiada: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), (ii) a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida. Conforme precedentes da CVM⁹. Mas,

⁹ PAS CVM nº RJ 2014/0577; PAS CVM nº RJ 19957.001639/2016-15; PAS CVM nº 22/99; PAS CVM nº 04/04; PAS CVM nº RJ 2015/13651, todos PAS fruto da coleta do presente artigo.

nos dois casos, os indiciados, não tiveram participação no ilícito, segundo as conclusões do Diretor Relator.

Quadro explicativo 4: quantitativo das multas aplicadas nas duas categorias

	Multas para <i>insider</i> primário	Multas para <i>insider</i> secundário
1	R\$440.780.423,00	R\$1.266.255,51
2	R\$ 13.395.988,36	R\$244.151,27
3	R\$ 11.664.067,98	R\$20.962,76 *
4	R\$ 9.157.631,76	R\$2.141.142,00 *
5	R\$ 3.522.531,24	R\$100.000,00
6	R\$ 8.889.008,74	R\$ 554.254,00
7	R\$200.000,00	R\$ 459.860,00
8	R\$ 100.000,00	R\$ 278.522,40
9	R\$ 100.000,00	R\$122.959,50
10	R\$21.013.228,00	R\$97.299,00
11	R\$ 100.000,00	R\$77.565,00
12		R\$135.550,00
13		R\$1.315.944,00
14		R\$596.600,00
15		R\$103.813,50
	Total: R\$508.922.879,08	Total: R\$7.514.878,94

*ao mesmo investidor condenado por *insider* secundário foram aplicadas duas multas na mesma modalidade. Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

Fonte: Elaboração própria.

Da leitura do quantitativo das multas aplicadas nas duas categorias, comparando com os dados anteriormente apresentados, pode ser percebido que mesmo havendo indicadores mais relevantes de absolvição na categoria dos primários, o montante dos 11 condenados na modalidade multa somam R\$508.922.879,08 (quinhentos e oito milhões, novecentos e vinte e dois mil e oitocentos e setenta e nove reais e oito centavos de reais), quantia que muito supera os R\$7.514.878,94 (sete milhões, quinhentos e catorze mil e oitocentos e setenta e oito reais e noventa e quatro centavos de reais) das condenações para a categoria dos secundários.

Assim, mesmo que haja uma maior absolvição entre os primários, o quantitativo das multas é maior dentre estes, graças a dois fatores: (i) devido a sua obrigação legal prevista na Lei das S.A. e na ICVM 358/2002, a exemplo do PAS nº 19957.002840/2015-21, os “insiders institucionais” ou “corporativos”, devem ter uma maior consciência sobre a nocividade do ilícito e sua atitude de usar o acesso à informação por estarem no interior da companhia é ainda mais traiçoeira e reprovável; (ii) há uma orientação, segundo o PAS 26/2010, que a fixação da pena de D.S.A, *insider* secundário, seria no patamar de 1.5 vezes o benefício auferido, portanto, mesmos que o relator desejasse fixar em um patamar maior, a vinculação aos precedentes de dosimetria de multa em 1.5 vezes o benefício auferido para o secundário deveria prevalecer.

Até o presente momento, a pesquisa obteve as seguintes respostas para os questionamentos estabelecidos quando da aplicação da metodologia de análise de conteúdo:

- 1) “Quem fala?”: nos 17 votos, os emitentes dos discursos são os quatro diretores da CVM, 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez; 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Borba, 8 são de relatoria do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, e 1 é de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro.

- 2) “Para dizer o que?”: para afirmar¹⁰ que o *insider trading* demanda, em linhas gerais, a confluência dos seguintes elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse de tal informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado. Sendo privilegiada a informação que contém o trinômio: obtida em virtude da função/cargo que exerce, ainda não divulgada e considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as relações mercantis.
- 3) “A quem?”: Aos 44 indiciados, nos 17 processos. Sendo 25 pessoas na categoria dos primários e 19 pessoas na categoria dos secundários.
- 4) “De que modo?”: Por meio dos Votos nos Processos Administrativos Sancionadores nos anos de 2017, início do recorte em janeiro, ao ano de 2021, sendo fevereiro de 2021 o final do recorte temporal.
- 5) “Com que finalidade?”: o resguardo ao mercado¹¹; o fomento à integridade¹² corporativa e à simetria informacional são os principais argumentos utilizados para justificar o fim último das condenações por uso de informação relevante no mercado de capitais;
- 6) “Com que resultados?”: é de se concordar que todas as respostas aos 5 questionamentos acima já são parte dos resultados da pesquisa. Contudo, especificamente no que diz respeito ao problema de pesquisa que funciona como fio condutor: “partindo de uma análise de conteúdo, com o auxílio do *Iramuteq*, podem ser verificadas quais diferenças nos PAS da CVM que julgam *insider* primários e secundários?”, pode ser verificado que a maior diferença entre o conteúdo dos votos era sobre a presunção sobre a informação ser relevante; existe para o primário, mas inexistente para o secundário.

A conclusão ao questionamento de número 6 da AC foi retirado da análise da totalidade dos 17 PAS, podendo ser citado como exemplo o PAS nº 01/2014, julgado em 19/06/2018, de relatoria do Diretor Gustavo Borba, o qual afirmou, baseando-se nas regras extraídas do art. 13 da ICVM 35.89 e do art. 155, § 1º, c/c art. 160, da Lei 6.404/76, que: “incide sobre o Acusado, as presunções de ciência dos fatos relevantes referentes à Companhia e de que a negociação, após a existência do fato relevante, teria sido com o objetivo de obter benefício indevido”, ao se referir sobre o *insider* primário.

Em uma análise mais aprofundada, o Diretor Gustavo Machado Gonzalez, em dois PAS de sua relatoria, o primeiro PAS RJ2015/13651, com julgamento em 19 de junho de 2018, e o segundo PAS RJ2016/5039, julgado em 26 de setembro de 2017, assim delineou:

(...) O *caput* do art. 13 pode ser decomposto em duas presunções. A primeira delas é a de que as pessoas elencadas na primeira parte do dispositivo têm acesso a informações relevantes antes da sua divulgação ao mercado [*insider* primário]. Trata-se, portanto, de uma presunção de acesso. A segunda presunção é a de que quem possui informação relevante e negocia antes que seja divulgada ao mercado, se utiliza de informação privilegiada para obter vantagem. Nesse caso, temos uma presunção de uso. A presunção de uso é uma ferramenta de extrema relevância para a acusação, dado que a prova do elemento intencional é, possivelmente, a mais difícil de ser produzida.
PAS RJ2015/13651.

¹⁰ PAS CVM nº RJ 2014/0577; PAS CVM nº RJ 19957.001639/2016-15; PAS CVM nº 22/99; PAS CVM nº 04/04; PAS CVM nº RJ 2015/13651, todos PAS fruto da coleta do presente artigo.

¹¹ PAS RJ2016/5039

¹² PAS RJ2014/10290

(...) A presunção de que aquele que negocia estando de posse de informação privilegiada utiliza tal informação, constante do caput e do §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, é a única regra de presunção do ilícito de *insider trading* constante do referido normativo, que pode ser aplicada aos *insiders* secundários – naturalmente, desde que antes se comprove que o acusado possuía a informação privilegiada (...) Ademais, é pouco factível supor que uma pessoa que possui uma informação privilegiada consegue neutralizar os efeitos dessa informação ao avaliar uma possível negociação (...) Trata-se, é claro, de presunção relativa, que pode ser afastada caso existam provas (inclusive indiciárias) em contrário.
PAS RJ2016/5039

Desse modo, conforme a AC realizada indicou, somente aos primários caberia a presunção, uma presunção relativa de que efetivamente detinham as informações privilegiadas, tendo em vista possuírem acesso direto a elas. Isso porque a ICVM 358/2002 não afastou o elemento subjetivo do tipo constante da Lei das S.A., tendo criado, todavia, uma presunção relativa. Contudo, a presunção pode ser desconstituída por prova em contrário (MÜSSNICH, 2015, p.43).

Já para a responsabilização do secundário, esta não admite presunção, cabendo à CVM provar o efetivo acesso à informação, ainda que de forma indiciária (GUERRA, 2019, p. 142) devendo, assim, ser provado: i) a posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; ii) o acesso a essa informação; iii) o uso dessa informação para a negociação dos ativos; e iv) o objetivo de obtenção de vantagem para si ou para terceiros.

Porém, a natureza da presunção de conhecimento de informação relevante por *insiders* primários não é livre de controvérsias. A pedido dos operadores do mercado, a CVM em audiência pública, em outubro de 2020 (Audiência Pública SDM 06/20), sugeriu alterações na Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002, com o principal objetivo de aproximar a redação da Instrução no trecho em que trata de negociações por *insiders*, da interpretação já consolidada na CVM sobre a temática, pois, embora a literalidade do art. 13 da Instrução ensaie indicar que as hipóteses ali previstas constituem verdadeiras vedações à negociação, há muito prevalece na CVM o entendimento de que são apenas presunções relativas, ou seja, presunções que admitem prova em contrário (CVM, 2020).

O proposto na Audiência Pública foi a reformulação dos arts. 13 e 14 da Instrução 358, substituindo menções que sugerem a existência de vedações à negociação por presunções relacionadas à possível prática de uso indevido de informações privilegiadas, promovendo, também, uma flexibilização no regime dos planos de investimento e na obrigatoriedade de manutenção de políticas de divulgação de informações pelas companhias abertas.

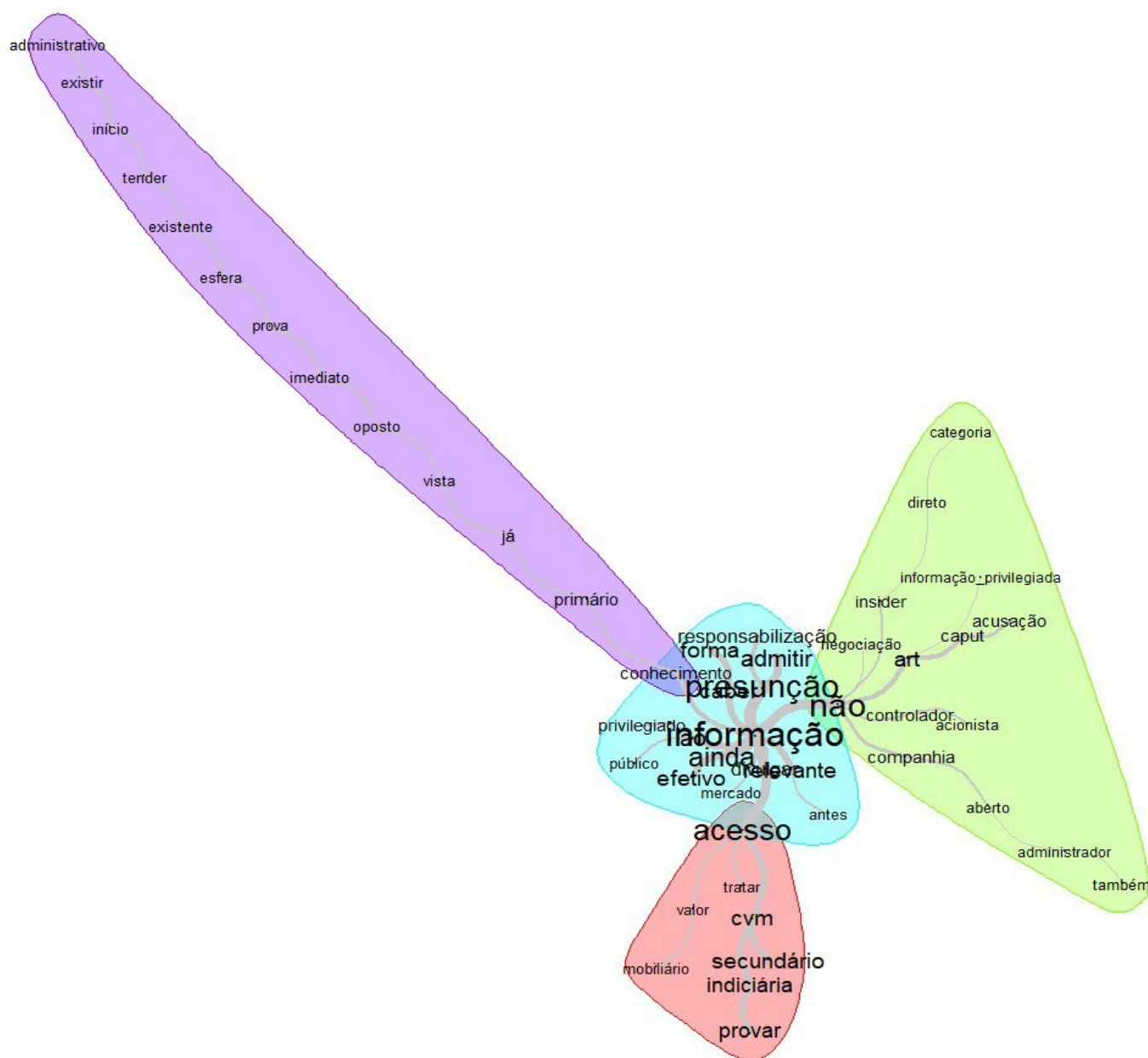
A importância da temática alertou para a necessidade da análise de maneira integral de todos os acórdãos analisados, para além de uma leitura manual, podendo ser vislumbrado, dessa maneira, a partir de uma análise de conteúdo, qual o contexto de cada decisão e quais os argumentos globais utilizados. Assim se procedendo para que não houvesse nenhuma perda de conteúdo, ou mesmo a manifestação de um viés de confirmação da hipótese que foi apresentada na pesquisa, bem como para que se pudesse visualizar, de maneira acessível, o mencionado.

Para tanto, prezando-se pela eficiência do processo e a facilidade na localização dos segmentos de texto, além da agilidade no processo de codificação, comparado ao realizado à mão, se contou com a análise estatística do *software* livre *Iramuteq*. A partir da elaboração do *corpus*, realizado a partir do tratamento dos dados dos 17 Votos, os segmentos de textos apresentados em cada classe foram obtidos das palavras estatisticamente significativas, permitindo que a análise qualitativa dos dados fosse realizada.

O processamento do *corpus* foi realizado em 18 segundos e foram classificadas 6580 UCE, fruto da análise do conteúdo dos 16 acórdãos, das quais 6000 foram aproveitadas, ou seja, 90,56 % do total do *corpus*. Salientando-se que se considera um bom aproveitamento de UCE o índice de 75% ou mais (CAMARGO, 2013).

O resultado da análise pode ser verificado na figura 2, representando a análise de similitude realizada pelo *software*.

Figura 2: a análise de similitude realizada pelo *Iramuteq*.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do site da CVM, com recorte temporal de 2017-2021.

A representação fatorial fornecida pelo *software Iramuteq*, portanto, confirmou a interligação das classes e a confirmação das hipóteses, em comparação com as realizadas na pesquisa durante a análise qualitativa dos dados, podendo ser verificado, de maneira estatística que quando os Diretores da CVM mencionam “acesso; informação; relevante e secundário” há sempre a interligação com as palavras “indiciária e provar”, corroborando o afirmado pela doutrina que a responsabilização do secundário, não admite presunção, cabendo à CVM provar o efetivo acesso à informação, ainda que de forma indiciária.

Quando se passa à análise das outras “pétalas” da análise de similitude lexográfica, palavras como “responsabilização; primário; conhecimento; presunção; admitir”, são encontradas interligadas, corroborando o afirmado pela doutrina que a responsabilização do primário, admite presunção, mas admitindo prova em contrário.

Assim, a AC pode ser finalizada, com o auxílio do *software*, permitindo: a) a recuperação do contexto em que as palavras foram associadas; b) segurança de realização de uma pesquisa sem enviesamento; c) demonstrativo da maior diferenciação entre os votos do PAS nas duas categorias de *insider*: primários e secundários, tudo isso com significância e contribuições estatísticas.

6. Considerações Finais

Respondendo ao problema de pesquisa e a partir da análise realizada pelo artigo, pode ser verificado que a maior diferença entre o conteúdo dos votos consiste na presunção sobre a informação ser relevante-para o primário, o que não se aplica para o secundário.

Ainda, verificam-se os seguintes resultados quando da aplicação da metodologia de análise de conteúdo: 1) “Quem fala?”: nos 17 votos, os emitentes dos discursos são os quatro diretores da CVM, 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez; 4 são de relatoria do Diretor Gustavo Borba, 8 são de relatoria do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, e 1 é de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro. 2) “Para dizer o que?”: para afirmar que o *insider trading* demanda, em linhas gerais, a confluência dos seguintes elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse de tal informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado. Sendo privilegiada a informação que contém o trinômio: obtida em virtude da função/cargo que exerce, ainda não divulgada e considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as relações mercantis. 3) “A quem?”: Aos 44 indiciados, nos 17 processos. Sendo 25 pessoas na categoria dos primários e 19 pessoas na categoria dos secundários. 4) “De que modo?”: Por meio dos Votos nos Processos Administrativos Sancionadores nos anos de 2017, início do recorte em janeiro, ao ano de 2021, sendo fevereiro de 2021 o final do recorte temporal. 5) “Com que finalidade?”: o resguardo ao mercado; o fomento à integridade corporativa e à simetria informacional são os principais argumentos utilizados para justificar o fim último das condenações por uso de informação relevante no mercado de capitais.

Os objetivos da pesquisa foram atingidos, pois realiza-se esclarecimentos iniciais e necessários sobre o conceito uso de informações privilegiadas; identifica-se o papel da Comissão de Valores Mobiliários nos processos sancionadores; explicando qual a função da CVM, quando surgiu, e quem são os diretores da composição atual; investiga-se e demonstra-se a metodologia da análise de conteúdo como forma de investigação empírica e necessária, bem como a utilização do *Iramuteq* em estudos jurídicos. E, por fim, apresenta-se, de modo empírico, as diferenças entre o conteúdo decisório nas condenações dos *insiders* primário e secundário, por meio da aplicação da Metodologia de Análise de Decisões (MAD).

Para além de uma leitura manual, a pesquisa atentou para a necessidade da análise de maneira integral de todos os acórdãos analisados, podendo ser vislumbrado, dessa maneira, a partir de uma análise de conteúdo, qual o contexto de cada decisão e quais os argumentos globais utilizados. Assim se procedendo para que não houvesse nenhuma perda de conteúdo, ou mesmo a manifestação de um viés de confirmação da hipótese inicial na pesquisa, se contando com a análise estatística do *software* livre *Iramuteq* (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*).

Os votos acórdãos, quando integralmente analisados pelo *software*, indicaram que os blocos de fundamentação feitos de maneira manual pelos pesquisadores estava correto em suas correlações, nos blocos de fundamentação. Arrematando, desta maneira, a confirmação da hipótese inicial: a de existência de diferenciação no conteúdo entre as duas categorias de *insider*.

7. Referências

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

ANAND, Anita et al. **An Empirical Comparison of Insider Trading Enforcement in Canada and the United States**. *International Review of Law and Economics*, v. 57, p. 49-59, 2019.

BAINBRIDGE, Stephen M. **A Critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1984**. *Virginia Law Review*, p. 455-498, 1985.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. São Paulo: Ed. Revista Ampliada, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. **INSTRUÇÃO N. 358, DE 03 DE JANEIRO DE 2002**.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 2015/13651**, julgado em 19 de junho de 2018, Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 2015/13651**, julgado em 26 de setembro de 2017, Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 26/2010**, julgado em 26 de novembro de 2019, Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 01/2014**, julgado em 19 de junho de 2018, Diretor Relator: Gustavo Borba.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM nº RJ 19957.002840/2015-21**, julgado em 4 de junho de 2019, Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resultados para “Alta Administração da Comissão de Valores Mobiliários”**. Disponível

em:<http://conteudo.cvm.gov.br/alta_administracao/sobre.html> Acesso em: 25 de março 2021

CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. **Tutorial Para Uso do Software de Análise Textual IRAMUTEQ**. Florianópolis-SC: Universidade Federal de Santa Catarina, 2013. Disponível em: <<http://www.iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-en-portugais>> Acesso em: 25 de nov.2020

CANE, Peter; KRITZER, Herbert (Ed.). *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research*. OUP Oxford, 2010

CAREGNATO, Rita Catalina Aquino; MUTTI, Regina. **Pesquisa Qualitativa: Análise de Discurso Versus Análise de Conteúdo**. *Texto & Contexto-Enfermagem*, v. 15, n. 4, p. 679-684, 2006.

CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A (In)Eficiência da Punição do Insider Trading à Luz da Análise Econômica do Direito e da Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários**. *Economic Analysis of Law Review*, v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019.

DO NASCIMENTO, Adriano Roberto Afonso; MENANDRO, Paulo Rogério Meira. **Análise Lexical e Análise de Conteúdo: Uma Proposta de Utilização Conjugada**. *Estudos e pesquisas em psicologia*, v. 6, n. 2, p. 72-88, 2006.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de Informações no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: A Regulação da Atividade Jornalística**. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. *Empirical Research on Accounting Choice*. *Journal of accounting and economics*, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, 2001.

FLICK, U. (2009). **Introdução à Pesquisa Qualitativa** (3a ed., J. E. Costa, Trad.). São Paulo: Artmed. (Obra original publicada em 1995)

FREITAS, Roberto; LIMA, Thalita Moraes. **Metodologia de Análise de Decisões**. *Universitas Jus*, v. 2, 2010.

GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. **O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, v. 13, n. 1, p. 135-150, 2019.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Insider Trading How Jurisdictions Regulate It*. Madrid, 2003. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>> Acesso em: 30 mai. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código de Melhores Práticas Sobre a Transparência ou Disclosure**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf> Acesso em: 25 de março 2021

JAKOBI, Karin Bergit. **A Atuação da CVM na Regulação do Mercado de Capitais e na Consagração do Full Disclosure, Sob o Enfoque da Análise Econômica do Direito**.

Dissertação (Mestrado em Direito Socioambiental-Pontifícia), Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

LEVINE, Ross; LIN, Chen; WEI, Lai. **Insider Trading and Innovation**. The Journal of Law and Economics, v. 60, n. 4, p. 749-800, 2017.

MALKIEL, Burton G.; FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. The journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

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

MUCCIARELLI, Francesco. **Gli Abusi di Mercato Riformati e le Persistenti Criticità di una Tormentata Disciplina**. *Diritto penale contemporaneo*, p. 174-189, 2018.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. Dissertação (Mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015.

PricewaterhouseCoopers. **Global Study on CEO Trends Indicates a Significant Uptick in CEOs Forced Out of Office for Ethical Lapses**. 2017, *online*. Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2017/global-study-on-ceo-trends-indicates-a-significant-uptick-in-ceos-forced-out-of-office-for-ethical-l.html>. Acesso em: 30 março. 2020.

REYES, F. **Direito Societário Americano: Estudo Comparativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

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**. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

WANG, William K. **Insider Trading**. Oxford Press, 2010.

YEO, Victor. **A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation-Who is Liable and What are the Sanctions?**. Available at SSRN 260884, 2001.