



ANÁLISE DOS CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS PELA CVM E OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Área Temática: Contabilidade Financeira e Governança Corporativa - CFGC

DOI: <https://doi.org/10.29327/1680956.11-29>

Abel Sabino da Silva Neto

Universidade Estadual da Paraíba - UEPB

abel.neto@aluno.uepb.edu.br

Ádria Tayllo Alves Oliveira

Universidade Estadual da Paraíba - UEPB

adriatayllo@servidor.uepb.edu.br

Isabella Christina Dantas Valentim

Universidade Estadual da Paraíba - UEPB

isabellacdantas@servidor.uepb.edu.br

Josimar Farias Cordeiro

Universidade Estadual da Paraíba - UEPB

josimar.cordeiro@servidor.uepb.edu.br

Resumo

O presente trabalho objetiva analisar os casos de *insider trading* julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no período de 2019 a 2023, identificando os diferentes níveis de governança corporativa das empresas envolvidas. A pesquisa adotou uma abordagem qualitativa, com caráter descritivo, por meio da análise de conteúdo, tendo como população 12 casos julgados em que houve a suspeita de prática de *insider trading*. Em 2019, foram julgados 4 processos, envolvendo 4 empresas que se encontravam no nível de governança *Novo Mercado*, a saber: OSX Brasil S.A., OGX Petróleo e Gás, Invest Tur Brasil e MMX Mineração e Metálicos S.A. Os envolvidos nas infrações receberam penalidades como inabilitação temporária e multa pecuniária. Em 2020, o número de processos aumentou para 6, sendo que 2 deles envolveram empresas classificadas no nível *Novo Mercado*. Um dos casos envolveu a HRT Participações em Petróleo S.A., resultando na aplicação de multa ao acusado, enquanto o outro, que envolveu a Cia. Hering, culminou com a absolvição do acusado. No ano de 2023, foram julgados 2 casos, ambos envolvendo empresas do *Novo Mercado*. Ao longo do período analisado, observou-se que, dos 7 casos envolvendo empresas com ações negociadas na B3, todos estavam sujeitos aos níveis diferenciados de governança corporativa, mais precisamente no nível *Novo Mercado*. Assim, os resultados indicam que tais níveis de governança não foram suficientes para prevenir ou mitigar a ocorrência de *insider trading* no Brasil durante o ciclo em questão.

Palavras-chave: *Insider Trading*. Julgados Pela CVM. Níveis Diferenciados de Governança Corporativas.

1 INTRODUÇÃO

As informações relevantes desempenham um papel central na tomada de decisões pelos *stakeholders*, particularmente no contexto do mercado financeiro, onde a precisão e a transparência são fundamentais para garantir a equidade e a confiança entre os investidores.

A Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades por Ações, estabelece um conceito fundamental para a regulação da informação no mercado de capitais. O artigo 157, § 4º, da referida lei define informações relevantes como “[...] aquelas referentes a fatos ocorridos nos negócios das companhias que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão”. Essa definição ressalta que a informação relevante tem o poder de impactar diretamente as decisões dos investidores, sendo crucial para a manutenção da integridade do mercado e a preservação da igualdade de condições entre todos os participantes.

A partir dessa premissa, Rocha (2020) destaca que o ato de realizar transações no mercado com o intuito de obter vantagem financeira ao se beneficiar de informações privilegiadas configura uma prática ilícita conhecida como *insider trading*. Informações privilegiadas são aquelas que, por sua natureza confidencial, não estão disponíveis ao público em geral, mas que têm o potencial de influenciar substancialmente o valor de mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, Ventura (2023) enfatiza que fazer o uso dessas informações de forma desleal caracteriza-se como *insider trading* oportunista, assim sendo, este comportamento não compromete a confiança dos investidores no mercado, mas também prejudica a integridade do próprio sistema financeiro, criando um ambiente propício para o favorecimento de um grupo restrito em detrimento dos demais participantes.

Ademais, ao decorrer dos anos, com o objetivo de amortecer a ocorrência do crime derivados de informações não simétricas, surgiu a Governança Corporativa. Diante disso, Lavi *et al.* (2024) definem a governança corporativa como um sistema de orientação que regula a atuação de gestores, com o intuito de viabilizar o equilíbrio entre as partes interessadas que estão envolvidas na transação, resultando em impactos positivos no mercado. Em concordância, Ventura (2023) afirma que a governança corporativa existe com o intuito de combater práticas oportunistas, tornar o mercado mais transparente passando maior confiança para novos usuários, além de reforçar que é necessário que as companhias adotem os princípios e boas práticas de governança.

Dessa forma, em contrapartida, os mecanismos são mais eficazes por se tratar de medidas de monitoramento externo da empresa, e que auxiliam na identificação de práticas oportunistas por parte dos gestores, a fim de proteger o investidor (Santos *et al.* 2018). Para tanto, com o propósito de refrear a assimetria informacional e de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, no ano de 2000 a Brasil, Bolsa, Balcão -B3, criou 3 níveis de governança corporativa com o intuito de classificar as empresas com melhores práticas de governança, como sendo do Nível 1 (N1); Nível 2 (N2) e/ou; Novo Mercado (NM) (B3, 2024).

Partindo deste viés, os níveis de governança são mecanismos externos, que buscam evidenciar que as companhias de níveis mais altos como o “Novo Mercado”, propende ter menor incidência de conflitos de interesse, visto que essas empresas são classificadas como melhores, devido a suas práticas de governança mais eficazes. Diante dessa perspectiva, a presente pesquisa visa responder o seguinte questionamento: **De que forma os casos de *Insider Trading* julgados pela CVM no período de 2019 a 2023 se vinculam aos níveis diferenciados de Governança Corporativa?**

O objetivo geral propõe analisar os casos de *Insider Trading* julgados pela CVM no período de 2019 a 2023, identificando os níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Por se tratar de uma violação particularmente desafiadora para identificação e repressão, dada a natureza sigilosa das transações e das informações envolvidas, a relevância deste estudo justifica-se por seu potencial em fomentar o conhecimento sobre *insider trading*, estimulando a reflexão e o debate acadêmico acerca de suas origens, características, impactos econômicos e sociais, além das medidas legislativas e regulamentares adotadas para sua prevenção e punição.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Insider Trading

A terminologia *Insider trading* é utilizada para se referir a negociações que envolvem o uso de informação privilegiada, desta maneira, fazer uso de informações relevantes que não foram devidamente divulgadas ao público em geral é uma conduta desonesta para obter vantagem ilícita e configura-se como crime contra mercado acionário (Smaniotto; Furlaneto, 2022).

Nesse cenário, a lei n. 6.404/76 esclarece que, informações relevantes “[...] são aquelas referentes a fatos, ocorridos nos negócios das companhias, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão” (art.157, § 4º, da Lei nº 6.404/76). Acrescenta-se que segundo Gomes e Andrade (2023) a existência de assimetria informacional no mercado, sendo essa, uma situação anômala, na qual um indivíduo tem acesso a informações privilegiadas, superiores às disponíveis para os demais, e pode utilizá-las de forma desleal em benefício próprio.

Nesse contexto, Melo (2017) adiciona-se que as informações privilegiadas podem ser exploradas tanto por agentes internos da empresa, que ocupam cargos estratégicos ou de confiança, quanto por agentes externos, que não possuem vínculo administrativo, mas que conseguem obter essas informações por outros meios, ampliando assim o alcance da assimetria informacional. A partir da perspectiva o uso de informações privilegiadas por agente reflete o comportamento oportunista descrito por Jensen e Meckling (1976) e Melo (2017), no qual o indivíduo utiliza sua posição para obter vantagens, criando distorções no mercado e comprometendo a confiança dos participantes.

Isto posto, afirma-se que de acordo com, Nascimento *et al.* (2021) o agente, se utiliza de fatos circunstanciais relevantes, os quais tenha acesso para se beneficiar, tempestivamente, antes mesmo do anúncio oficial da própria empresa aos demais participantes do mercado (*outsiders*), assim o mantenedor da informação, denominado *insider*, e a operação com fins de se obter vantagens financeiras com as possíveis oscilações de preço no mercado de ações, denominada de trading, formam o termo *insider trading*. Dessa forma, o conceito de *insider trading* refere-se à ação oportunista, o ato de um indivíduo acessar informações confidenciais ou relevantes, que têm o potencial de causar flutuações nos preços das ações, afetando seu valor de forma positiva ou negativa. O objetivo desse comportamento é utilizar essas informações privilegiadas para obter ganhos financeiros anormais, em detrimento da equidade no mercado (Nascimento *et al.*, 2021).

Ademais, o *insider* pode-se dividir em primário e secundário, no qual para Gomes e Andrade (2023), o *insider* primário obteve acesso à informação sigilosa em razão de sua função na empresa e o *insider* secundário, sendo o que não possui vínculo com a empresa, mas obteve a informação em razão de ter proximidade com alguém que esteja inserido na fonte da informação, enquanto o *insider* secundário que se caracteriza como agente externo, e não possuía a obrigação legal de resguardar sigilo em razão de cargo, estava isento de

penalidades, mas com a alteração na Lei n.º 13.506/2017, o mesmo está sujeito a responder civil e criminalmente.

Realça-se que, inicialmente essa prática *insider trading* era a reconhecida como estelionato nos termos do art. 171 do Código Penal, porém recentemente a Lei n.º 13.506/2017 alterou o tipo penal de *insider trading*, ampliando o sujeito ativo para abranger qualquer pessoa que obteve acesso à informação relevante. Desde 2017, pune-se os *insiders* primário e secundário com responsabilidade administrativa na qual o sujeito pode sofrer uma multa da CVM e fica impedido de exercer cargos administrativos, como também a responsabilidade criminal na qual, segundo o artigo 27-D da lei nº 6.385/76, o sujeito pode sofrer pena-reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

2.2 Governança corporativa – níveis diferenciados

A governança corporativa pode ser definida como um conjunto de normas, políticas e boas práticas adotadas com o intento de promover maior transparência nas informações, aprimorar a eficiência dos processos internos e externos e oferecer maior segurança aos investidores interessados nos resultados da empresa (Pires; Macagnan, 2013).

Dessa forma, a governança corporativa oferece vantagens significativas para as empresas que as adotam, uma vez que essas práticas tendem a reduzir os riscos percebidos pelos investidores, facilitando o acesso a capital de terceiros necessário para a expansão (Tavares e Penedo, 2018). Sob essa perspectiva, com a finalidade de combater condutas e práticas oportunistas, a adoção dos princípios da governança corporativa faz-se necessária para manter a responsabilidade ética dentro da organização (Ventura, 2023).

Nesse contexto, a governança corporativa contribui para mitigar conflitos de interesse, é fundamental a adoção de mecanismos de governança, que podem ser classificados em internos e externos. Os mecanismos internos referem-se às práticas e estruturas implementadas dentro da própria empresa, enquanto os externos envolvem medidas externas à organização (Bueno *et al.*, 2018). Nesse contexto, o monitoramento interno e a definição de políticas de remuneração dos executivos são alguns dos principais mecanismos internos utilizados para combater os conflitos de agência.

Para Bueno *et al.* (2018), quando os mecanismos internos não conseguem ser eficazes para auxiliar o desempenho da empresa com transparência e conduta ética, faz-se necessário a utilização dos mecanismos externos, a fim de interceder uma relação entre partes interessadas, prezar pela integridade dos envolvidos ou resolver qualquer outra situação conflituosa. Alinhado com essa perspectiva, Mendonça *et al.* (2019) afirmam que mecanismos externos são regulamentações, políticas econômicas, códigos de conduta e as ações que sejam relativas à proteção das partes interessadas que se encontram fora da companhia.

No ano de 2000 a Brasil, Bolsa, Balcão -B3 criou 3 níveis de governança corporativa com a intenção de classificar as empresas com melhores práticas de governança e, no ano de 2002, iniciaram a listagem como sendo do: Nível 1 (N1); Nível 2 (N2) e/ou; Novo Mercado (NM) (B3, 2024). Deste modo, a criação dos níveis diferenciados partiu da necessidade de classificar as empresas por meio de segmentos adequados, impondo regras e regulamentos que vão além dos textos descritos na Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76), com o objetivo de tentar amenizar a assimetria informacional e de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, tornando o cenário mais atrativo para novos investidores (B3, 2024).

Os níveis de governança são respectivos mecanismos externos, que buscam evidenciar e melhorar a imagem de empresas que investem em transparência e responsabilidade corporativa, agindo de forma leal e justa ao mercado. Tavares e Penedo (2018) denotam que, o nível Novo Mercado destina-se para as empresas que decidiram de forma voluntária, aderir novas práticas de governança que estão além das práticas exigidas pela legislação brasileira e ressaltam que esse nível engloba cerca de 72% das empresas pertencentes ao segmento de governança. Sendo assim, o Novo Mercado abarca as empresas com melhores e mais eficazes práticas de governança; no Nível 2 estão as empresas com práticas de governança medianas, mas que em partes são semelhantes ao Novo Mercado e no nível 1 estão as empresas com práticas de governança ineficientes, e que deixam a desejar na transparência da informação (B3, 2024).

2.3 Estudo Relacionados

Diante da relevância desse tema, a literatura acadêmica tem se debruçado sobre a investigação da ocorrência de *insider trading* no Brasil, com diversos estudos que buscam compreender as dinâmicas desse crime no contexto nacional. Entre os principais estudos sobre o assunto, destacam-se as pesquisas de Martins *et al.* (2016), Amaral *et al.* (2022), Lima (2022) e Meyer (2023), que contribuem significativamente para o aprofundamento do entendimento acerca das práticas de *insider trading* e suas implicações no mercado brasileiro.

O estudo de Martins *et al.* (2016) investigou a relação entre o preço da ação, a divulgação de informações corporativas e a probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN) da OGX entre os anos de 2008 e 2014. Os autores realizaram uma revisão bibliográfica sobre os reflexos da *disclosure* e da assimetria de informação sobre o preço da ação e analisaram 1.631 dias de negociação. Com isso, os resultados desta pesquisa indicaram que o preço da ação da OGX foi afetado pelas informações, entretanto, pôde-se perceber efeitos divergentes entre os tipos de informação divulgada.

Enquanto, Rodrigues (2019) realizou uma pesquisa com principal ênfase no *insider trading* em Portugal, afim de realizar uma análise com abordagem comparativa entre o sistema europeu e o sistema americano, como também analisou a aplicação de responsabilidade para os gerentes e administradores das companhias acerca do ato ilícito de utilizar de informações privilegiadas. Na realização deste estudo, observou a norma legal com ênfase nas possíveis sanções aplicáveis para os infratores e concluiu que ambos apresentam na sua essência, uma semelhança crucial no objetivo de otimizar o mercado, de forma a torná-lo um cenário seguro, transparente e igualitário para todos os agentes atuantes.

Enquanto no trabalho de Amaral *et. al* (2022) realizou-se um estudo sobre a prática do *insider trading* no Brasil e nas diferentes sanções que podem ser aplicadas aos responsáveis por praticar tal conduta ilícita, para isso utilizou uma perspectiva a partir do caso JBS. Contudo, o método utilizado para a construção deste artigo partiu de uma revisão da literatura aliada à pesquisa documental e jurisprudencial, analisadas a partir de uma perspectiva dedutiva aliada à técnica dogmática da ciência jurídica. Como resultado verificou-se que a prática de *insider trading* pode promover alterações e prejuízos consideráveis para o sistema financeiro e mercado de ações. Como também, atestou a necessidade de uma verificação ampla e elaborada de quais casos o Estado deve punir e interferir.

No estudo realizado por Lima (2022) buscou-se analisar casos reais de cunho nacional a partir da definição de *insider trading*, apresentando o posicionamento e a atuação

da Comissão de Valores Mobiliários- CVM e seus instrumentos administrativos para coibir o crime, como também, evidenciar o desfecho dos acontecimentos analisados e o impacto destes na bolsa de valores. O método utilizado para a realização desse trabalho foi predominantemente a pesquisa bibliográfica, como também a utilização de estudos do caso Sadia e o caso OGX. Diante disso, concluiu-se que por mais que a legislação seja adequada, sua eficiência não acompanha a demanda real, visto que, ainda existe falta de fiscalização por parte da CVM, o que dificulta o processo de responsabilizar os indivíduos pelos crimes cometidos.

Na investigação de Meyer (2023) estudou-se os aspectos penais e econômicos do crime de *insider trading* no Brasil, abordando desde o conceito e histórico legal, até as consequências e impactos no Mercado de Valores Mobiliários. A pesquisa utilizou um método hipotético-dedutivo, com análise de conceitos amplos e os principais aspectos controversos acerca das implicações penais e econômicas do delito de *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro. Verificou-se no contexto dos aspectos econômicos do *insider trading* no Brasil a influência negativa dessa prática no Mercado de Valores Mobiliários e, a regulação deste Mercado desempenha função crucial na tentativa de conter a prática do *insider trading*, no qual a CVM desempenha um papel fundamental na supervisão e garantia da sua integridade.

3 METODOLOGIA

A pesquisa realizada caracteriza-se como descritiva, com análise qualitativa, nessa perspectiva, Gil (2008) complementa que as pesquisas descritivas têm por objetivo principal a descrição das características de populações estabelecidas ou fenômenos, bem como, o estabelecimento de relações entre variáveis. Enquanto a abordagem qualitativa, é vista por Alvarenga (2014), como método que detalha e compreende as situações e os processos de forma integral, considerando o quadro que abrange a problemática estudada.

Esclarece-se que, esse estudo configura-se como de natureza documental, por meio de técnica de análise de conteúdo, segundo Bardin (1977), a análise de conteúdo é um agrupamento de métodos de análise das comunicações, que objetiva elaborar uma metodologia sistemática, a fim de detalhar o conteúdo das mensagens. Seguindo essa perspectiva, a presente pesquisa realizou a análise de conteúdo, categorizada em partes, sendo elas: (I) Separar por datas do julgamento; (II) Evidenciar os envolvidos; (III) reconhecer os acusados; (IV) Detalhar o motivo que originou o caso; (V) Identificar as decisões; e (VI) Analisar os níveis de governança corporativa.

População é um agrupamento constituído por elementos que possuem determinadas características (Gil, 2008), assim, o presente trabalho tem como população os casos de *insider trading* que foram julgados pela CVM, no período de 2019 à 2023 no Brasil, sendo totalizados 12 (doze) casos julgados por crime de uso de informação privilegiada. O presente trabalho foi desenvolvido com baseada em processos efetivamente julgados e divulgados no *website* da CVM. Vale ressaltar que a coleta de dados foi realizada até o dia 28/09/2024, abrangendo casos de suspeita de *insider trading* em companhias, ocorridos durante o período de 2019 a 2023.

Além disso, foi realizado um levantamento dos níveis de governança das empresas envolvidas, com base na premissa de que a literatura, como as obras de Nascimento *et al.* (2021) e Pires e Macagnan (2013), sugere que quanto mais robustos os mecanismos de governança corporativa e maior o nível de governança de uma empresa, menor seria a ocorrência de práticas relacionadas a conflitos de interesse. Os dados foram analisados de

forma descritiva, organizados por ano de julgamento, detalhando as empresas envolvidas, os acusados, os principais pontos dos casos, as decisões da CVM e o nível de governança corporativa das empresas no ano em que os casos ocorreram.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Caso de *Insider Trading*, período de 2019 a 2023

O presente estudo buscou analisar os casos de *Insider Trading* julgados pela CVM no período de 2019 a 2023, identificando os níveis diferenciados de Governança Corporativa, assim, a Tabela 1 apresenta os casos julgados em 2019.

Tabela 1 – Caso de *Insider Trading*, julgados pela CVM, ano 2019

Nº	Ano	Envolvidos	Acusado	Detalhamento do caso	Decisão	Nível de GC
1	27/05/2019	OGX Petróleo e Gás; OSX Brasil S.A.	Eike Fuhrken Batista	Originou-se devido a diversas reclamações de investidores enviadas à CVM contra a atuação da OGX e acionista majoritário Eike Fuhrken Batista, em razão de supostas irregularidades na divulgação de informações e por suposta utilização de informações privilegiadas na negociação de ações.	Aplicação de Multa pecuniária; Inabilitação temporária;	Novo Mercado
2	04/06/2019	Invest Tur Brasil Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A.	GPCP4 Fundo de Investimentos; Latin America Hotels LLC.	Originou-se com o objetivo de apurar responsabilidades em face da Latin America Hotels LLC e do GPCP4 por informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Invest Tur Brasil - Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A.	Aplicação de pena de advertência; Absolvição das acusações;	Novo Mercado
3	09/07/2019	MMX Mineração e Metálicos S.A.	Ricardo Furquim Werneck Guimarães	Originou-se com o objetivo de apurar eventual responsabilidade de Ricardo Furquim, na qualidade de diretor de relações com investidores da MMX Mineração pela não divulgação de fato relevante sobre rescisão do contrato a MMX, sua controlada.	Absolvição das acusações.	Novo Mercado
4	26/11/2019	All Ore Mineração S.A.	Jaime Augusto da Cunha Rebello	Originou-se com o objetivo de apurar responsabilidades de Jaime Augusto da Cunha Rebello por manipulação de preços e uso de informação privilegiada (<i>insider trading</i>). As duas acusações decorrem de operações realizadas pelo acusado com ações ordinárias de emissão da All Ore Mineração S.A. no período de 08/05/2012 a 24/08/2012.	Absolvição das acusações.	Não aplica

Fonte: Elaboração própria, 2024.

Conforme a Tabela 1, o primeiro caso envolve a OGX Petróleo e Gás, empresa que era do nível Novo mercado e seu acionista controlador Eike Fuhrken Batista, acusado de *insider trading* e por elevado prejuízo a investidores e acionistas, a expressiva vantagem auferida pelo infrator, o dano causado à imagem e à credibilidade do mercado de capitais. Assim, foi condenado tendo aplicado as penalidades de multa no valor de R\$ 440.780.423,00, equivalente a duas vezes e meia o montante da perda evitada, em razão da negociação de ações da OGX e a inabilitação temporária por sete anos para o exercício de funções de administrador ou conselheiro fiscal em companhias abertas, devido à manipulação do preço das ações da OGX (CVM, 2019).

O segundo caso presente na Tabela 1, refere-se a um processo envolvendo a Latin America Hotels, LLC e o GPCP4 Fundo de Investimentos, na qualidade de acionistas controladores da LA Hotels S.A, por suposta utilização de informação privilegiada na aquisição de ações da empresa Invest Tur Brasil. A Invest Tur Brasil, classificada no nível Novo Mercado da B3, esteve em negociação na bolsa até o processo de fusão com a LA Hotels S.A., o que resultou na criação da nova empresa. Durante a investigação, embora não tenham sido encontradas provas de uso de informação privilegiada nas aquisições, foi identificada uma infração por parte dos acusados pela falta de comunicação adequada sobre sua intenção de adquirir o controle majoritário da Invest Tur Brasil. Em função disso, a CVM proferiu as decisões de absolver a Latin America Hotels, LLC e o GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia da acusação de utilização de informação privilegiada; Aplicar à uma advertência por infração ao disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358/02, devido à omissão de informações relevantes (CVM, 2019).

O terceiro caso da Tabela 1 envolveu a MMX Mineração e Metálicos S.A., empresa classificada no nível Novo Mercado, que realizava negociações na bolsa até 2021, quando foi decretada sua falência. O caso também envolveu o diretor de relações da companhia, Ricardo Furquim Werneck Guimarães, acusado de não divulgar um fato relevante referente à rescisão do contrato de aquisição de filtros para o processamento do minério de ferro, um acordo firmado com a MMX Sudeste, sua controlada. Após a análise das provas coletadas durante o processo, a CVM concluiu que os eventos em questão não tiveram impacto significativo nas operações diárias da companhia, nem afetaram o desenvolvimento de suas atividades. Em razão disso, a CVM decidiu, por unanimidade em absolver Ricardo Furquim Werneck Guimarães da acusação de infração aos artigos 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76 (CVM, 2019).

O quarto caso da Tabela 1 trata de um processo movido contra Jaime Augusto da Cunha Rebelo, acusado de suposta manipulação de preços e uso de informação privilegiada em negociações realizadas com ações ordinárias da All Ore Mineração S.A, no período de 08/05/2012 a 24/08/2012. Durante esse período, o valor da ação apresentou uma valorização de 42,3%, passando de R\$ 3,50 para R\$ 4,98. As negociações realizadas deram indícios de possível manipulação de preços ou uso de informações privilegiadas. No entanto, após a análise das provas apresentadas, concluiu-se que não houve acesso a informações relevantes e que Jaime Augusto da Cunha Rebelo agiu sem a intenção de manipular os preços.

Tabela 2 – Julgamento de *Insider trading*, ano 2020

Nº	Ano	Envolvidos	Acusado	Detalhamento do caso	Decisão	Nível de GC
----	-----	------------	---------	----------------------	---------	-------------

1	03/03/2020	Fundação Assistencial e Previdenciária da Emater/PR – Fapa	41 Acusados	Originou-se com o objetivo de apurar eventual responsabilidade por suposta prática não equitativa por parte dos 41 envolvidos e investigados do caso. A acusação afirma a existência de um esquema fraudulento, do qual ocorreria alteração no processamento e na especificação de ordens de operações realizadas com contratos futuros.	Aplicação de multa para 37 dos acusados; Absolvição das acusações para 4 acusados.	Não aplica
2	02/06/2020	Manipulação no preço de diversos ativos no mercado de valores mobiliários – <i>Layering</i>	Luís Eduardo Martins	Originou-se com o objetivo de apurar eventual responsabilidade, após Luis Eduardo Martins ser acusado de manipular os preços de diversos ativos no mercado de valores mobiliários, por meio da aplicação de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 04/03/2013 e 22/08/2017.	Aplicação de multa para o acusado.	Não aplica
3		Manipulação no preço de diversos ativos no mercado de valores mobiliários – <i>Layering</i>	Rafael Nassutti Papazian	Originou-se com o objetivo de apurar eventual responsabilidade, de Rafael Nassutti Papazian sobre as acusações de manipulação de preços de vários ativos no mercado de valores mobiliários, decorrente de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 04/04/2013 e 31/07/2017.	Aplicação de multa para o acusado.	Não aplica
4		Manipulação no preço de diversos ativos no mercado de valores mobiliários – <i>Layering</i>	Rodrigo Almeida Parreira	Originou-se com o objetivo de apurar eventual responsabilidade, de Rodrigo Almeida Parreira sobre as acusações de manipulação de preços de vários ativos no mercado de valores mobiliários, decorrente de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 01/08/2013 e 14/06/2017.	Aplicação de multa para o acusado.	Não aplica

5	02/06/2020	HRT Participações em Petróleo S.A.	Upright Technologies Inc.	Originou-se com o objetivo de apurar eventual responsabilidade da Upright Technologies Inc. sobre as acusações de manipulação de preços das ações de emissão da HRT Participações em Petróleo S.A. em 10/05/2013.	Aplicação de multa para o acusado.	Novo Mercado
6	16/06/2020	Cia. Hering	Carlos Tavares D'Amaral	Originou-se com o objetivo de apurar eventual infração ao art. 155 da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, devido a venda de ações ordinárias (HGTX3) de emissão da Companhia com acesso à informação relevante não divulgada ao mercado.	Absolvição das acusações.	Novo Mercado

Fonte: Elaboração própria, 2024.

Conforme Tabela 2, o primeiro caso analisado envolveu a Fundação Assistencial e Previdenciária da Emater/PR – Fapa sendo caracterizado como uma entidade do terceiro setor, a mesma não tem ações negociadas na B3, mas devido a ocorrência do crime de *insider trading*, o caso se mostrou indispensável para a pesquisa, visto que trata-se de entidade pertencente ao Sistema Financeiro Nacional. Desta forma, o caso envolve 41 acusados de esquema fraudulento, do qual ocorreria alteração no processamento e na especificação de ordens de operações realizadas com contratos futuros. Assim, identificou-se que entre o período de junho de 2001 a junho de 2006, a Fapa incorreu em perdas de R\$14.706.480,00 em ajustes do dia, como também foi identificado outros ajustes negativos da Fapa no decorrer do processo. Por fim, na data de 03/03/2020, a CVM decidiu por unanimidade de votos pela aplicação de multas milionárias para 37 dos acusados e pela absolvição de apenas 4 envolvidos no processo (CVM, 2020).

O segundo caso refere-se a um processo movido contra Luis Eduardo Martins, acusado de praticar *layering*, ato que se caracteriza pela implantação de várias ofertas de preços maiores que a última oferta registrada, sem o propósito de fechar negócio, mas sim com o intuito superfaturar o valor dos ativos e acabar atraindo outros compradores com ofertas maiores para executar os negócios. Diante disso, Luís Eduardo teria obtido vantagem ilícita no valor de R\$ 617.916,00, após realizar operações por intermediários no período verificado e, portanto, a CVM determinou por unanimidade de votos na aplicação da multa no valor de R\$ 450.000,00 para Luís Eduardo Martins por infração à instrução CVM nº 08/1979 (CVM, 2020).

O terceiro caso da Tabela 2, o processo foi motivado em face das supostas ofertas artificiais realizadas no livro de negociações entre os períodos de 04/04/2013 a 31/07/2017 por Rafael Nassutti Papazian, que por sua vez, obteve vantagem ilícita no valor de R\$ 748.525,94 através de vários intermediários. A prática indevida adotada pelo acusado, consistia em realizar várias ofertas maiores do que as últimas registradas no livro, sem a intenção, criando assim uma falsa liquidez e motivando outros investidores, a realizarem compras desses ativos a preço superfaturado. Isto posto, devido a vantagem ilícita obtida

pelo acusado e dado o prejuízo causado para o mercado de valores mobiliários, a CMV concluiu por unanimidade de votos a aplicação da penalidade de multa no valor de R\$ 450.000,00 para Rafael Nassutti Papazian pela devida infração cometida (CVM, 2020).

O quarto caso analisado na Tabela 2, foi um processo arquitetado contra Rodrigo Parreira por suposta prática de *layering*, após realizar diversas ofertas sem ter a real intenção de adquirir as ações, mas sim com o objetivo de superfaturar o preço do ativo, afim de atrair e manipular novos participantes para realizarem melhores ofertas, para superar a oferta realizada por um de seus intermediários, assim se beneficiando com a variação artificial dos preços. Desse modo, concluíram que Rodrigo Parreira realizou várias operações no período em questão e essa prática indevida teria criado uma falsa pressão compradora ou vendedora, ocasionado assim em um benefício ilícito de R\$1.550.000,00. Portanto, a CVM decretou por unanimidade de votos pela aplicação de multa no valor de R\$ 450.000,00 para Rodrigo Parreira por ter cometido crime contra o mercado (CVM, 2020).

No quinto caso da Tabela 2, o processo ocorreu em razão da empresa Upright Technologies Inc, que na data da devida infração, fazia parte do Novo Mercado. O intuito do processo foi de investigar supostas operações realizadas pela empresa na prática *layering*, após realizar diversas ofertas para manipular os preços de ações de emissão da HRT Participações em Petróleo S.A, o que lhe resultou em um benefício econômico no valor de R\$113.862,00. Diante do benefício ilícito obtido pelo acusado, em razão do prejuízo de outros investidores, a CVM chegou à conclusão por unanimidade de votos pela aplicação da penalidade de multa no valor de R\$246.615,60, valor equivalente a uma vez e meia o benefício obtido decorrente da infração cometida.

O sexto e último caso da Tabela 2, o processo envolveu a Cia. Hering, empresa caracterizada no nível Novo Mercado, sendo investigada pelas negociações realizadas com ações ordinárias da HGTX3 por Carlos Tavares, diretor administrativo da Cia. Hering, com suposta utilização de informação privilegiada, não divulgada ao mercado. Contudo, após a defesa apresentar provas que possivelmente justificassem a venda das ações, concluíram pela não responsabilização de Carlos Tavares na referida investigação. Por fim, na data de 16/06/2020, a CVM decidiu por unanimidade de votos em absorver Carlos Tavares D`Amaral das acusações de infração ao art. 155, da Lei nº 6.404/76 (CVM, 2020).

Tabela 3 – Julgamento de *Insider trading*, ano 2023

Nº	Ano	Envolvidos	Acusado	Detalhamento do caso	Decisão	Nível de GC
1	21/03/2023	Embraer S.A.	Paulo Cesar de Souza e Silva	Originou-se com o objetivo de apurar suposta utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, em alienação de ações ordinárias (EMBR3) de emissão da Companhia, por parte de Paulo Cesar de Souza Silva, sendo ele o diretor presidente da Embraer S.A no ano em questão.	Absolvição das acusações.	Novo Mercado

2	11/04/2023	Petro Rio S.A	Nelson Sequeiros Rodriguez; Blener Braga Cardoso; Nelson de Queiroz.	Originou-se após várias reclamações de investidores com relação à emissão privada de debêntures conversíveis em ações realizadas pela Petro Rio S.A, em eventos societários com supostas irregularidades relacionadas a investimentos por parte da Petro Rio, em ações de emissão da Oi S.A, que se encontrava em Recuperação Judicial.	Aplicação de multa para os envolvidos.	Novo Mercado
---	------------	---------------	--	---	--	--------------

Fonte: Elaboração própria, 2024

Conforme Tabela 3, o primeiro caso envolve uma empresa do Novo Mercado, a Embraer S.A. e o seu então diretor presidente, Paulo Cesar de Souza e Silva por suposta utilização de informações relevantes ainda não divulgada ao mercado, em alienação de ações ordinárias (EMBR3) de emissão da Companhia. Após avaliar as provas obtidas no decorrer do processo, concluíram impossibilidade de comprovação do uso de informações privilegiadas no período investigado, logo a CVM deliberou por unanimidade de votos por absorver as acusações contra Paulo Cesar de Souza e Silva em relação à infração ao art. 155 da Lei nº 6.404/76.

Na Tabela 3, o caso seguinte envolveu outra empresa do Novo Mercado, Petro Rio S.A., com o objetivo de investigar supostas infrações cometidas aos arts 10 e 12 da Instrução CVM nº 358/2002 e ao art. 116, da lei nº 6.404/1976 por parte de Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure, Blener Braga Cardoso Mayhew e Nelson de Queiroz Sequeiros Tanure, no ano de 2014. Visto os fatos e provas colhidas no decorrer do processo, a CVM decidiu por aplicação da multa de R\$ 500.000,00 para Nelson Sequeiros pela infração ao art. 12 da instrução CVM 358/2002. Também deliberou pela aplicação da multa de R\$ 500.000,00 para Nelson Tanure por ao deixar de comunicar ao DRI da Petro Rio S.A. a aquisição do controle acionário da Companhia, para fins de divulgação de fato relevante, bem como, aplicação de multa no valor de R\$ 300.000,00 para Blener Braga Cardoso Mayhew, por divulgar o Formulário de Referência com informações incompletas.

Quadro 1: Resumo dos casos de *Insider trading* e os níveis diferenciados de GC das empresas envolvidas no período de 2019 a 2023

Ano do Julgamento	Nº de empresa	Nº de processos	Nº de envolvidos	Nível de Governança	Decisão
2019	5	4	5	Novo Mercado	Aplicação de Multas para os envolvidos; e Inabilitação temporária.
				Novo Mercado	Absolvição das acusações; e Aplicação da pena de advertência
				Novo Mercado	Absolvição das acusações;
				Não se aplica	Absolvição das acusações.
				Não se aplica	Aplicação de Multas para os envolvidos; e Absolvição das acusações.
				Não se aplica	Aplicação de multa para o(s) envolvido(s).

2020	3	6	46	Não se aplica	Aplicação de multa para o(s) envolvido(s)
				Não se aplica	Aplicação de multa para o(s) envolvido(s)
				Novo Mercado	Aplicação de multa para o(s) envolvido(s)
				Novo Mercado	Absolvição das acusações;
2023	2	2	4	Novo Mercado	Absolvição das acusações
				Novo Mercado	Aplicação de Multas para os envolvidos

Fonte: Elaboração própria, 2024

Conforme apresentado no Quadro 1, no ano de 2019 foram analisados um total de 4 processos, envolvendo 5 acusados e 5 empresas, dos quais três companhias estavam classificadas no nível "Novo Mercado", que é um segmento com exigências mais rigorosas de governança corporativa. Quanto às decisões da CVM, as penalidades impostas aos envolvidos incluíram a aplicação de multas, pena de advertência, inabilitação temporária e absolvição das acusações.

Verificou-se que no ano de 2020, houve um total de 6 processos, 46 acusados e 3 empresas envolvidas. Contudo, 4 dos processos analisados não se aplicavam níveis de governança por se tratar de envolvimento por pessoa física, ademais os processos que envolveram a prática conhecida por *layering*, que pode ser relacionada ao problema de pesquisa devido a relação entre a manipulação de preço e a informação relevante de que os preços são artificiais. Em contrapartida, os outros 2 processos envolveram empresas do Novo Mercado e após concluído o julgamento a CVM deliberou em condenar um dos casos, o da companhia HRT Participações em Petróleo S.A com multas e advertências, ou seja, por crimes cíveis. No outro caso, a companhia Hering, os acusados foram absorvidos pela CVM. Nos anos de 2021 e 2022, não foram encontrados registros disponíveis no dia 28/09/2024, data essa que marcou o dia exato da coleta de dados realizada no *website* da CVM, sobre julgamentos envolvendo casos de *insider trading*.

Por outro lado, no ano de 2023 foram analisados 2 processos, 4 acusados e 2 empresas, sendo ambas do nível Novo Mercado, após os processos serem devidamente concluídos, a CVM decidiu pelas seguintes penalidades aos envolvidos: aplicação de multa e absolvição das acusações. Observa-se que os casos envolvendo empresas de capital aberto no presente estudo, são enquadradas nos níveis diferenciados de governança, mais precisamente do “Novo Mercado”, o que chama atenção pois, trata-se do nível mais elevado de práticas de governança. Os achados divergem do estudo de Oliveira e Monte-Mor (2020), visto que verificaram que as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 apresentam menor probabilidade de violarem os *covenants* financeiros do que as demais companhias não listadas nos respectivos níveis, entretanto, ressalta-se que o estudo de Oliveira e Monte-Mor (2020), não trata especificamente de crime de *insider trading*.

Dessa forma, observa-se que, no Brasil, os níveis diferenciados de governança corporativa podem não ser suficientes para mitigar os crimes relacionados a conflitos de interesse, como o *insider trading*. Ressalta-se que, embora os casos analisados estejam limitados ao período de 2019 a 2023, não se pode afirmar que essa realidade tenha se alterado desde então, dado que tal evolução não foi contemplada no escopo desta pesquisa.

Além disso, os resultados obtidos corroboram as afirmações de Oliveira (2017), que, em sua análise, destacou a relevância dos níveis de governança corporativa para o mercado de capitais. No entanto, segundo Oliveira (2017), devido à semelhança na estrutura regulamentar entre os diferentes níveis, a influência desses mecanismos sobre a aplicação de penalidades aos gestores envolvidos em práticas de *insider trading* se mostra limitada.

Ressalta-se que as penalidades aplicadas foram na esfera administrativa, visto que, os casos aconteceram anteriormente a sanção da lei Lei 13.506/17, no qual a prática de *insider trading* passa abranger a esfera civil e criminal, não podendo retroagir para os casos analisados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi analisar os casos de *insider trading* julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no período de 2019 a 2023, identificando os diferentes níveis de Governança Corporativa das empresas envolvidas. Para tanto, foi realizada uma pesquisa qualitativa com abordagem descritiva, por meio de uma análise conteúdo dos processos que envolveram suspeitas de *insider trading* nas companhias.

Os resultados encontrados para o ano de 2019 indicam que foram julgados um total de 4 processos, envolvendo 4 empresas classificadas no nível de governança corporativa denominado "Novo Mercado". As empresas envolvidas foram: OSX Brasil S.A., OGX Petróleo e Gás, Invest Tur Brasil e MMX Mineração e Metálicos S.A. No caso da OSX Brasil S.A. e OGX Petróleo e Gás, os acusados foram penalizados com inabilitação temporária e multa pecuniária. No caso da Invest Tur Brasil, um dos envolvidos foi absolvido das acusações, enquanto o outro recebeu a pena de advertência. Por fim, a MMX Mineração e Metálicos S.A teve seu acusado absolvido pela CVM. Em 2020, houve um aumento no número de processos, totalizando 6 casos devidamente julgados. Desses, 2 envolveram empresas classificadas no segmento "Novo Mercado". Os processos em questão envolveram a HRT Participações em Petróleo S.A., que resultou na aplicação de multa ao acusado, e a Cia. Hering, na qual a CVM concluiu pela absolvição do acusado.

Em 2023 foram julgados 2 processos, ambos envolvendo empresas classificadas no nível "Novo Mercado", sendo elas a Petro Rio S.A e Embraer S.A. A CVM deliberou pela aplicação de multas no caso envolvendo a Petro Rio S.A e absolveu os acusados. Ademais observou-se que, dos 7 casos envolvendo companhias de capital aberto analisados, estavam classificadas nos níveis diferenciados de governança, especificamente no "Novo Mercado". Diante disso, infere-se que, apesar da adoção desses níveis elevados de governança corporativa, eles não se mostraram suficientes para inibir ou mitigar a prática do crime de *insider trading* no Brasil, no período temporal investigado.

A pesquisa apresentou algumas limitações, sendo a principal delas o fato de que foram analisados os processos julgados, não permitindo a inclusão de casos mais recentes, os quais ainda se encontram em andamento. Diante disso, sugere-se que estudos futuros ampliem a análise para incluir casos em andamento, bem como investiguem as práticas de *insider trading* a partir da adoção da Lei 13.506/2017 e os diferentes níveis de governança corporativa. Esse aprofundamento contribuiria para o preenchimento das lacunas existentes na literatura sobre o tema e para o aprimoramento dos mecanismos de identificação desse tipo de crime.

REFERÊNCIAS

ALVARENGA, E. M. **Metodologia da investigação quantitativa e qualitativa: normas técnicas de apresentação de trabalhos científicos**. 2. ed. 2. reimpr. São Paulo: Hucitec, 2014.

AMARAL, Júlia Martins; FREITAS, João Cenamo Baldi de; ANDRADE, Victor Luiz Pereira de. Insider trading no Brasil: uma perspectiva a partir do caso JBS. **Revista de Estudos Jurídicos UNESP**, Franca, ano 26, n. 44, p. 127, jul./dez. 2022.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO – B3. **Sobre segmentos de listagem**. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/para-voce. Acesso em: 01 set. 2024.

BRASIL. **Lei n.º 13.506**, de 13 de novembro de 2017. Institui a contribuição devida pelas companhias abertas para o Fundo de Garantia de Mercado de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 13 nov. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm . Acesso em: 6 ago. 2024.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm. Acesso em: 22 abr. 2024.

BRASIL. **Lei n.º 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Diário Oficial da União, Brasília, 7 dez. 1976. Art. 27-D. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm . Acesso em: 08 set. 2024.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm Acesso em: 25 abr. 2024.

BUENO, G; NASCIMENTO, K.; LANA, J.; GAMA, M. A. B.; MARCON, R. Mecanismos Externos de Governança Corporativa no Brasil. **Contabilidade Gestão e Governança**, Brasília-DF, v. 21, n. 1, p. 120–141, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS -CVM. **Processo Sancionador**. 2024. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/index.html>. Acesso em: 6 jul. 2024.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2008.

GOMES, Ives Nahama ; ANDRADE, Mariana Dionísio. Quais os meios de prova no crime insider trading nos Estados Unidos da América? A Metodologia de Análise de Decisões



aplicada na busca de respostas. Porto Alegre: **Revista Brasileira de Direito Processual Penal**, 2023. 398-425 p. v. 9.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

LAVI, Éverton R.; SILVA, L. M.; LERNER, A. F. Práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas do agronegócio listadas na B3. Ágora: **Revista de divulgação científica**, [S. l.], v. 29, p. 101–123, 2024.

LIMA, Rafaela Montanari Aguiar Rey. **O insider trading (uso de informações privilegiadas) no mercado de capitais: o entendimento e posicionamento do direito brasileiro e o impacto na bolsa de valores, pela análise de casos**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Centro Universitário de Brasília, Brasília, DF, 2022.

MARTINS AMARAL, J.; CENAMO BALDI DE FREITAS, J.; ANDRADE, V. L. P. de. INSIDER TRADING NO BRASIL: Uma Perspectiva A Partir Do Caso JBS. **Revista de Estudos Jurídicos da UNESP**, Franca, v. 26, n. 44, 2023.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. Preço Da Ação, Disclosure E Assimetria De Informação: O Caso OGX. **Revista Universo Contábil**, [S. l.], v. 12, n. 1, p. 06–24, 2016.

MELO, Leonardo Freire. **“Insider trading” no Brasil: uma análise dos julgamentos administrativo e penal e suas repercussões em controladores, administradores, acionistas e externos**. Profa. Amanda Athayde. Brasília: IDP, 2017. 53 f. Monografia (Graduação em Direito). Instituto Brasiliense de Direito Público. 2017.

MENDONÇA, Flávia F. P.; MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo R. S. **Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís**. 6. ed. Maringá: **Revista de Administração Contemporânea**, 2019. 765-785 p. v. 23.

MEYER, Maurício Freire de Carvalho. **Os aspectos penais e econômicos do insider trading no Brasil**. 5. ed. 2023. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, 2023.

NASCIMENTO, Josué Anjos; CAVALCANTE, Thiago Gomes Feitoza; NASCIMENTO, Adriano Willian do; CORREA, Emiel Toro. **A influência dos níveis de governança corporativa da B3 para mitigar o Insider Trading**, 2021. Artigo (Graduação em Ciências Contábeis) - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, 2021.

OLIVEIRA, Felipe Gaspar. **Insider trading: o comportamento da CVM e a governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. 2017. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Porto Alegre, 2017.



OLIVEIRA, W. da C.; MONTE-MOR, D. S. (2020). Níveis diferenciados de governança corporativa e a probabilidade de violação dos covenants financeiros. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 2020.

PIRES, Clênia De Oliveira; MACAGNAN, Clea Beatriz. Governança corporativa e assimetria de informação: uma revisão desta relação. 4. ed. Aquidabã: **Revista Brasileira de Administração Científica**, v. 4, 2013.

ROCHA, Luis Eduardo Silveira. **A recorrência do Insider trading nos negócios de fusão e aquisição**. 2020. 31 f. Artigo (Escola de Direito e Relações Internacionais) - Universidade Católica de Goiás. Goiânia, 2020.

RODRIGUES, Sara Vieira. **Informação privilegiada e a responsabilidade dos gerentes e administradores**. 2019. 73 f. Dissertação (Mestrado em Direito das Empresas) - Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa. 2019.

SANTOS, Andressa Ruth Sousa; FAÇANHA, Magali Carvalho; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho De; LUCA, Márcia Martins Mendes. Mecanismos Externos de Governança Corporativa e o Gerenciamento de Resultados por meio de Atividades Operacionais Reais: Uma Análise no Mercado Brasileiro. **International Conference on Accounting - Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**. 2018.

SMANIOTTO, C. C.; FURLANETO NETO, M. Análise normativa do crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading) no Brasil. **Research, Society and Development**, [S. l.], v. 11, n. 10, 2022.

TAVARES, V. B; PENEDO, A. S. T. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas – uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Contabilidade Gestão e Governança**, Brasília-DF, v. 21, n. 1, p. 40–62, 2018.

VENTURA, Ana Flávia Albuquerque. **Determinantes da governança corporativa que mitigam os indícios do insider trading oportunista**. Orientador: Roberto Frota Decourt. 2023. 92 f. Tese (Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do rio do Sinos, Porto Alegre, 2023.