

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE – UFCG
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS – CCJS
UNIDADE ACADÊMICA DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – UACC
CURSO DE BACHAREL EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

LUCAS VIEIRA PEREIRA DE ALENCAR

**ANÁLISE DO GRAU DE PENALIDADE SOBRE O *INSIDER TRADING* ILEGAL EM
COMPARAÇÃO AO IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS**

SOUSA-PB

2018

LUCAS VIEIRA PEREIRA DE ALENCAR

**ANÁLISE DO GRAU DE PENALIDADE SOBRE O *INSIDER TRADING* ILEGAL EM
COMPARAÇÃO AO IMPACTO NO MERCADO DE CAPITALIS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Campina Grande, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Profa. Ma. Ana Flávia Albuquerque Ventura.

SOUSA-PB

2018

DECLARAÇÃO DE AUTENTICIDADE

Por este termo, eu, abaixo assinado, assumo a responsabilidade de autoria do conteúdo do referido Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado: “**ANÁLISE DO GRAU DE PENALIDADE SOBRE O *INSIDER TRADING* ILEGAL EM COMPARAÇÃO AO IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS**”, estando ciente das sanções legais previstas referentes ao plágio. Portanto, ficam, a instituição, o orientador e os demais membros da banca examinadora isentos de qualquer ação negligente da minha parte, pela veracidade e originalidade desta obra.

Sousa/PB, ____ de _____ 2018.

Lucas Vieira Pereira de Alencar

LUCAS VIEIRA PEREIRA DE ALENCAR

**ANÁLISE DO GRAU DE PENALIDADE SOBRE O *INSIDER TRADING* ILEGAL EM
COMPARAÇÃO AO IMPACTO NO MERCADODE CAPITAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso de Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade Federal de Campina Grande, como
requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Contábeis.

Sousa, ___/___/___

BANCA EXAMINADORA

Profa. Ma. Ana Flávia Albuquerque Ventura.(Orientadora)
Universidade Federal de Campina Grande – UFCG

(Membro da banca examinadora)
Universidade Federal de Campina Grande – UFCG

(Membro da banca examinadora)
Universidade Federal de Campina Grande - UFCG

DEDICATÓRIA

A meus pais Roberval e Lúcia.
A toda minha família pelo apoio
constante.

AGRADECIMENTOS

O primeiro e principal agradecimento vai ao Grande Arquiteto do Universo, nosso pai celestial, sou grato pelo dom da vida, por ter saúde, sabedoria e competência para concluir esse trabalho.

À minha família, meus pais Antonio Roberval e Lúcia de Fátima, que me educaram da melhor maneira possível, sendo os meus exemplos máximos, me ensinando o verdadeiro significado das palavras amor e carinho.

Aos meus irmãos, Jose Alencar, por tanto me inspirar e motivar durante o curso e Susana (in memoriam) que mesmo não presente fisicamente, pôde me motivar bastante e a saudade é imensurável.

Aos meus tios, que contribuíram de todas as formas significativas e possíveis para a realização desse objetivo.

A professora. Ma. Ana Flávia Albuquerque Ventura pela orientação clara e objetiva, tornando este trabalho viável e possível, acima de tudo obrigado pela atenção, tempo e compreensão disponibilizados para a realização deste trabalho, se tornando uma grande amiga.

Aos professores e funcionários do Curso de graduação em Ciências Contábeis, por inspirarem e contribuírem para o meu crescimento como pessoa e profissional.

Aos professores membros da banca examinadora, por acrescentarem de forma relevante na defesa desta monografia, além das importantes recomendações dadas para o aperfeiçoamento do resultado final.

Aos queridos amigos e conluíntes que fiz durante esta graduação, por estarem comigo durante todos os momentos especiais, os tornando mais leves e divertidos.

A minha namorada, Mariana Xavier, por me inspirar e me incentivar durante vários momentos, obrigado pelo amor, carinho e compreensão para que este trabalho fosse concluído.

Aos meus irmãos do Capítulo João Bosco Marques de Souza, Nº509, Sousa –PB, por tantas outras espalhadas pelo mundo, mas que fazem parte da minha vida, pela fidelidade, companheirismo, desenvolvimento espiritual, moral e filantrópico.

Que tenhamos paciência para continuar, fé no amor e a recompensa da sabedoria.

Pois a natureza não nos faz crescer apenas em forças e tamanho. À medida que este templo se amplia, aumenta dentro dele o espaço reservado para a alma e a para a inteligência.

(William Shakespeare)

RESUMO

O ato ilegal do *insider trading* ganhou bastante destaque no âmbito corporativo nos últimos 15 anos, devido aos impactos no mercado de capital envolvendo assimetria informacional. A maior influência para essa prática é o conflito de interesses entre os acionistas e os gestores, em que eles buscam apropriar-se de informações privilegiadas em benefício pessoal. Com o propósito de diminuir a quantidade de usuários que tenham acesso às informações especiais, a Governança Corporativa e as normativas impostas pela CVM no Brasil e pela SEC nos Estados Unidos, apresentam o papel de regradar e penalizar esses atos. O objetivo desta pesquisa é analisar o grau de penalidade sobre o *insider trading* ilegal em comparação ao impacto no mercado de capitais, no período entre 2002 a 2017, e assim relacionar essas variáveis entre si, tanto em amostras pareadas, quanto em independentes, considerando a realização do levantamento de dados sobre as principais ocorrências de *insider trading* no mercado de capitais. A pesquisa enquadra-se como um estudo exploratório, descritivo e quantitativo. No universo da análise constam doze casos envolvendo o *insider trading* ilegal, sendo seis no Brasil e seis nos Estados Unidos, todos eles divulgados em vários meios de comunicação. Os resultados da pesquisa apontaram, através da análise descritiva dos dados e por meio do teste de *Wilcoxon*, para as Hipóteses 1 e 2, que quanto maior for o grau de penalidade existente em ambos os países para cada caso, menor será o impacto no mercado. No entanto, para as Hipóteses 3 e 4, foi utilizado o teste *Mann-Whitney* o qual concluiu que não há diferença estatística do grau de penalidade entre o Brasil e os Estados Unidos e também não há diferença estatística do impacto no mercado entre o Brasil e os Estados Unidos. A pesquisa enriqueceu o conteúdo sobre o tema, tanto no âmbito acadêmico, quanto no profissional, pois até o momento são poucas as pesquisas que abordam essa temática. Como sugestão para futuras pesquisas, recomenda-se aumentar a quantidade de casos investigados ou outro critério diferenciador, como o período e a quantidade de países.

Palavras-chave: *Insider Trading*; Governança Corporativa; Mercado de Capitais; Assimetria Informacional.

ABSTRACT

The illegal act of insider trading has gained considerable prominence in the corporate sphere in the last 15 years, due to the impacts on the capital market involving informational asymmetry. The greatest influence for this practice is the conflict of interests between shareholders and managers, in which they seek to take advantage of privileged information for personal benefit. In order to reduce the number of users who have access to special information, Corporate Governance and the regulations imposed by the CVM in Brazil and the SEC in the United States have the role of regulating and penalizing these acts. The objective of this research is to analyze the degree of penalties on illegal insider trading in comparison to the impact on the capital market, between 2002 and 2017, and to relate these variables to each other, in paired and independent samples, considering the conducting the survey of data on the main occurrences of insider trading in the capital market. The research fits as an exploratory, descriptive and quantitative study. In the universe of analysis there are twelve cases involving illegal insider trading, six in Brazil and six in the United States, all of which are reported in various media. The results of the research pointed out, through the descriptive analysis of the data and through the Wilcoxon test, for Hypotheses 1 and 2, that the greater the degree of penalty in both countries for each case, the lower the impact on the market . However, for Hypotheses 3 and 4, the Mann-Whitney test was used, which concluded that there is no statistical difference in the degree of penalty between Brazil and the United States and there is also no statistical difference in the market impact between Brazil and the United States. The research enriched the content on the subject, in the academic as well as in the professional scope, because until the moment there are few researches that approach this theme. As a suggestion for future research, it is recommended to increase the number of cases investigated or another differentiating criterion, such as the period and the number of countries.

Keywords: Insider Trading; Corporate Governance; Informational Asymmetry; Capital Market.

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 - Descrição das variáveis: Grau de penalidade e Impacto no mercado.....	31
Tabela 02 - Detalhamento sobre os casos investigados de <i>insider trading</i> no Brasil	54
Tabela 03 - Detalhamento sobre os investigados de insider trading nos Estados Unidos.	56
Tabela 04 - Análise descritiva sobre o grau penalidade no Brasil.	57
Tabela 05 - Análise descritiva sobre o impacto no mercado no Brasil.	58
Tabela 06 - Análise descritiva sobre o grau de penalidade americano.	58
Tabela 07 - Análise descritiva sobre o impacto no mercado americano.....	59
Tabela 08 - Testes de hipóteses sobre a relação entreo Graup e o lmerc no Brasil e nos Estados Unidos.	59
Tabela 09 - Testes de hipóteses sobre a relação entre o Graup e o lmerc no Brasil vs Estados Unidos.....	60

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA E PROBLEMÁTICA	12
1.2 OBJETIVOS	13
1.2.1 GERAL	13
1.2.2 ESPECÍFICOS.....	14
1.3 JUSTIFICATIVA	14
2 REFERÊNCIAL TEÓRICO	16
2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO.....	17
2.2 TEORIA DA AGÊNCIA.....	19
2.2.3 ASSIMETRIA INFORMACIONAL	20
2.3 NORMATIVAS DA CVM E SEC	21
2.3.1 REGULAÇÃO NO BRASIL - CVM.....	21
2.3.2 REGULAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS - SEC	24
2.4 ESTUDOS CORRELATOS	26
3 METODOLOGIA	31
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	33
4.1 CASOS INVESTIGADOS NO BRASIL	33
4.2 CASOS INVESTIGADOS NOS EUA	46
4.3 ANÁLISE DESCRITIVA.....	54
4.4 ANÁLISE QUANTITATIVA	59
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

1 INTRODUÇÃO

1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA E PROBLEMÁTICA

A Governança Corporativa torna-se cada vez mais importante no mercado de capitais, sabendo que uma quantidade considerável de empresas se adéqua às boas práticas de governança, aperfeiçoando a capacidade da organização em seus negócios.

No entanto, considerando a presença predominante da incerteza nos processos decisórios das empresas, no comportamento dos indivíduos e nas transações no mercado, alguns agentes econômicos dispõem de informações mais significativas do que outros e as utilizam para maximizar sua própria utilidade, acarretando na falha ou anomalia de mercado conhecida por assimetria informacional (DA CRUZ, 2016).

No momento em que um usuário da informação se beneficia com objetivo apenas pessoal por utilizar uma informação privilegiada, caracteriza um ato ilegal, mais conhecido como *insider trading*, que de acordo com Parente (1975), é qualquer operação realizada por um *insider* com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio, pessoal. O *insider* é o usuário da informação que está relacionado a determinada empresa e têm acesso às informações relevantes relacionadas ao atual cenário financeiro e econômico da empresa.

Diante dessas ações, o mercado de capitais se viu obrigado a criar mudanças que pudessem previamente solucionar tais questões, assim, surgindo a governança corporativa e seus níveis diferenciados (Nível I, Nível II e Novo Mercado), onde cada nível se adéqua ao tamanho da entidade, exigindo uma divulgação mais próxima da realidade e verdadeira das informações contábeis e administrativas. O atual momento no âmbito do mercado corporativo é um reflexo dos resultados causados com a criação da lei SOX em 30 de julho de 2002 por iniciativa do senador Paul Sarbanes (Democrata) e do deputado Michael Oxley (Republicano).

A Lei SOX (*Sarbanes-Oxley*) nos Estados Unidos teve como objetivo principal, reduzir os riscos nos negócios e zelar pela transparência da gestão, protegendo os investidores e demais *stakeholders* da insegurança e perda de confiança em relação às escriturações contábeis e aos princípios de governança nas empresas, que foi uma conseqüência das fraudes e escândalos contábeis, na época que atingiram grandes corporações nos Estados Unidos, como: Enron, Arthur Andersen, WorldCom, Xerox etc.

A referida lei auxilia as empresas, com mecanismos de auditoria e segurança confiáveis, definindo regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações, evitando a ocorrência de fraudes e criando meios de identificá-las quando ocorrem.

A assimetria informacional na maioria dos escândalos obteve bastante destaque, caracterizando o *insider trading* ilegal, o qual influi de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores. O que contribuiu para que hoje o cenário corporativo tivesse menos casos de *insider trading* (GIRÃO, MARTINS e PAULO, 2015).

A contabilidade é uma das ferramentas mais poderosas para o auxílio das empresas em busca de uma melhoria na qualidade das informações evidenciadas. Assim, à luz da interpretação positiva da contabilidade, o papel da regulamentação, a escolha de determinado método contábil, a relevância e a qualidade da informação divulgada, passam a ser estudados pela ciência contábil, evidenciando o papel da contabilidade na diminuição de conflitos entre agentes e usuários da informação (SALOTTI;YAMAMOTO, 2005).

Considerando que o objetivo principal da contabilidade é fornecer referências relevantes para os usuários da informação e assim influenciar de modo estimável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores (PARENTE, 1975).

Mediante o conhecimento dessas informações, surgiram alguns questionamentos com relação à investigação sobre o grau de penalidade e o impacto no mercado de capitais referente ao *insider trading* ilegal existente no Brasil em comparação aos Estados Unidos. Dessa forma, esta pesquisa propõe, como problemática: **Como analisar o grau de penalidade sobre o *insider trading* ilegal em comparação ao impacto no mercado de capitais?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 OBJETIVO GERAL

Analisar o grau de penalidade sobre o *insider trading* ilegal em comparação ao impacto no mercado de capitais.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Realizar um levantamento das principais ocorrências de *insider trading* no Brasil e nos Estados Unidos;
- Comparar o impacto no mercado de capitais existente no Brasil referente ao *insider trading* ilegal, com o dos Estados Unidos;
- Comparar o grau de penalidade existente no Brasil referente ao *insider trading* ilegal, com o dos Estados Unidos.

1.3 JUSTIFICATIVA

Motivado pelos recentes acontecimentos no Brasil envolvendo *insider trading* ilegal, a pesquisa está caracterizada por ter um tema bastante atual e relevante, tanto no mercado de ações quanto no âmbito acadêmico. Apesar de não concordarem com o ato ilegal do *insider trading*, os autores Girão, Martins e Paulo (2015), afirmam que as negociações dos *insiders* são relevantes para as decisões de investimentos, e, ainda, que a tempestividade dessas informações também exerce intervenção em tais decisões, sendo as negociações excepcionais aquelas que têm maior influência nas decisões de investimentos em ativos de risco pelos respondentes.

Diante das informações do trabalho de pesquisa de Martins e Paulo (2014), que buscou investigar as relações existentes entre a assimetria de informação na negociação de ações, as características econômico-financeiras e a governança corporativa das empresas abertas no mercado acionário brasileiro nos anos de 2010 e 2011.

Os resultados principais demonstraram que a assimetria informacional na negociação das ações esteve associada de forma positiva com o risco, o retorno e a liquidez das ações, além do custo de capital próprio e o tamanho das firmas. As justificativas para esses resultados podem estar conectadas aos aspectos particulares do mercado brasileiro. No caso do retorno anormal, a desaceleração do Índice Bovespa (Ibovespa) ou o reflexo do retorno médio para os negociadores sem informação privilegiada no período.

Recentemente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão que regula o mercado de capitais, divulgou que a companhia JBS foi alvo de rumores no mercado de ter usado a divulgação da delação premiada de um dos seus donos. De acordo com a CVM, os processos procuram desvendar se houve uso de informação privilegiada para negociação (*insider trading*) de ações e dólar no mercado futuro, a

JBS teria comprado uma excessiva quantia de dólares antes da moeda valorizar-se posterior às delações. A valorização teria sido suficiente para cobrir o valor da multa imposta à empresa pelo envolvimento no esquema de corrupção. A CVM teria sido notificada que o total comprado na véspera da comunicação da delação seria superior a R\$1.000.000.000, segundo informações do jornal Valor Econômico. Com a afirmação da importância dos *insiders* no mercado de capitais e motivado pelo recente escândalo corporativo da JBS no Brasil.

Apesar de considerar que o presente trabalho tem caráter inédito, de modo que existe uma complexidade em comparar com outras obras, há uma pesquisa que é semelhante, onde os autores Vasconcelos, Galdi e Monte-Mor (2015), buscaram investigar se existe relação entre o volume de transações de compra e venda de ações da companhia direcionadas por *insiders* e o valor de mercado e/ou rentabilidade das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

A relevância sobre o tema aumenta, pois o presente trabalho tem a finalidade de enriquecer as discussões em torno do assunto, justamente por ser um tema ainda pouco explorado, demonstrando um retorno significativo para o meio acadêmico, podendo ser primordial para que haja mais pesquisas, promovendo a expansão da temática com informações significativas.

Além disso, a pesquisa auxilia de forma importante o mercado de capitais, contribuindo para a análise nas investigações sobre o grau de penalidade existente em relação ao *insider trading* em um mercado de capitais de um país ainda emergente (Brasil) e um país consolidado economicamente (Estados Unidos), como a assimetria de informação existente na negociação de ações e sua associação com as características econômico-financeiras e a governança corporativa das firmas no mercado acionário em ambos os países.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O mercado de capitais é um mecanismo de distribuição de valores, cujo objetivo é prover a liquidez dos títulos que as empresas emitem, bem como promover a capitalização dos mesmos. Os principais organismos compostos pelo mercado de capitais são as bolsas de valores, as sociedades corretoras e as instituições financeiras autorizadas, em que a cada momento recebe informações importantes, mas não é sempre que são disponibilizadas de forma compreensível, assim dificultando o entendimento e fazendo com que exista uma barreira para investimentos (GOLLO, 2009).

O panorama brasileiro vem alterando, considerando que a administração das entidades está passando a ser exercida por profissionais externos a ela, ou seja, não mais por pessoas ligadas a fundação da mesma. Neste contexto, a separação da gestão, em que as decisões são auferidas pelo executivo contratado e não pelo acionista pode ocasionar conflitos de interesses, designados como problemas de agência. Assim, existirão os custos de agência, como ferramenta para diminuir esses conflitos (JENSEN;MECKLING, 1976).

A assimetria informacional entre controladores e usuários externos cria a procura para o *disclosure* corporativo (FRANCIS; NANDA; OLSON, 2008), que pode ser visto propriamente como o canal de transmissão das informações da empresa para o mercado (ZHANG, 2008). Baums (2002), afirmou que o disclosure tem uma função facilitadora: é realizado de maneira a auxiliar o processo decisório do usuário. Nota-se que, desde o escândalo da Enron nos Estados Unidos, o disclosure tem recebido ainda mais destaque (AKHTARUDDIN, 2005).

Nesse mesmo contexto, nota-se que a crise da subprime nos Estados Unidos também destacou questões acerca da correta divulgação das operações de securitização das empresas do setor financeiro. De acordo com Shin (2003), uma das políticas que vêm sendo utilizadas pelos órgãos reguladores nos momentos de crise e turbulência nos mercados internacionais é justamente o desenvolvimento do *disclosure* corporativo.

Muitas vezes essas informações são propositalmente postadas de forma incompreensível, com o propósito justificado a partir das divergências profissionais e interpessoais entre os acionistas, gestores e *stakeholders* em geral, os quais nem sempre vão ter em comum os mesmos objetivos, caracterizando o surgimento dos conflitos de interesses, refletindo os diferentes pensamentos e expectativas. A fim de auxiliar nessa deficiência, regulamentos constantemente aprimorados intensificam a necessidade de mais e melhores informações. No entanto, essa temática ganhou

destaque no âmbito acadêmico, várias pesquisas foram realizadas com o objetivo de analisar esses conflitos, assim, surgiu o conceito o qual foi introduzido nas literaturas contábeis.

A partir da revisão bibliográfica a respeito dos conceitos apresentados, foi possível demonstrar a interdependência entre a Teoria da Divulgação, Teoria da Agência, Assimetria Informacional, as normativas da CMV e da SEC, a Governança Corporativa e ao estudo sobre o mercado de capitais, evidenciando que se utilizados em conjunto, auxiliarão no entendimento sobre os resultados obtidos.

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

As pesquisas sobre divulgações têm geralmente por base a Teoria da Divulgação exibida por Varrecchia (2001), que procura esclarecer o fenômeno da divulgação voluntária de informações contábeis e financeiras que buscam determinar o efeito da divulgação das demonstrações contábeis no preço das ações. Esclarece também, quais os parâmetros econômicos para que seja estabelecida informação divulgada voluntariamente e quais os benefícios para gestores e usuários da informação e os custos incluídos no processo de divulgação voluntária.

O processo de divulgação voluntária autoriza inferir que quando os relatórios anuais realçam repetidamente os sucessos da empresa com redução de seus custos, de maneira que não são expostas as receitas, o que promove a divulgação é a discricionariedade do agente. Em conformidade ainda com a teoria, pode-se auferir que quando o usuário da informação obtém este conteúdo no Relatório da Administração, por exemplo, não é fundamental analisar a Demonstração do Resultado, pois ao desvanecer a redução de custos, o montante evidenciado seriam apenas indícios de baixo crescimento das receitas.

Este comportamento pressupõe que os investidores possuem expectativas racionais e sua reação ao silêncio de uma informação, seria interpretá-la como prejudicial. (VERRECCHIA, 2001). O autor, ainda, adiciona informações à economia da informação como à Teoria da Divulgação, pois relaciona a assimetria das informações com o processo de divulgação, assim, usada como teoria base para as pesquisas sobre a divulgação da informação contábil.

No desenvolvimento dessas ações, ele declarou que as informações financeiras são de caráter obrigatório para os gestores, onde eles podem gerenciar a divulgação de maneira equilibrada, coerente e aceitável conjunto de requisitos de divulgação obrigatória que atenda as necessidades em reter informações dos

investidores. Ele ainda afirmou que os gestores geralmente possuem informações sobre a empresa cuja divulgação *não é* obrigatória.

Contudo, o *disclosure* voluntário também acarreta custos para a empresa como, por exemplo: custos de preparação e certificação (auditoria) das demonstrações contábeis, custos de oportunidade do pessoal envolvido nesse trabalho (LEUZ; WYSOCKI, 2008), custos de propriedade (VERRECHIA, 2001) e, exclusivamente no Brasil, os custos de publicação das demonstrações contábeis no Diário Oficial do Estado, jornais e outros meios de comunicação.

Considerando uma realidade de racionalidade econômica e dado que existem benefícios e custos com o *disclosure* voluntário de informações, a Teoria da Divulgação fundamentada no Julgamento, também associada como a Teoria do Disclosure Voluntário, fornece a estrutura conceitual para analisar os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar informações de maneira voluntária (VERRECHIA, 2001). O argumento principal é de que o *disclosure* voluntário só ocorre quando há mais benefícios do que custos para os gestores e/ou as empresas (DYE, 2001).

O Papel da divulgação de informações no mercado está ligado à implantação de regulamentos acerca da divulgação da informação contábil, no momento em que o mercado exige mais e melhores informações ao mercado essa participação tem extrema importância. Seguindo o pensamento de Madsen (2009), o dispositivo de divulgação é tratado como um processo interativo, uma vez que o compartilhamento de informações gera o diálogo constante entre empresa e usuários, contribuindo na compreensão das partes interessadas e nas práticas empresariais.

Mais especificamente, essa teoria proporciona auxílio teóricos e analíticos para se analisar em que circunstâncias os gestores estariam dispostos a divulgar de maneira voluntária (ou não divulgar) determinadas informações (YAMAMOTO; SALOTTI; 2006). Nessa linha de pensamento, a evidenciação de informações voluntárias pode ser explanada por características da própria empresa, tais como porte, desempenho, práticas de governança corporativa, etc. (CUNHA; RIBEIRO, 2006).

A divulgação de informações pode limitar os custos de agência associados à expropriação de informações sobre a situação da firma, os custos de agência são os gastos decorrentes de conflitos de agência existentes numa organização. Nesse sentido, Cruz e Lima (2010) afirmam que o fornecimento do acesso público a informações financeiras de uma empresa com o objetivo de dar transparência a esses dados (*disclosure*), pode influenciar o comportamento dos usuários, pois afeta a percepção dos agentes econômicos em relação ao risco que a empresa oferece,

influenciando no processo de designação de recursos e estabelecimento dos preços dos títulos.

2.2 TEORIA DA AGÊNCIA

A extensão utilizada de capital próprio e capital de terceiros determina a estrutura de capital da empresa. Jensen e Meckling (1976), afirmam em sua pesquisa que a estrutura de capital ótima é auferida com a redução dos custos de falência. O endividamento ameniza e reduz o conflito de interesses entre gestores e acionista, os fluxos gerados pela atividade operacional terão de liquidar juros e amortização de dívida, os recursos livres estarão em quantidades inferiores para que os gestores de alguma forma sejam capazes de utilizar a título pessoal.

Os conflitos de interesses entre acionista e credores surgirão através da realocação dos ativos, por vezes os acionistas são incentivados a trocar os seus ativos por ativos mais competitivos que refletirão retornos superiores, mas que têm risco superior. Bem como geram um custo acrescido para os credores que terão de analisar se a empresa dispõe um histórico de bons projetos e de pagamento de dívidas. Teoria da agência coloca a hipótese de assimetria de informação entre os usuários envolvidos no mercado financeiro.

O *insider trading* exemplifica de forma eficiente os prejuízos causados por esses conflitos, sabendo que esses usuários das informações utilizarão informações privilegiadas em benefício próprio. Todavia, os danos afetam diretamente o mercado de capitais, assim, prejudicando os investidores em geral (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2015)

É importante ressaltar sobre a estrutura de capital da empresa, em relação à compra de recursos provenientes dos investidores. A estrutura de capital é o modo como a empresa auferir a combinação entre estes dois tipos de capitais. Assim, a empresa pode recorrer a capitais próprios e/ou capitais alheios, pelo que pode utilizar os dois tipos de fontes de financiamento ao mesmo tempo (JENSEN; MECKLING, 1976).

Deste modo, a proporção utilizada de capital próprio e capital alheio determina a estrutura de capital da empresa. A assimetria informacional pode prejudicar diretamente essa relação, caso os usuários utilizem essas informações em benefício próprio, em exemplo o *insider trading*. Mediante a discussão teórica sobre estrutura de capital das empresas tratando das teorias tradicionais que aglutinam o debate, bem como da teoria da agência, indicação e controle cujo desenvolvimento é mais atual.

O tema é interpelado mostrando a evolução da empresa, evidenciando onde se acolhe a questão da estrutura de capital. Também mostra os testes empíricos empregados na sustentação das teorias. A estrutura de capital demonstra como uma empresa se financia, através de capitais próprios ou capitais de terceiros. Nesse contexto, a empresa pode recorrer os dois tipos de fontes de financiamento em conjunto. (JENSEN; MECKLING, 1976)

O relacionamento entre os acionistas e a gestão de uma empresa é um exemplo excelente de uma relação de agência. A separação da propriedade e controle de empresa com os acionistas como diretores e da gestão como agentes dá início para o problema agente-principal, em razão de, os acionistas têm em delegar autoridade para tomada de decisão da empresa aos executivos, que, não absolutamente, dispõem interesses equivalentes aos acionistas. Dessa forma os proprietários desejam aumentar o retorno sobre o seu investimento na empresa, enquanto que os administradores desejam ser reconhecidos. melhorar em sua carreira e ter uma boa condição de vida (SHLEIFER; VISHNY, 1989).

A teoria da agência analisa os conflitos que surgem no interior das empresas motivado pela divergência de interesses dos diversos agentes. Ela consiste em dois tipos: os conflitos entre acionistas e gerentes, e entre acionistas e credores. Centra-se em torno de um agente (gestor) que é contratado para agir em nome do respectivo outro agente (acionista). Essa teoria tem a idealização de que quanto maior for a separação entre o acionista e o gestor maior também será o conflito de interesses.

A concentração de poder nos gestores ocasiona em atitudes os quais levam a agir em primeiro lugar em função dos seus interesses pessoais deixando para segundo plano os interesses dos acionistas, prejudicando os interesses da companhia (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

2.2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Quando em uma negociação, uma das partes envolvidas tem mais e/ou melhores informações do que a outra, caracterizando o fenômeno econômico definido como Assimetria Informacional, através dessa prática o usuário da informação privilegiada obtém vantagem competitiva na negociação. A estrutura contábil baseia-se no atendimento aos usuários da informação, sendo teoria e prática estabelecida na Contabilidade financeira e gerencial a partir do atendimento da demanda dos usuários externos e internos (HENDRIKSEN & VAN BREDA, 2014).

O fato de ser necessário apenas um número suficiente de investidores com acesso às informações é corroborado teoricamente por Grossman e Stiglitz (1980),

quando criaram um modelo denominado “equilíbrio do desequilíbrio”, que presume que, em um mercado onde existam investidores com acesso a informações privilegiadas, quanto mais eles negociam com base nessas informações, mais eficiente será o sistema de preços, pois eles transmitem “sinais” ao mercado.

Alguns elementos podem, todavia, se tornar barreiras para esse modelo, como a baixa liquidez de alguns ativos, a exemplo do que acontece no mercado brasileiro de capitais, o que impediria os investidores de terem acesso, por meio do sistema de preços (indiretamente), às informações ainda não divulgadas ao público (GIRÃO, MARTINS & PAULO, 2015).

Segundo Solomon&Solomom (2006), a gestão da divulgação de informações pode realizar potencial influência sobre o desempenho financeiro e produção de valor à empresa, definindo um relacionamento essencialmente ligado à transparência das práticas de gestão amparadas numa companhia. Todavia essas falhas no mercado ponderam esse amparo informacional viabilizado pelos relatórios das companhias, tornando mais atraente para mais investimentos no mercado financeiro, conceituando que a Contabilidade atua como dispositivo facilitador da comunicação entre atores internos e externos.

O mecanismo de divulgação é tratado como um processo interativo, em virtude do compartilhamento de informações que gera o diálogo constante entre empresa e usuários, auxiliando na compreensão das partes interessadas e nas práticas empresariais (MADSEN, 2009).

A teoria da assimetria da informação está conectada com a de teoria dos sinais, sabendo que se norteia com os mecanismos utilizados para se emitir e compartilhar informação aos *stakeholders*. Seguindo essa premissa que os agentes internos (dirigentes) possuam informações quantitativamente e qualitativamente melhores acerca da situação e características da empresa do que os agentes externos (acionistas e credores),

Acreditando que os primeiros provavelmente irão se beneficiar, considerando que eles detêm informação sobre oportunidades de investimento e sobre os ativos da empresa, incluindo uma necessidade de procura de novas variáveis que tenham impacto sobre a estrutura de capitais (ESPEJO; DACIÊ, 2016).

2.3NORMATIVAS DA CVM E SEC

2.3.1 REGULAÇÃO NO BRASIL - CVM

O órgão responsável pela fiscalização e regulamentação do mercado de valores mobiliários é a autarquia em regime especial "Comissão de Valores Mobiliários" (CVM, 2017), a qual se possibilita para fiscalização, subordinação e normatização a atuação dos variados *stakeholders* no mercado. A primeira lei brasileira que englobava o tema surgiu em 1965 com a Lei nº 4.728/65 em seu artigo 3º inciso X, em que designava o Banco Central a efetuar suas fiscalizações sem alcance político, no entanto, tanto era sua ineficiência, que não existia nenhum caso de *insider trading* que tenha sido investigado pelo Banco Central com propriedade nesta lei (CVM 2017).

No Brasil, a princípio, esse obstáculo poderia ser impossibilitado com um documento enviado mensalmente pelas companhias à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), descrevendo as negociações com ações da própria firma processadas por *insiders*, que são agentes inseridos na empresa e que podem ter acesso às informações privilegiadas antes de elas serem divulgadas ao público, diminuindo a assimetria informacional e ampliando a liquidez.

A Instrução CVM n. 358, no entanto, que descreve de tal obrigação, não torna possível ao público a utilização eficiente dessas informações, sabendo que tal documento só é divulgado uma vez ao mês, até o décimo dia do mês seguinte ao que a operação foi concedida. Dessa maneira, prejudica-se a manutenção eficiente do sistema de preços (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2015).

Os danos causados pela assimetria informacional são moldados do "*insider trading*" na Lei nº 6.385/76 para os "atos ilegais", são aqueles adversos à Lei nº 6.404/76 e à própria Lei nº 6.385/76. "Práticas não eqüitativas" são aquelas nas quais não é caracterizado e respeitado por igual o direito de cada uma das partes (CVM, 2017).

Das punições previstas, atualmente, exclusivamente não seria aplicável a penalidade prevista para infração "grave", eis que é necessário antes definir o que seja infração grave. Averiguando a realização de um ato ilegal ou de uma prática não igualitária, a CVM meramente poderia aplicar as penalidades de advertência e/ou multa (CVM, 2017)

Ao declarar o *insider trading* como "ato ilegal", a CVM somente poderá punir os administradores e as pessoas a ele equiparadas (art. 160 da Lei 6.404/76), em razão da ilegalidade do ato, decorreria de violação do art.155 da Lei nº 6.404/76, este mecanismo considera como infrator somente os administradores. Pautada da matéria, considera-se lícito punir qualquer das pessoas mencionadas no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/76 (CVM, 2017)

Quanto à aceitação de provas no curso do inquérito e processo administrativo instaurado pela CVM, ilustra-se que serão aceitas todas as provas admitidas em direito (art. 12 da Res. 454/77–BACEN). As consequências do *insider trading* diante do Código Civil, encontra-se uma exposição sobre Provas, apresentação aceitável ao inquérito e ao processo administrativo da CVM (CVM, 2017).

A CVM, neste momento, compreendendo que não há regulamentação específica, só poderá instaurar inquérito administrativo contra os administradores (diretores e membros do conselho de administração), membros de órgãos, elaborados pelo estatuto, com funções técnicas ou consultivas e membros do conselho fiscal. Constatada a infração, a CVM destinará aos infratores as seguintes penalidades:

- a) Advertência;
- b) Multas que poderão ser aplicadas isolada ou conjuntamente, visando a desencorajar a conduta ilícita e restaurar a confiança do mercado;
- c) Suspensão do exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores;
- d) Inabilitação para exercício dos cargos referidos na alínea anterior;
- e) Suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76;
- f) Cassação da autorização ou registro indicado na alínea anterior (CVM 2017).

Reprender na esfera administrativa não elimina a perspectiva de responsabilização nas esferas Penal e Civil. Na esfera Penal, o Ato ilícito é tipificado na lei 10.303/2001 e as penalidades previstas no tipo são: pena de reclusão, de 1 a 5 anos, e multa de até 3 vezes o total da vantagem ilícita obtida sobre influência do crime. Na esfera Civil, a pessoa, física ou jurídica, que for dificultada por transações de compra e venda de valores mobiliários, na funcionalidade da infração do dever de sigilo de informação relevante surtida por origem do administrador, pode pleitear o infrator por indenização de perdas e danos (CVM, 2017).

A indenização não será cabível, se o prejudicado já tivesse conhecimento das informações que determinam o detrimento. Para a constatação das provas do *insider trading*, equivale aos indícios dos elementos da maior relevância, sendo através deles que se julgará o acontecimento da operação (CVM, 2017)

Deve ser corroborado o aspecto de que, somente com base em indícios que conduzem a presunções, na esfera administrativa cabe a CVM a apuração de infrações, atos ilegais e práticas que refletem contra o deslinde isonômico do mercado, por intervenção de inquérito administrativo ao longo de procedimentos fixados pelo Conselho Monetário Nacional, confirmando o princípio constitucional da ampla defesa.

Os impactos das decisões da CVM, não são definitivos, sendo passíveis de apreciação pelo Poder Judiciário (CVM, 2017).

2.3.2 REGULAÇÃO NOS EUA - SEC

Conforme Cellim (2016), a SEC – *Securities and Exchange Commission*, é uma agência regulatória encontrada nos Estados Unidos, que equivalente à CVM no Brasil. A SEC opera as atividades em proteger os investidores, preservando o funcionamento igualitário, ordenado, eficaz e eficiente dos mercados, favorecendo a composição de capital. Constituída pelo Congresso dos Estados Unidos em 1934, a SEC apresenta autoridade para comandar ações de execução civil contra indivíduos ou empresas acusadas de cometerem fraudes contábeis, no fornecimento de informações falsas, de se envolverem em *insider trading* ou de desenvolverem outras violações à lei de valores mobiliários.

A SEC empenha-se em trabalhar também com as agências de aplicação da lei penal para processar indivíduos e empresas por crimes que incorporam uma violação criminal. A autoridade de licenciar e regulamentar as bolsas de valores, as companhias dos quais os valores mobiliários são negociados por elas, e as corretoras e concessionárias que comandam a negociação, foi designada a SEC.

Como parâmetro de comparação para o Brasil, tem os Estados Unidos, com uma regulamentação bastante rígida, combatendo com eficiência o uso indevido de *insider information*, ou informação privada, por meio do “Form4” da *Securities and Exchange Commission (SEC)*.

Ele exige o nome do indivíduo, além da divulgação em até dois dias após o fato ter ocorrido, o que proporciona ao mercado a supervisão das negociações dos *insiders* quase todos os dias, de maneira a controlar suas ações, proporcionando também a aplicação dessas informações como estratégia de investimento, conhecida pelo jargão “siga o mestre” (GIRÃO, MARTINS & PAULO, 2015).

Como cita Jaffe (1974) – designada como “lado B” do *insider trading*, chamada pela primeira vez em Gregório (2007), em que o autor evidencia o caráter sinalizador das operações acompanhadas por agentes internos, que podem ter bastante utilidade aos demais investidores por emitirem “sinais”.

O sistema americano de controle ao *insider trading*, é fundamentalmente respaldado na elucidação de condutas e o mais eficiente possível, considerando indispensável para a conservação de um mercado de capital até então bastante resistente. Embora a grande e antiga influência norte-americana sobre como se comportar perante esses crimes diante de todo o mundo, especialmente em seu modo

repressivo, é de ser conceituada justamente a atual reação dos demais países quanto a esses crimes, conforme a demonstração realizada por José Marcelo Proença (2005, p. 2009).

Porém, posteriormente aos maiores escândalos corporativos do começo do século XXI, em 2002, detrimento da criação da Lei SOX, os Estados Unidos passou a reprimir de forma mais eficiente casos de *insider trading*, influenciando todo mundo corporativo. Em conformidade com o portal da auditoria (2016), no entendimento da lei SOX.

Entende-se que ela foi dividida em onze títulos (capítulos), com um número variável de seções cada um, totalizando 69 seções (artigos), exige que as empresas a reestruturem processos para ampliar os controles, a segurança e a transparência na gestão dos negócios, na administração financeira, nas escriturações contábeis e na gestão e divulgação das informações. Em resumo define por lei uma série de medidas que já eram consideradas, no mundo inteiro, como práticas de boa governança corporativa.

Conforme as informações disponibilizadas pelo site da SOX (2017), a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, tem a utilidade de servir para o estabelecendo regras para a criação de comitês com a função de supervisionar suas atividades e operações, estruturados em grande parte por membros independentes, com a finalidade especial em conter a ocorrência de fraudes e criar meios de identificá-las quando acontecem, limitando os riscos nos negócios e garantindo a transparência na gestão no mercado de capitais.

Os Diretores Executivos e Diretores Financeiros tornam-se nitidamente encarregados por estabelecer, determinar e monitorar a eficiência dos controles internos em relação aos relatórios financeiros e a divulgação de informações. As empresas responsáveis pela auditoria e os advogados contratados, auferem maior independência, todavia o grau de responsabilidade sobre seus atos é ampliado de forma relevante (SEC, 2017).

A regulamentação mediante as modalidades de contratação de serviços específicos perante a relação entre empresa e tais prestadores de serviços e sobre as margens de execução e a gestão de casuais conflitos de interesses, também tem sua relevância aumentada. Para fiscalizar e monitorar os processos de auditoria das empresas entregues a SOX foi elaborado o *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)*, traduzindo: Conselho de Auditores de Companhias Abertas) que tem o objetivo de designar as normas de auditoria, controle de qualidade, ética e independência em associação aos processos de inspeção e a emissão dos relatórios de auditoria (SEC, 2017).

Em detrimento as previstas inspeções às empresas de auditoria para forçar-las a cumprir as regras constituídas e haver em todo momento concordância com a SEC, os auditores de empresas entregues a SOX são obrigadas a registrar-se no PCAOB. No que constata de forma bem transparente aos GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), no ponto de vista aos US GAAP, para a manifestação de quais sejam as normas e práticas contábeis a serem utilizadas (SEC, 2017).

Em direcionamento, mediante a coordenação da SEC, um processo oficial de legitimação do padrão IFRS (*International Financial Reporting Standards*), de interferência europeia e administrado pelo IASB (*International Accounting Standards Board*), na posição do US GAAP, que teve o compromisso de concluir até 2016. Uma diferente legislação relevante e expressamente mencionada na SOX, equivalente a da *Securities Exchange Act* de 1934 (SEC, 2017).

As penalidades pela desobediência da SOX em ligação à integridade e fidedignidade das demonstrações financeiras e a certificação de demonstrativos em conflito com a lei, são uma multa de até USD 1.000.000 e/ou a reclusão por até 10 anos. Quando a desobediência da lei for intencional (normalmente com objetivos em realizar fraudes) a multa aumenta para até USD 5.000.000 e a reclusão pode chegar a 20 anos (PORTAL DA AUDITORIA).

2.4 ESTUDOS CORRELATOS

O termo *insider trading* vem chamando bastante atenção no mercado de capitais, como consequência de vários escândalos corporativos em todo o mundo. Diante desses fatos, alguns pesquisadores conseguiram trabalhar mediante essa temática e assim puderam oferecer um retorno relevante e significativo para o mercado e para o meio acadêmico.

A pesquisa realizada por Martins e Paulo (2014), buscou investigar as relações existentes entre a assimetria de informação na negociação de ações, as características econômico-financeiras e a governança corporativa das empresas abertas no mercado acionário brasileiro nos anos de 2010 e 2011.

Para a produção das análises foram utilizadas duas subamostras: a primeira para averiguar as relações entre a PIN e as variáveis econômicas, financeiras e de governança, de forma geral, quando a amostra contou com 194 ações (976 observações trimestrais), sendo uma por empresa. Essa medida foi sustentada para dificultar a duplicidade de observações de algumas variáveis sobre a empresa (como estrutura de capital, política de dividendos, governança corporativa etc.), nos casos de companhias com mais de uma classe de ação.

Assim, sustenta-se, nesta subamostra, a classe de ação mais líquida da empresa, argumentando que a PIN apresenta estimativas melhores a partir de ações com maiores volumes de negociação, ou mais líquidas (Easley et al., 1996); a segunda subamostra para averiguar tais relações considerando cada classe de ação, sendo 143 ações ordinárias (673 observações trimestrais) e 81 ações preferenciais (454 observações), de forma isolada (nesta subamostra, 5 papéis não foram fundamentadas por serem "pacotes" de ação contendo os dois tipos - UNT - ou certificados de ação para negociação no exterior.

Os principais resultados apontaram que a assimetria informacional na negociação das ações esteve associada de forma positiva com o risco, o retorno e a liquidez das ações, além do custo de capital próprio e do tamanho das firmas. No entanto, esteve negativamente associada como retorno anormal das ações. As justificativas para esses resultados podem estar relacionadas aos aspectos particulares do mercado brasileiro.

No aspecto do retorno anormal, a desaceleração do Índice Bovespa (Ibovespa) ou o reflexo do retorno médio para os negociadores sem informação privilegiada no período. No aspecto da liquidez e do tamanho, o alto índice de emissão e negociação de ações preferenciais.

Girão, Martins e Paulo (2015), analisaram o impacto das negociações dos *insiders* nas decisões dos investimentos em ações. O método aplicado foi feito através de questionários online, obtendo-se 271 respostas válidas. Nas análises foram utilizados alguns testes estatísticos paramétricos (t e F Anova) e não paramétricos (Mann-Whitney e Kruskal-Wallis).

As avaliações das ações foram feitas três questões sobre o nível de concordância com algumas frases interligadas às negociações dos *insiders*, para examinar diretamente se essas negociações faziam ou não diferença no comportamento do respondente, de acordo com as duas hipóteses adicionais de pesquisa levantada: tempestividade e influência do cargo.

Nas questões que serviram para analisar a hipótese da tempestividade (Hipótese 2) e a influência do cargo (Hipótese 3), foram utilizadas escalas de 7 pontos (0 a 6), pois permitem uma maior discriminação entre os respondentes, com ganho de consistência interna e confiabilidade, com relação às escalas menores (DALMORO & VIEIRA, 2013).

O problema da escala de 7 pontos, quando comparada com a de 5 pontos, que é mais comum, é que ela exige uma amostra grande.. Por último, foi apresentada uma situação, na qual se questionou ao respondente se ele acreditava que as negociações das ações pelos *insiders* poderiam divulgar informação indireta sobre o preço da ação.

Com base nessa resposta, podem-se avaliar as decisões dos grupos que acreditaram ou não no poder das negociações dos *insiders*.

Os resultados obtidos com a pesquisa apontam para informações que as negociações dos *insiders* são significativas para as decisões de investimentos dos demais investidores e considera que a tempestividade dessas informações desempenha também influência em tais decisões, sendo as negociações anormais aquelas que têm maior influência nas decisões de investimentos em ativos de risco pelos respondentes.

O trabalho realizado por Vasconcelos, Galdi e Monte-Mor (2015), investigou se existe relação entre o volume de transações de compra e venda de ações da companhia direcionadas por *insiders* e o valor de mercado e/ou rentabilidade das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

A metodologia utilizou-se dados trimestrais das 100 empresas mais líquidas listadas na BM&FBovespa e com registro ativo na CVM. Como proxy para o volume de transações realizado por *insiders* (Técnico Executivo, Diretores, Conselheiros Fiscais, Conselheiros Administrativos e Acionista Controlador), efetivou-se o valor das movimentações de compra e venda de ações por parte desses agentes.

A seleção da amostra utilizada auferiu a disponibilização de dados não estruturados enviados pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários e dados alcançados no sistema Economática® para o período entre o primeiro trimestre de 2007 e o último trimestre de 2011. No site da CVM foram alcançadas as informações do volume transacionado por *insiders* que apresentam no Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais (IPE), um sistema desenvolvido em conjunto com a BM&FBovespa no intuito de simplificar o cumprimento das regras pelas empresas.

Foram coletadas no Economática® informações relacionadas às demais variáveis utilizadas: receita bruta (Rec), dívida bruta (Dívida), despesas com vendas e administrativas (DVendas), média trimestral do preço de fechamento diário por ação (VMTrim), rentabilidade (ROA), volume transacionado de ações (Vol) e ativo total (At). Quando necessário associamos as cotações ajustadas por proventos (dividendos, desdobramentos e bonificações).

Os resultados obtidos, apesar de indicarem que não há indícios de relação significativa do volume de transações conduzidos por *insiders* tanto no preço quanto na rentabilidade da empresa, recomendam que existe um efeito positivo entre posições compradas assumidas por *insiders* e a média trimestral do valor de mercado, assim, propõem que está sem dependência do valor transacionado, as posições compradas por parte dos *insiders* tem potencial para sinalizar maximização do valor de mercado das empresas brasileiras.

O objetivo da pesquisa de Da Cruz (2016) foi identificar os principais determinantes e os impactos no mercado de capitais ocasionados pela assimetria informacional. A metodologia foi realizada por meio de uma sondagem de referências nos principais periódicos internacionais a partir de palavras-chaves como informação imperfeita, informação assimétrica e assimetria informacional, relacionado às áreas de financiamento, investimento, risco, liquidez e dividendos, presentes no período compreendido entre 1950 a 2013.

Nesse sentido, este trabalho propôs elencar os potenciais determinantes da assimetria informacional encontrados na literatura de finanças e identificar seus efeitos na produção da informação assimétrica no contexto organizacional. Assim, os autores propõem uma hierarquização da informação e seu respectivo mecanismo de transmissão conforme o grau de subjetivismo que ela carrega: mensagens inequívocas, específicas, e melhor compreendidas podem ser tratadas pela linguagem escrita (por meio de memorandos, boletins, relatórios) e aquelas consideradas mais subjetivas, devem ser tratadas pela linguagem oral, em especial a do tipo *face to face* (em geral realizada por meio de reuniões, diálogos), pois permite *feedback* em tempo real e dirime possíveis dúvidas entre os participantes do processo.

A sinalização (*signalling*) é outra variável que pode influenciar a presença da informação assimétrica, visto que se relaciona com a ocultação ou divulgação de informações e ações de uma das partes que transacionam no mercado. Os principais tipos de sinalização apontados por Akerlof (1970) foram: garantias, marcas reconhecidas, cadeias ou redes de empresas, licenças profissionais, certificados em geral e premiações.

O autor descreve que a sinalização adotada pelos participantes da negociação tem o objetivo de neutralizar os efeitos da qualidade incerta. Nesse sentido, acredita-se que o tipo de sinalização adotada pela firma pode neutralizar os efeitos da assimetria informacional para as partes interessadas.

Os determinantes e os impactos no mercado de capitais ocasionados pela assimetria de informações são apresentados e analisados à luz das finanças corporativas, produz ruídos nas áreas de investimento, financiamento, dividendo, risco e liquidez. Identificou-se que não existem estudos que focalizam os determinantes da assimetria informacional de forma holística no contexto organizacional, sendo que a maioria dos trabalhos contempla analisar de forma isolada o efeito de uma ou duas variáveis na produção da informação assimétrica.

Antes de iniciarmos a análise das hipóteses acionadas para esta pesquisa, é interessante analisar o comportamento do mercado e as penalidades apresentadas, nas quatro hipóteses distintas, de modo a investigar o impacto no mercado

correspondente a cada caso, visto que, teoricamente, a pesquisa utilizou o mesmo período em ambos os países, assim, considerando a cultura de cada país, espera-se que o Brasil venha a obter resultados inferiores tanto no impacto no mercado de capital quanto no grau de penalidade em comparação aos resultados americanos.

Com a finalidade de analisar os resultados tanto no impacto no mercado de capital quanto no grau de penalidade em ambos os países concedeu valores compatíveis para as duas variáveis nas quatro hipóteses com o objetivo de analisar, assim, formam-se as hipóteses de pesquisa deste:

H1. Há diferença estatística entre o grau de penalidade e o impacto no mercado brasileiro;

H2. Há diferença estatística entre o grau de penalidade e o impacto no mercado americano;

H3. Há diferença estatística do grau de penalidade entre o Brasil e os Estados Unidos;

H4. Há diferença estatística do impacto no mercado entre o Brasil e os Estados Unidos.

3 METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa exploratória. O levantamento dos dados utilizados tem bastante destaque, devido à complexa análise e interpretação de todas as informações coletadas, como: documentos, notícias, artigos e outros meios de comunicação. Sendo assim, busca realizar um estudo de modo que venha a familiarizar-se com o tema e capaz de intermediar novas pesquisas que alcancem uma melhor compreensão e precisão.

O período investigado considerou os anos entre 2002 a 2017, que foi definido devido à criação da Lei *SOX/2002*, posterior aos grandes escândalos corporativos contendo assimetria informacional nos Estados Unidos. A amostra da pesquisa está composta por doze casos de *insider trading*, sendo seis casos no Brasil e seis casos nos Estados Unidos.

Após descrição dos casos de escândalos de *insider trading* ilegal, essas informações foram quantificadas conforme tabela 1, abaixo, em que o Grau de Penalidade é representado por variáveis discretas, sendo classificadas em: 1, não houve penalidade; 2, penalidade baixa; e 3, penalidade alta. Para discriminar a quantificação dessa variável, considerou-se a análise e interpretação do levantamento de dados sobre as ocorrências de *insider trading* ilegal em ambos os países, assim como as normativas da CVM no Brasil e da *SEC* nos Estados Unidos, que destinam penalidades aos infratores como: advertência, multa, suspensão para o exercício, inabilitação para exercício, suspensão do registro, cassação do registro e o auxílio para a justiça comum em caso de prisão.

Para medir o Impacto no Mercado, utilizou-se a variável *dummy*, sendo: 0, baixo impacto e 1, alto impacto. Por tratar-se de ocorrências de *insider trading* ilegal, é perceptível que os impactos sejam negativos diante o mercado de capitais. A quantificação dessa variável também considerou a análise e interpretação do levantamento de dados sobre as ocorrências de *insider trading* ilegal em ambos os países, assim, alcançando o objetivo da pesquisa.

TABELA 1: Descrição das variáveis: Grau de Penalidade e Impacto no Mercado.

GRAU DE PENALIDADE (<i>graup</i>)		IMPACTO NO MERCADO (<i>imerc</i>)	
Não houve	1	Baixo impacto	0
Penalidade baixa	2	Alto impacto	1
Penalidade alta	3		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, considerando que a amostra é menor do que trinta e as variáveis são categóricas, foi utilizado testes não paramétricos com a finalidade de testar as hipóteses da pesquisa, isto é, para analisar os resultados é necessário salientar que especificamente na primeira e na segunda hipótese, foi utilizado o teste Wilcoxon (LATORRE, 2013).

Esse teste é um método alternativo não paramétrico do test-t pareado para duas amostras dependentes, que é utilizado para testar se as diferenças entre as localizações das populações são iguais. O teste de Wilcoxon é baseado nos postos (*ranks*) dos valores obtidos. Postos são as posições, representados por números, que os valores ocupam quando colocados em ordem crescente (LATORRE, 2013).

No entanto, na terceira e na quarta hipótese, foi utilizado o teste de Mann-Whitney, esse teste é baseado nos postos (*ranks*) dos valores obtidos combinando-se as duas amostras. Esse método é feito ordenando-se esses valores, do menor para o maior, independentemente do fato de qual população cada valor provém, ou seja, com a real possibilidade em acompanhar o caso de variáveis aleatórias qualitativas ordinais ou quantitativas (PEREIRA, 2013).

Considerando também duas amostras independentes das duas populações, assim, testando se as distribuições são iguais em localização, ou seja, obtendo o conhecimento se uma população tende a ter valores maiores do que a outra, ou se elas têm a mediana equivalente (PEREIRA, 2013).

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

O Brasil e os Estados Unidos, vários são os casos envolvendo *insider trading* que demonstraram um amplo destaque no mundo corporativo. Mediante o estudo dos principais casos, essa pesquisa analisou o impacto no mercado de capital e as penalidades para os envolvidos, ainda, evidenciou a luz a interpretação jurídica e contábil informado pela CVM e SEC, todas as informações ajustadas à perspectiva da pesquisa.

4.1 CASOS INVESTIGADOS NO BRASIL

A) SUZANO

Segundo as informações presentes no Jornal O Globo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Ministério Público Federal (MPF) promoveram o Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta com a Vailly S.A, sociedade internacional que comprou ações preferenciais de emissão da Suzano Petroquímica S.A., em 27 de julho de 2007, com as vendas de toda a posição no dia 3 de agosto posterior, logo depois anúncio oficial de operação de aquisição do controle da companhia, com a obtenção de um lucro com mais de R\$ 500 mil e despertando suspeita por parte da autarquia do uso de informação privilegiada. A Vailly é uma empresa de participações sediada oficialmente no Uruguai e ligada aos irmãos Safra, donos do banco que leva o nome da família (O GLOBO, 2017).

É a primeira vez que a CVM e o MPF assinam em conjunto o termo de compromisso e de adaptação de conduta com um participante do mercado de capitais. Ao promover o termo, a Vailly pagará R\$ 2,2 milhões, destinados aos investidores que lidaram com ela e ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos. O devido valor a ser pago pela Vailly é igual ao total do ganho celebrado com a sua atuação no mercado reputado irregular (R\$ 551.450,00), ainda maximizado de R\$ 1,648 milhão. Este acréscimo é justamente igual ao valor da penalidade pecuniária máxima que a CVM poderia determinar em situações dessa natureza, segundo a autarquia (O GLOBO, 2017).

Existem informações acerca do objeto de investigação na esfera da CVM, a Vailly teve ativos da sua propriedade judicialmente bloqueados e respondia a uma ação civil pública de responsabilidade por estragos causados aos investidores e ao

mercado de valores mobiliários, em juízo de possível uso de informação privilegiada. Com a promoção do termo, acaba a atuação administrativa da CVM em relação à Vailly e colocando um fim a ação civil pública ajuizada.

No entanto a Vailly, o administrador de carteiras Antonio Carlos Reissmann também teve bloqueados os ganhos conseguidos com a operação começada dias antes do anúncio da venda da Suzano Petroquímica para a Petrobras, mas foi removido da ação judicial movida pela CVM e pelo MPF. As conseqüências no mercado foram relevantes, pois os prejuízos são notáveis, os acionistas ficaram no prejuízo financeiro e desestimulados a novos investimentos (O GLOBO, 2017).

A situação da publicidade. em acordo com a conclusão judicial de homologação do termo, os ativos de propriedade da Vailly que se constatavam judicialmente bloqueados (R\$ 1,425 milhão) deverão de imediato ser transferidos para o Fundo de Defesa de Direitos Difusos. A variação entre o valor total a ser pago em razão do termo (R\$ 2,2 milhões) e o valor transferido para o Fundo deverá ser depositada em uma conta de poupança, com um motivo exclusivo de ressarcimento dos investidores que operaram com a compromitente. A conta será movimentada mediante comando conjunto da CVM e do MPF (O GLOBO, 2017).

O jornal O Globo também divulgou que o procurador-chefe da Procuradoria Federal especializada junto à CVM, Alexandre Pinheiro dos Santos, chegou a conclusão que os investidores que foram prejudicados serão devidamente comunicados pela CVM e pelo MPF para saber como atuar para receber a quantia em dinheiro correspondente à venda nos dias anteriores, sobre os fatos relevantes. Até o momento esses investidores ainda não têm conhecimento de que podem ser diretamente beneficiados pelo termo, pois não tem as informações necessárias para a quem venderam suas ações.

A CVM divulgou em nota que além de desestimular a prática do ilícito de *insider trading*, a promoção do termo deixa atingir com mais agilidade todos os objetivos que poderiam ser alcançados com o prosseguimento dos processos administrativo e judicial efetivos. O MPF julgou, na mesma nota, que o termo promovido firma um importante precedente na esfera do mercado de valores mobiliários, desmerecendo a prática de atos ilícitos e danosos ao público investidor.

B) PETROBRAS

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) requisitou à força-tarefa do Ministério Público Federal, responsável pelas investigações da Lava Jato, que investigue os fatos sobre o uso indevido de informação privilegiada (*insider*

trading) englobando as compras da CIA Suzano Petroquímica pela Petrobras. O caso simboliza mais um capítulo na atuação do regulador do mercado financeiro na operação controlada por Procuradores da República de Curitiba. Novos processos apresentam informações que será de responsabilidade do chamado Conselhinho averiguar os diversos outros recursos de casos pertencentes à Lava Jato julgados pela CVM (JOTA, 2017).

Mediante uma concordância geral, o CRSFN (órgão do Ministério da Fazenda e segunda instância administrativa do mercado financeiro), transfigurou a decisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de 2012, que inocentou 20 acusados de *insider trading* no caso da aquisição da petroquímica Suzano pela Petrobras, por R\$ 2,7 bilhões, em 2007.

O relator do caso, conselheiro Carlos Portugal Gouvêa, representante da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados de Capitais e Financeiros (Anbima), foi conduzido pelos outros membros do colegiado. No último item de seu voto, Gouvêa solicita a remessa dos autos ao MPF do Paraná, “para que apure a relação entre os fatos constantes do presente processo e os atos de corrupção envolvendo a Petrobras” (CVM, 2017).

Sabendo que não é o primeiro caso que o *insider trading* apresenta-se no rol de crimes investigados pela Lava Jato. A CVM e o MPF apuram as circunstâncias em que controladores da JBS venderam ações com volume financeiro de R\$ 328,5 milhões de 20 a 28 de abril. Considerando o período em questão, os executivos negociavam acordo de delação premiada com a Procuradoria Geral da República, um documento que teria impacto relevante na cotação das ações da JBS quando publicado.

Como forma de parâmetro de uma idéia das conexões entre a Lava Jato e o mercado de capitais, somente a delação da JBS levou a CVM a abrir oito processos e três inquéritos administrativos, ainda também em instaurar dois processos de fiscalização externa. Depois de julgados pela autarquia, o Conselheiro provavelmente terá que apurar os recursos às conclusões da CVM.

A aquisição da Suzano, habilitada pelo Conselho de Administração da Petrobras presidido à época pela ex-presidente Dilma Rousseff, 12 meses após o mesmo colegiado sancionar a compra da refinaria de Pasadena nos Estados Unidos. A Petrobras fez a proposta de pagar R\$ 2,7 bilhões pela Suzano Petroquímica, em uma ocasião que o valor de mercado da companhia era inferior a metade desse montante.

A estatal ainda se responsabilizou por dívidas de R\$ 1,4 bilhão, assim, totalizando R\$ 4,5 bilhões. O valor de mercado da empresa era de R\$ 1,2 bilhão. Na

referida delação premiada, executivos da Odebrecht afirmaram que realizaram pagamentos pela incorporação da Quattor Petroquímica S.A. (posterior denominação da Suzano) pela Braskem (JOTA, 2017).

Em suma de conclusão, as informações mostram que nove pessoas físicas, incluindo membros da família Rzezinski, controladora da corretora Prosper, e o Banco Prosper e sua corretora, foram condenados pelo CRSFN. Como o julgamento se deu na esfera administrativa, porém cabe recurso ao Poder Judiciário. Mirian Vianna Vieira e Paulo Edson Henrique dos Santos (*insiders*), Marcelo Sharp de Freitas (funcionário da Prosper), Marcelo Rzezinski, Alexandre Massa Rzezinski, Jorge da Costa Rzezinski e Pedro Lopes de Souza Palhares foram condenados a pagar multa no valor de uma vez e meia o valor da vantagem obtida, com base nos artigos 155, §4o da Lei no 6.404/1976 e artigo 13, § 1o da Instrução CVM no 358/2002.

O Banco Prosper, por sua responsabilidade, foi condenado a pagar multa de duas vezes o valor do benefício obtido ao negociar ações, e a instalar um setor de compliance. Porém, devido ao apelo da imprensa e da população, principalmente pelo envolvimento direto com a Operação Lava Jato, o MPF afirmou que ainda cabe recurso e espera que no futuro os envolvidos possam ser devidamente punidos.

C) ARACRUZ CELULOSE AS

Comissão de Valores Mobiliários (CVM) julgou, em 040/7/2017, os seguintes acusados: o primeiro, diz respeito ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2010: Ailton Amaral Santos, Angá Administração de Recursos Ltda., Eduardo Bomfim Sanseverino, Fernando Sérgio Rocha Nascimento, Frederico de Souza Lima, Marco Antonio Bernardi e Sérgio SartiMagnani, acusados de eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da Aracruz Celulose S.A.

O segundo diz respeito ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1785: Celso Brandão Knoedt, acusado de eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da Açúcar Guarani S.A. As conseqüências no mercado foram relevantes, pois os danos são notáveis, os acionistas ficaram no prejuízo financeiro e desestimulados a novos investimentos (CVM, 2017).

Na acusação, a SPS apurou que a Aracruz divulgou dois fatos relevantes relacionados a seus negócios:

- o primeiro, às 21h16 de 19/01/2009: declarando sobre a realização em de acordo com os bancos credores para a reestruturação da dívida resultante de operações com derivativos cambiais.

- o segundo, às 7h55 de 20/01/2009: momentos anteriores da abertura do pregão, informando a finalização da negociação para a compra de ações ordinárias de sua emissão pela Votorantim, representativas num valor aproximado 28% do capital social votante. Até o momento da pesquisa, foi informado que se a Votorantim, mediante as observadas e determinadas condições, viesse a adquirir 56,06% do capital social votante da Aracruz, seria realizada oferta pública de aquisição (OPA) das ações ordinárias de emissão da Aracruz em circulação pelo valor de R\$ 14,56 (CVM, 2017).

O maior sinal de ilegalidade que a CVM recebeu na investigação foi o fato de que os acusados conservaram entre eles alguns vínculos bastante pessoais e também profissionais, e teriam praticado o mesmo *modus operandi* na negociação das ações. Em resumo de forma abrangente, grande parte deles praticamente não operava no mercado e fizera seu registro em corretoras momentos antes de operar com as ações da Aracruz. Sanseverino fez o seu primeiro cadastro em corretora e compra de ações momentos antes (dias antes) da divulgação dos fatos impactantes da Aracruz, em 19 e 20 de janeiro de 2009.

Ele adquiriu 7.500 papéis entre os dias 14 e 19 daquele mesmo mês e vendeu um meio do montante deles logo depois da divulgação dos fatos impactantes. O total investido é equivalente a quase 15 vezes a sua renda mensal evidenciada na ficha cadastral da corretora. Ele afirmou, no entanto, que teria outras fontes e forma de renda, todavia não foi suficiente para lhe ajudar no julgamento. (ECONOMIA, 2017)

Deste modo, especulando o timing perfeito das negociações feitas pelos acusados e, ainda, considerando os aspectos mais peculiaridades das negociações feitas por cada um deles, o Diretor Henrique Machado detectou a existência de indícios fortes, consistentes e convergentes que levariam a uma fiel conclusão que eles negociaram ações ordinárias da Aracruz conhecedores do momento da divulgação da reestruturação e do benefício que ela ocasionaria às ações ordinárias da Companhia (CVM, 2017)

No entanto, participação referente à dosimetria, onde Relator ponderou que as condutas teriam grande reprovabilidade, devido os acusados se aproveitarem de informações privilegiadas para negociar com pessoas que não tinham o conhecimento das mesmas, intervindo no mercado de valores mobiliários em condições de superioridade em relação aos demais investidores (CVM, 2017)

Assim, a fim de aplicar com proporcionalidade as penalidades devidas, em respeito ao princípio da individualização da pena, levou em consideração, de um lado, o bom nível de conhecimento técnico dos Acusados em relação ao mercado de

valores mobiliários, e, de outro, a primariedade e o pouco conhecimento técnico dos acusados com negociações em bolsa (CVM, 2017)

Seguindo essa mesma linha de raciocínio, Henrique Machado, referindo-se aos antecedentes do Colegiado e à experiência internacional, demonstrou o seu entendimento de que as penas aplicáveis aos *insiders* primários são e deve ser mais acentuadas em relação aos *insider* secundários, o que se exterioriza inclusive no fato deste não ser considerada infração penal nos termos da legislação na época atual ainda em vigor. Considerando tudo o que foi exposto, o Diretor Henrique Machado, votou pela aplicação das seguintes penalidades:

- a Marco Antonio Bernardi: multa no valor de R\$ 122.959,50, condizente a uma vez e meia o montante do lucro conquistado.
- a Fernando Sérgio Rocha Nascimento: multa no valor de R\$ 97.299,00, condizente a uma vez e meia o montante do lucro conquistado.
- a Sérgio SartiMagnani: multa no valor de R\$ 77.565,00, condizente a uma vez e meia o montante do lucro potencial conquistado.
- a Frederico de Souza Lima: multa no valor de R\$ 135.550,00, condizente a duas vezes o montante do lucro conquistado.
- a Ailton Amaral Santos: multa no valor de R\$ 1.315.944,00, condizente a duas vezes o montante do lucro potencial conquistado.
- A Angá Administração de Recursos Ltda.: multa no valor de R\$ 596.600,00, condizente a duas vezes o montante do lucro potencial conquistado.
- a Eduardo Bomfim Sanseverino: multa no valor de R\$ 103.813,50, condizente a uma vez e meia o montante do lucro potencial conquistado (CVM, 2017).

Relativamente a acusação, no dia do pregão 30/4/2010, a SMI identificou variações atípicas nas ações da Açúcar Guarani, com um aumento de 13,3% durante o pregão e valorização de 4,0% na abertura. No dia em questão, a Companhia divulgou, às 17h31, após o fechamento do pregão, fato relevante informando parceria entre a Petróleo Brasileiro S.A (Petrobras) e a Tereos Internacional S.A. para investimento conjunto na Açúcar Guarani, subsidiária do Grupo Tereos. Em 3/5/2010, no pregão posterior, a ação demonstrou uma valorização de 6,4% na abertura (máxima do dia), fechando com uma variação positiva de 1,4%. O volume negociado foi considerado o maior da história do papel, exceto o primeiro dia de negociação na bolsa, em 2007 (CVM, 2017).

Analisando o comportamento atípico das ações da Companhia, a SMI mandou ofícios à Açúcar Guarani e à Petrobras pedindo informações sobre as tratativas referentes ao fato relevante demonstrado no dia 30/4/2010, incluindo datas e nomes das pessoas que estiveram com acesso às informações e participaram das

negociações. A área técnica pediu à Bovespa Supervisão de Mercados (BSM) os dados referentes às negociações em bolsa com papéis de emissão da Companhia no período de 2/1/2009 até dia 9/6/2010 (CVM, 2017).

Posteriormente à apuração, a SMI identificou que uma pessoa teria apresentado indícios consistentes da utilização de informação privilegiada:

- em 25/3/2010, Celso Knoedt, pai de P.F.K. (coordenador financeiro da Petrobras Biocombustível), efetuou a aquisição de 6.000 ações da Companhia e, em 30/3/2010, adquiriu mais 12.200, totalizando 18.200 ações. Destaca-se que P.F.K. foi citado nas respostas da Companhia e da Petrobras como tendo tomado conhecimento de informações relacionadas ao fato relevante em mencionado.

- P.F.K. ingressou ao projeto em 19/3/2010 e a primeira reunião de que participou aconteceu em 24/3/2010, um dia antes da primeira operação de Celso Knoedt (CVM, 2017).

Sendo assim, a SMI compreendeu que, em relação ao grau de parentesco entre o acusado e o coordenador financeiro da Petrobras Biocombustível, havia evidente contexto de privilégio na obtenção das informações privilegiadas, sabendo que a compra das ações da Companhia pelo acusado, no dia 25/3/2010, ocorreu justamente um dia depois de seu filho, P.F.K., ter participado, pela primeira vez, de uma reunião que tratou do investimento da Petrobras Biocombustível na Açúcar Guarani (CONJUR, 2017).

Por fim, o Diretor Henrique Machado optou pelo voto da condenação de Celso Brandão Knoedt à multa no valor de R\$ 100.000,00, por infração ao art. 155, §4º, da Lei 6.404/76, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM 358. O Diretor Pablo Renteria e o Presidente Leonardo Pereira acompanharam o Diretor Relator.

Em resumo, o caso foi apurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que julgou e condenou um grupo acusados por utilizar informações privilegiadas durante a negociação nas ações da Aracruz Celulose em 2009. Os seis investidores e a Angá Administração de Recursos foram multados em um total de R\$ 2,45 milhões, com valores que vão de R\$ 77.565 a R\$ 1.315.944 (AGENCIA DE ESTADO, 2017).

Em relação as multas e penalidades, em resumo e conclusão sobre o caso, a maior pena foi aplicada a Ailton Amaral Santos, um dos sócios da Angá Administradora de Recursos, também condenada no caso. A multa dele foi de R\$ 1.315.944. Santos adquiriu quantidade relevante de ações da companhia em janeiro de 2009 e as vendeu integralmente entre o final de janeiro de 2009 e a primeira quinzena de abril do mesmo ano, com um lucro de R\$ 657.972. Para esclarecer as operações, a Aracruz afirmou que seria instrumento de debates desde o final de 2008

e que esses teriam se aumentado no período antecedente a 19 de janeiro de 2009 (ECONOMIA, 2017).

Seguido da penalidade que foi concedida para a Angá Administração de Recursos, resultou em um total de R\$ 596.600 ou o dobro do lucro. As demais multas foram de R\$ 135.550 foram destinado a Frederico de Souza Lima (também o dobro do lucro), de R\$ 122.959,50 também a Marco Antonio Bernardi (um meio a mais do lucro), de R\$ 103.813,50 também para Eduardo Sanseverino (também um meio a mais do lucro), de R\$ 97.299 para Fernando Sérgio Rocha Nascimento (também um meio a mais do lucro), e por fim uma multa de R\$ 77.565 para Sérgio Sarti Magnani (ECONOMIA, 2017).

D) SADIA/PERDIGÃO

O caso de *insider trading* que chegou primeiro ao Judiciário brasileiro foi o de dois ex-executivos da Sadia Que lucraram no mercado de capitais norte-americano aproveitando-se de informações privilegiadas que possuem sobre a oferta hostil da Sadia pela Perdigão, as conseqüências no mercado foram relevantes, pois os prejuízos são notáveis, os acionistas ficaram no prejuízo financeiro e desestimulados a novos investimentos.

Em 2009 os executivos foram denunciados pelo Ministério Público Federal (MPF) após ficar averiguado que lucraram com a negociação de ações da Perdigão na Bolsa de Nova York logo posteriormente participarem das tratativas da Sadia para a aquisição da concorrente, diante as negociações para a viabilização de empréstimos e na elaboração da oferta de mercado. Eles foram multados e presos (LIA LUBAMBO / EXAME, 2016).

STJ acolhe argumentos da CVM e do MPF e sustenta a condenação dos executivos. Foi decidido no dia 16/02/16, pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), o julgamento do Recurso Especial (RESP) da ação penal do caso Sadia/Perdigão - primeiro caso de *insider trading* na esfera criminal julgado no Brasil, no âmbito da parceria da CVM com o Ministério Público Federal.

A CVM funciona, a partir do princípio do processo, como assistente de acusação. Inclusive atuou retenção do acórdão proferido pelo TRF da 3ª Região em relação ao caso. O julgamento do RESP começou na sessão de 02/02/2016. Na ocasião, a Procuradora-Chefe da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE/CVM), Julya Sotto Mayor Wellisch, proferiu sustentação oral (CVM, 2017).

O destaque do crime atribuído a Luiz Gonzaga Murat Jr, na ocasião era o Diretor de Relações com Investidores (DRI) da Sadia, foram aprovadas as penas de

prisão e de multa com um valor aproximado de 350 mil reais, aplicadas pelo Tribunal Federal da 3ª Região, de acordo com o que foi divulgado na época pela CVM. Além do mais todos os argumentos da Autarquia foram acolhidos, entre os quais:

- o crime de *insider* é de natureza formal e de perigo abstrato e, portanto, independe de resultado;
- ainda que se trate de operação societária não concluída, a informação pode ser considerada relevante, mesmo na fase inicial de tratativas, e desde que ela seja capaz de influir na decisão de investimento; e
- a conduta do DRI, que se utilizou de informação relevante privilegiada, apresenta alto grau de reprovabilidade.

Na sessão do dia 02/02/16, o Ministro Félix Fischer pediu vista e por unanimidade, os Ministros da 5ª Turma do STJ seguiram o voto do Relator, Ministro Gurgel de Faria (GAZETA DO POVO, 2016).

E) EIKE BATISTA OSX

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) julgou o Processo Administrativo, Sancionador contra Eike Batista e, por maioria, concluiu pela condenação mais uma multa de R\$21 milhões. O Processo Administrativo instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) para apurar a responsabilidade de Eike pela ocasional situação em apropriar de informações privilegiadas, na virtude de acionista controlador e presidente do CA da OSX Brasil, na negociação de ações de emissão da própria Companhia.

As conseqüências no mercado foram relevantes, pois os prejuízos são notáveis, os acionistas ficaram no prejuízo financeiro e desestimulados a novos investimentos. O julgamento desse Processo foi iniciado em 25/04/2017, quando, o posterior pedido de vista concedido pelo diretor Pablo Renteria, a sessão foi suspensa. Reiniciado o julgamento em junho (UOL, 2017).

O diretor, no entanto, começou a debater os elementos de caracterização da infração de *insider trading*, quais sejam o conhecimento de informação privilegiada e a negociação com o intuito de tirar proveito para totalmente pessoal. Nesse contexto, abordou alguns casos julgados pela Autarquia nos quais se debateu a prática de infração, chegando a uma conclusão que a “questão relativa à presença ou ausência do elemento intencional resolve-se no plano dos fatos”. Ainda complementou que é tarefa do julgador ponderar se as provas apresentadas contra a presunção apontam, de maneira de certa forma aceitável, que o objetivo do acusado, ao negociar, foi outra que não a de obter vantagem inapropriada (EXTRA GLOBO, 2017).

Para o diretor, haveria critérios eficientes para compreender que a revelação do estágio da revisão do plano de negócios da OSX poderia, efetivamente, ser desvantajoso. Mediante Pablo Renteria, entretanto, os detalhes do fato separam da afirmação de que o acusado detém astuciosamente ganhado proveito do vencimento da obrigação de recompor o *freefloat* para empregar a informação privilegiada. No conceito de Pablo Renteria, a conduta de Eike não é típica daquele que busca auferir vantagem inapropriada, exagerando-se das informações privilegiadas obtidas em razão da posição de controlador (EXTRA GLOBO, 2017).

De acordo com o diretor, se propósito de Eike Batista fosse negociar para dificultar perdas, dele se almejaria a venda de ações dentro do prazo verdadeiramente estipulado e não a solicitação de prorrogação para postergar o reenquadramento para o restante do ano seguinte. Como afirmou Pablo, ao invés de vender tão logo tenha tomado conhecimento do indeferimento da prorrogação,

Eike esperou por mais 30 dias o vencimento do termo e, só nesse período, a cotação caiu, perdendo 45% de seu valor. Posteriormente, o diretor chegou a conclusão que as provas dos autos seriam satisfatórias e fortes para evidenciar que a venda de ações feita pelo acusado não foi inspirada pela intenção de obter vantagem inapropriada. Seguindo esse contexto, votou pela absolvição de Eike Batista da acusação formulada (EXTRA GLOBO, 2017).

Nesse contexto, o presidente analisou que os argumentos do acusado foram incapazes de lhe persuadir que a opção de alienar as ações da Companhia, em 19/4/2013, não tenha considerado o prejuízo a ser evitado. Para isso, Pereira analisou que o acusado tinha as informações do prognóstico ruim da Companhia (que só seria divulgado ao mercado em 17/5/2013), sabendo que era bastante provável que, com a divulgação, a cotação do papel seria depreciada, causando-lhe maiores prejuízos.

Leonardo Pereira também retirou o argumento do acusado quanto à determinação, da então BM&FBOVESPA, de restaurar o *freefloat*. Na opinião de Pereira, não impeditivo essa questão, o fato era que, no caso, subsistiu uma assimetria informacional, de modo que, em 19/4/2013, o mercado não negociou em bases iguais as informações que o acusado.

Para encerrar, quanto à dosimetria da penalidade a ser aplicada, Leonardo confirmou seu entendimento quanto à impossibilidade de cumulação das penalidades previstas em Lei, de acordo com a redação vigente à época dos fatos (EXTRA GLOBO, 2017). No momento, embora tenha evidenciado que a aplicação cumulada de sanções, prevista na recente alteração da Lei 6.385/76 (por meio de MP de 2017), autoriza uma atuação mais verdadeira e proporcional na repressão a ilícitos, o presidente recomendou o seu entendimento de que a novação legislativa em questão

não poderia retroagir para o presente caso, em que seria aplicável a Lei 6.385 vigente à época dos fatos, que não comportava a cumulação.

Por todo esse contexto, e em compreensão com precedentes recentes da CVM, o presidente Leonardo Pereira optou pelo voto da condenação de Eike à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 21.013.228,00 (equivalente a duas vezes o montante da perda evitada), bem como por grande parte do Colegiado (EXTRA GLOBO, 2017).

F) JBS

Analisando as mais atuais condenações de *insider trading* (uso indevido de informação privilegiada), proferidas pelo colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) É determinado que ao usar informação privilegiada para negociar moeda estrangeira é considerado crime financeiro. Em conformidade com a Polícia Federal, em ação cooperada com a CVM na operação Tendão de Aquiles, deflagrada em 9 de junho, estão sendo apurados dois eventos: a venda de ações de emissão da JBS S.A. na bolsa de valores, mediante sua controladora, a empresa FB Participações S.A., nos últimos dias do mês de abril, em período concomitante ao programa de recompra de ações da companhia, reiniciado em fevereiro de 2017.

As compras de contratos futuros de dólar na bolsa de futuro se de contratos a termo de dólar no mercado de balcão organizado, entre o final de abril e meados de maio de 2017 também fazem parte dos eventos apurados em conjunto pela PF e CVM (CONJUR, 2017).

Para um melhor entendimento, à totalidade das práticas mencionadas nas transações aconteceram em um curto espaço tempo antes da divulgação formalizada em 18 de maio para a imprensa, sobre a celebração do acordo de delação premiada firmado por sete executivos da JBS e de sua controladora, J&F Investimentos, com o Ministério Público Federal e homologado pelo Supremo Tribunal Federal.

A propagação sucedeu-se após as notícias veiculadas no dia anterior acerca do vazamento da mencionada delação. As conseqüências no mercado foram relevantes, pois os danos são notáveis, os acionistas ficaram no prejuízo financeiro e desestimulados a novos investimentos. Em efeito aos fatos, a CVM instaurou diversos procedimentos administrativos envolvendo a companhia (CONJUR, 2017).

Em 19 de maio, a JBS fez um comunicado ao mercado declarando que tem como política e prática a utilização de instrumentos de proteção financeira visando, exclusivamente, minimizar os riscos cambiais e de commodities associados à sua dívida e recebíveis em dólar, tendo em vista a natureza das suas operações.

Nesse comunicado, a companhia afirmou que, em função da sua exposição ao dólar americano e do potencial impacto das oscilações na cotação dessa moeda, caso isso não fosse efetivado, ela incorreria em um prejuízo superior a R\$ 1 bilhão, acarretando em um malefício no mercado de capitais em forma de prejuízo para vários investidores e empresários. Isso foi claramente subentendido diante do mercado como *insider trading* (CONJUR, 2017).

Girão (2017), declarou que ao fazer uma análise das evidências adicionais, se nota um volume financeiro de negociações com a ação JBSS3. No ano de 2017 a \$JBSS3 teve um volume financeiro médio diário de R\$ 115 milhões (dados até 27/09/2017, coletados na Economatica), sabendo que antes do dia 18/05/2017 (primeiro pregão da bolsa após o vazamento) o volume médio diário era de R\$ 96 milhões. Depois do vazamento, o volume médio diário variou para R\$ 134 milhões (volume aproximadamente 40% maior ao do período que antecede a delação), certamente pelo aumento da especulação com notícias da empresa.

Essas evidências comprovam a estranheza que foi estabelecida no mercado pelo fato de os controladores da empresa terem vendido ações, por exemplo, nos dias 16 e 17/05/2017, em um total de R\$ 45 milhões, é importante saber que é equivalente a 21% do volume negociado nesses dois dias. Ainda terem vendido mais de R\$ 328 milhões ainda em abril. A CVM em conjunto com B3 (antiga Bovespa) e corretoras, apurar e investigar de onde surgiram tais negociações e a justiça deverá fazer o seu papel, julgando os envolvidos (GIRÃO, 2017).

Assim sendo os fatos de que existem indícios de que foram produzidas vantagens proibidas no mercado de capitais que influenciaram significativamente na avaliação dos valores mobiliários transacionados pela JBS, reproduzindo um super lucro à companhia em detrimento pecuniário para inúmeros investidores. Desta maneira, existe um ensejo de violação ao dever de lealdade dos acionistas controladores e administradores da JBS (art. 155, § 1º, da Lei 6.404/1976), caracterizando o uso indevido de informação privilegiada nos expedientes realizados pela companhia, conforme a inteligência do artigo 13, *caput*, da Instrução CVM 358/2002, e, do art. 27-D da Lei 6.385/1976.

Com o argumento de que a JBS adquiriu os contratos futuros de dólar na bolsa de futuros e os contratos a termo de dólar no mercado de balcão organizado, no universo do mercado de derivativos, se faz indispensável explicar que a legislação brasileira não transmite de forma exata o que são operações com derivativos, em comparação ao do ordenamento jurídico norte-americano (CVM, 2017).

A investigação ainda apura mais dois eventos: o primeiro é a realização de ordens de venda de ações de emissão da JBS na bolsa de valores, entre 24 de abril e

17 de maio, por sua controladora, a empresa FB Participações e a compra dessas ações, em mercado, por parte da empresa JBS, manipulando o mercado e como resultado os seus acionistas salvaram parte do prejuízo decorrente da baixa das ações.

O segundo evento investigado é a acentuada compra de dólares entre 28 de abril e 17 de maio por parte da JBS em conflito com a movimentação usual da empresa, reproduzindo ganhos decorrentes da alta da moeda norte-americana após o dia 17, quando foi divulgado o acordo de delação e a gravação com o presidente Michel Temer (CONJUR, 2017).

De acordo com a assessoria de imprensa da Polícia Federal em 2017, os pedidos de prisão se deram numa segunda fase das investigações. Em junho de 2017, a Polícia Federal já havia feito buscas e apreensões e ouvido pessoas que foram alvos de condução coercitiva. Segundo a Polícia Federal, esse material trouxe elementos de prova que indicam o cometimento de crimes e apontam autoria aos dois dirigentes.

Conclui-se que nessa ação, os investigados poderão ser responsabilizados pelo crime do uso indevido de informação privilegiada, com penas de um a cinco anos de reclusão e multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida. Em nota aos seus acionistas, a JBS comunicou a prisão de Wesley Batista e disse que ainda não teve acesso a íntegra da decisão. Mas que manterá os acionistas informados sobre o tema.

O empresário, sócio do grupo J&F e controlador da JBS Wesley Batista, foi preventivamente preso no dia 13/09/2017. Essa prisão preventiva de Wesley Batista, foi a primeira realizada no Brasil pelo crime de *insider trading*. Mediante as informações da Polícia Federal, a venda de ações da JBS antes do vazamento da delação dos controladores impediu um prejuízo potencial de R\$ 138 milhões aos irmãos Batista e ao grupo J&F (ÉPOCA, 2017).

Existe também um novo pedido de prisão contra Joesley Batista, que já estava detido em Brasília. Considerando ainda os mandados de prisão preventiva, foram cumpridos dois mandados de busca e apreensão. As ordens foram expedidas pela 6ª Vara Criminal de São Paulo.

Os dois estão sendo presos pelo crime do uso de informação privilegiada em transações no mercado financeiro entre 24 de abril e 17 de maio do ano de 2017. Nesse período, foram divulgadas informações relacionadas a acordo de colaboração premiada firmado com a Procuradoria-Geral da República e a gravação de conversas denunciadoras entre Joesley e o presidente da República, Michel Temer (PMDB) (CONJUR, 2017).

4.2 CASOS INVESTIGADOS NOS ESTADOS UNIDOS

A) GOLDMAN SACHS

O caso de *insider trading* teve início com Eugene Plotkin, um associado da divisão de pesquisa de renda fixa do Goldman Sachs, e de Pajcin, ex-analista do mesmo banco sucedeu em ganhos ilegais de, mais ou menos a quantia de 6,7 milhões de dólares. As conseqüências no mercado foram relevantes, pois os danos são notáveis, os acionistas ficaram no prejuízo financeiro e desestimulados a novos investimentos

O projeto começou em 2004 e incluía alternativas de obter informações de operações de fusões e aquisições do Merrill Lynch, com um analista de investimentos do banco, no momento até ligações com “dançarinas” que poderiam obter informações com pessoas de *Wall Street*. Porém Rajat Gupta, indiano que foi diretor do Goldman Sachs, foi preso mediante acusação de *insider trading*, com Raj Rajaratnam, fundador do Galleon Group. Guopta foi condenado a onze anos de prisão por crime no mercado de capitais (REVISTA EXAME, 2016).

Gupta foi condenado em junho de 2012, ao apurar às acusações de *insider trading* relacionado à quatro crimes de valores mobiliários. Também foi condenado em outubro de 2012 a dois anos de prisão, mais um ano adicional em liberação supervisionada e condenado a pagar US \$ 5 milhões em multas (REVISTA EXAME, 2016).

Sua condenação foi aprovada por um Tribunal Federal de Apelação em 25 de março de 2014. Ele então se defendeu com recurso para o Supremo Tribunal dos Estados Unidos que foi logo após aprovado em 20 de abril de 2015. Um pedido para continuar livre até que o tribunal definisse se ele ouviria, caso o recurso fosse negado em 11 de junho de 2014, fazendo com que Gupta inicie sua prisão de dois anos em 17 de junho de 2014 (VEJA, 2011).

Ele foi libertado em prisão domiciliar em março de 2016 Na hora da sua libertação, Gupta confirmou em apelar a sua condenação por razões que não recebeu nenhuma vantagem tangível de Raj Rajaratnam em favor da informação privilegiada satisfatória que Gupta emitiu ao seu associado Rajaratnam. De acordo com o *The Wall Street Journal*, o executivo era “um dos poucos” que conquistou tornar-se um “exemplo para muitos na Índia que buscam crescer nos Estados Unidos e em outros lugares” (VEJA, 2011).

B) WARREN BUFFETT

O caso envolvendo Warren Buffett também ganhou bastante destaque, devido ao ato de *insider trading* ilegal, no entanto, não pelo lado criminoso. Quando Buffett adquiriu 5 bilhões de dólares em ações do Goldman Sachs durante a crise financeira em 2008, o mercado estudou o guru e as ações aumentaram.

Raj Rajaratnam, fundador da Galleon, sabia previamente que Buffett faria tal aquisição e comprou papéis do banco logo antes da aquisição para vender logo após, ocasionando em um impacto bastante relevante no âmbito do mercado financeiro e de capitais. Buffett entrou em críticas considerando a crise dos *subprimes* de 2007-2008, desestimulando grande parte dos investidores em potencial, a recessão que iniciou em 2007, Buffett havia alocado capital muito cedo, como conclusão, teve negócios subótimos (se encontram abaixo de um nível ótimo ou que não apresenta a melhor qualidade possível).

Buffett afirmou que a desaceleração no setor financeiro que iniciou em 2007, "justiça poética". O Berkshire Hathaway de Buffett teve um prejuízo de uma perda de 77% no lucro no terceiro trimestre de 2008 e vários de seus negócios mais recentes sofreram grandes perdas de marca a mercado. Berkshire Hathaway comprou 10% de ações preferenciais perpétuas da Goldman Sachs (UOL, 2011)

Algumas das opções de venda de Buffett (exercício europeu apenas no vencimento) que ele escreveu (vendidas) foram disparadas em torno de perdas de *mark-to-market* de US \$ 6,73 bilhões no final de 2008. A escala do prejuízo potencial acarretou a SEC para exigir que a Berkshire forneça uma divulgação mais segura e efetiva dos fatores usados para valorizar os contratos (UOL, 2011).

De acordo a SEC (*Securities and Exchange Commission*) no momento funcionário do Goldman Sachs, Rajat K. Gupta teria "distribuído não intencional" a informação da ameaça do investimento a ser auferido por Buffett a Rajaratnam. Gupta foi acusado de ter distribuído entre março de 2007 e janeiro de 2009 informações confidenciais a Rajaratnam e foi sentenciado a dois anos de prisão.

Warren Buffett apesar de ter suas ações investigadas pela SEC, não foi condenado, porém seu amigo Raj Rajaratnam é considerado o responsável pela maior fraude por uso de informação privilegiada da história. Ele foi condenado a 11 anos de prisão (REVISTA EXAME, 2017).

C) BURGER KING

A SEC investigou dois brasileiros após a compra do Burger King pelo 3G Capital, em 2010. A informação da aquisição teria despejada e sido empregada pelos dois investidores e também distribuída para algumas outras pessoas. Brasileiros são acusados de *insider trading* no Burger King. Promotores acusaram um ex-operador do Wells Fargo e um profissional do mercado financeiro por utilizar informações privilegiadas antes da operação de compra em 2010 (REVISTA EXAME, 2017).

De acordo com a SEC, em Nova York, Promotores norte-americanos acusaram criminalmente um ex-operador do Wells Fargo e um profissional do mercado financeiro por utilizar informações privilegiadas com ativos do Burger King antes da operação de compra da rede de fast-food em 2010.

Waldyr da Silva Prado Neto, que trabalhava para o Wells Fargo Advisors, afirma que teve as informações por um cliente que a empresa de private equity 3G Capital Partners planejava adquirir o Burger King, e distribuiu a notícia para Igor Cornelsen, profissional do mercado financeiro e seu colega de trabalho, ocasionando em um impacto relativamente significativo no âmbito do mercado de capitais, por consequência os investidores em potencial ficaram com prejuízos financeiros e desestimulados dentro do mercado (REVISTA EXAME, 2016).

Os promotores declararam que o cliente não-identificado era um investidor em um fundo da 3G, que várias vezes compartilharam informações financeiras sigilosas com Prado no fundamento de que seriam mantidas em confidentes. Ao contrário disso, os investigadores disseram que os réus se comunicavam em português sobre uma possível compra (CELLIM, 2016).

Eles afirmam que isso incluiu uma troca de e-mails em 18 de agosto de 2010, em que Cornelsen perguntou: “o negócio do sanduíche vai acontecer”, levando Prado responder: “vai acontecer”. A compra de em torno 3,26 bilhões de dólares foi declarada duas semanas após os acontecimentos, avaliando o Burger King em 24 dólares por ação, 46% mais elevado do que era negociada antes dos rumores de compra virem à ter conhecimento da maioria. Os promotores afirmaram que Cornelsen e Prado operaram ações do Burguer King ilegalmente, com um lucro de 1,68 milhão dólares e 175 mil dólares, respectivamente (CELLIM, 2016).

Por conclusão, Prado, 43 anos, localiza-se em Porto Seguro, e Cornelsen, 65, em São Paulo. Ambos não foram presos. Cada um foi acusado por fraude de valores mobiliários, fraude em ligação com a oferta pública de aquisição e formação de quadrilha. Eles devem futuramente pegar até 20 anos de prisão por cada acusação de fraude. James Benjamin, um advogado representa Cornelsen, não respondeu precisamente a um pedido de comentário.

Prado não pôde ser contatado e não está claro se ele tem um advogado. A 3G não foi acusada. A SEC e outros reguladores também estão investigando se existe abuso de informação privilegiada antes da compra, em fevereiro passado, da fabricante de ketchup Heinz pela 3G e Warren Buffett, da Berkshire Hathaway (REVISTA EXAME, 2016).

D) DISNEY

Em abril de 2010, um casal procurou vender importantes informações privilegiadas no que diz respeito aos resultados do segundo trimestre da Disney a gestores de *hedge funds* nos Estados Unidos e na Europa, porém eles cometeram um grande erro, venderam o material para agentes do *FBI* disfarçados, ocasionando em um impacto relativamente significativo no âmbito do mercado de capitais, por consequência os investidores em potencial ficaram em alerta dentro do mercado devido a fragilidade em obter informações privilegiadas (REVISTA EXAME, 2016)

O casal solicitou em dinheiro e participação nas operações já concedidas em contrapartida das informações privilegiadas. No mesmo dia da publicação, as informações finais não foram enviadas como combinado, momentos antes da divulgação original, como havia sido esquematizado, mas o criminoso deu a pista sobre o lucro por ação a um dos agentes do *FBI* e combinou no valor, considerando ainda ter enviado um relatório que continha particularidades sobre as operações no período, e previsões futuras traçadas pela direção da Disney dois dias antes da publicação original. E como se esperava o casal foi preso pelo *FBI* (REVISTA EXAME, 2016).

E) HEINZ

Segundo as informações da pesquisa de Cellim (2016), que No dia 14/02/2013, momentos antes da divulgação de negociação das ações da H. J. Heinz (ou apenas Heinz) houve uma movimentação significativa no volume de aquisições das ações por duas empresas, a BerkeshierHathway e a 3G Capital, sendo 3G Capital uma investidora.

Essa compra de ações resultou em incomodo quanto à sua legalidade, sabendo que no dia em questão, a movimentação das ações ocorreu também o aumento significativo do valor de emissão dessas, uma maximização no valor de cerca de 20% do valor de emissão, ou seja, cada ação passou a custar R\$ 72,50,

onde acarretou em um desconforto perante os investidores no mercado com prejuízos financeiros.

Mesmo diante esse aumento, as mencionadas empresas aceitaram esse preço e emissão, sendo que momentos antes dessa operação, não houve nenhum tipo de movimentação e procura das ações de emissão da Heinz, assim, houve um impacto bastante relevante no mercado de capitais (CELLIM, 2016).

Nesse contexto, a *Securities and Exchange Commission*, que é o órgão responsável pela fiscalização das operações e empresas nos Estados Unidos da América, promoveu a abertura de inquérito para investigar a compra do controle acionário da Heinz, que se representou por tal movimentação, no valor total de U\$ 23,000,0000,0000.00, considerando também a dívida de U\$ 5,000,000,000.00, que no caso foi objeto da compra realizada.

Nesse segmento, a partir da iniciação de inquérito para investigar a possível transmissão de informações sigilosas, a SEC teria maiores chances de obter acesso aos indivíduos que estariam em conjunto a transmissão dessas informações. Continuando sobre a negociação das ações da Heinz, dias antes que houve essa provável fraude na compra dessas, momentos antes do aumento do preço das ações, em conjunto com a movimentação dessas ações em resultado da variação do controle acionário, a Heinz estava instigada em um processo de promover a opção de compra (*CallOption*), ferramenta que é bastante utilizada para adquirir determinados títulos com um dado valor futuro, quando for realizada a sua compra (SEC, 2016)

De acordo com os dados apresentados pela Bloomberg, empresa que tem a responsabilidade pela transmissão de informações com transparências aos mercados financeiros e de capitais – que diagnosticou em relatório que em momentos antes os preparativos para a realização do *Call Option* estavam em processo de conclusão, houve a alta do preço das ações, seguindo como a compra de participação majoritária das ações da Heinz (SEC, 2016).

A SEC (2016), utilizando bastante cautela nessa movimentação efetiva de ações, analisando o caso que ocorrera em setembro de 2012, também com envolvimento da 3G Capital no caso de compra do controle acionário da Burger King, no qual um funcionário brasileiro que trabalhava na Wells Fargo (companhia bem vista nos EUA), que tem como atuação a prestação de serviços financeiros (sabendo que teria proporcionado as informações sobre as antecipações no que diz respeito às ações da Burger King). Mediante este contexto, nota-se que absolutamente nenhum indivíduo tanto da 3G Capital, como da Wells Frago teria suportado qualquer tipo de indícios de autoria, como acusação na variação do controle acionário da Burger King.

A SEC centralizou sua investigação na possível ação de dois irmãos brasileiros, Michael e Rodrigo Terpins, que facilitaram a transmissão dessas informações sigilosas. A SEC ainda afirmou que, Rodrigo Terpins passou as férias no *Walt Disney World*, na cidade de Orlando na Flórida teria aquisição por U\$ 90,000 opções de compra da Heinz tendo por fundamento as mesmas condições ilícitas, nas quais seu irmão Michael o teria realizado (SEC, 2016)

No entanto, o mencionado órgão fiscalizador afirmou que, essa aquisição foi promovida mediante uma entidade controlada pela família Terpins, estabelecida nas Ilhas Cayman, mais conhecida como Alpine Swift Ltd. (*Alpine*), sendo que, no logo após a promoção dessa opção de aquisição o preço das ações teria elevado 2.000% em relação ao valor de U\$ 23 bilhões de dólares que fora declarado na época da aquisição (SEC, 2016).

Ainda nesse contexto, a entidade localizada nas Ilhas Cayman tornou-se centro dos holofotes para investigação do caso de *insider trading* envolvendo a Heinz, que as movimentações auferidas na conta corrente do Banco da Suíça teria sido feita por alguém sem autorização (CELLIM, 2016)

Na exibição da Alpine concedida em setembro de 2013, detectou que houve uma movimentação na mencionada conta bancária no mês de fevereiro, e que tal movimentação realizou um lucro maior de 1.81 milhões de dólares, pela razão de que no período anterior a declaração da aquisição das ações da Heinz pela Berkshire Hathway e pela 3G Capital. Considerando as informações processadas sobre essa aquisição relacionada ao lucro acima mencionado, ocorreu em fevereiro. Mediante uma ordem judicial, a conta bancária aberta no Goldman Sachs localizado na Suíça, teve seu congelamento decretado (CELLIM, 2016).

Após essa movimentação judicial, os advogados da Alpine foram os primeiros a apresentarem suas declarações com relação a essa acusação. Este evidenciou que, essa transação bancária envolvendo as contas e nome da Alpine foi promovido por alguém que não tinha autorização para realizar qualquer tipo de operação bancária, e ainda mais em nome da Alpine (CELLIM, 2016).

A corte de justiça que investigou o caso declarou ainda que a Alpine tem uma estrutura societária misteriosa, e que as empresas situadas em propriedade de indivíduos que estão relacionados a ela, são relativamente brasileiras, que logo expediu uma possível relação com a empresa 3G Capital, que tem sua sede social localizada no Brasil (SEC, 2016)

No momento em que foi apresentada, a Alpine tem uma consultora de investimentos, que tem como único investidor uma pessoa física de nacionalidade

brasileira até o momento não identificada, que tem um poder total e grande confiança para auferir as transações negociais em nome da Alpine (SEC, 2016)

Concluindo que foi apresentado que um dos beneficiários da referida empresa também é um brasileiro até o momento também está sem identificação, mas este não tem autonomia, nem autorização para promover qualquer tipo de transação que esteja relacionada com a movimentação de caixa e fundos da Alpine. Em relação aos documentos e declarações atribuídas pelo tribunal responsável, pondera-se que o representante da Alpine ainda afirmou que não tinha conhecimento da transação ocorrida, a não ser pela proposta da ação pela SEC.

A empresa afirmou que, o banco Goldman Sachs declarou que, na data de 13 de fevereiro de 2013, uma pessoa não identificada orienta a aquisição de 2.533 Opções de Compra da Heinz mediante a conta corrente da Alpine. Analisando esse evento, a informação que foi dada pelo advogado responsável pela Alpine foi que, a pessoa orientada para a realização dessa transação não detinha nenhum documento de mandato, nem qualquer outra forma de autorização por escrito, para a promoção desta, e qualquer outra operação em nome da Alpine, sem que antes tivesse a autorização explícita desta antecipadamente (SEC, 2016).

O decorrer da ação proposta pela SEC do dia 15 de fevereiro de 2013 afirmou que, posteriormente a transação de compra das Opções de Compra da Heinz, houve uma maximização de 1.700% nas opções de compra da Heinz, acontecido após o pronunciamento formal da compra das ações. No que diz respeito às referentes informações processuais, a SEC conseguiu ter acesso a vários documentos associados ao Goldman Sachs, que foram emitidas e disponibilizadas pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro da Suíça (CELLIM, 2016)

E o mencionado banco afirmou que, está disposto a contribuir com quaisquer declarações e documentos que se façam necessários para conclusão desse caso, todavia o Goldman Sachs não foi indiciado como culpado ou cúmplice dessa operação, mediante a declaração dada pelo “*Federal Bureau of Investigation*” (FBI), que também está investigando estes acontecimentos (SEC, 2016).

Ainda sobre o caso, a corte competente para o caso proposto pela SEC, em janeiro de 2014, indagou a possibilidade da produção de um acordo com os irmãos Terpins com relação ao uso de informações indevidas para benefício pessoal, considerando a conduta de *insider trading* (CELLIM, 2016)

Em outubro de 2013 a SEC declarou o andamento no processo em análise, afirmando uma queixa contra os irmãos brasileiros nomeados ao longo do processo, sobre o uso inapropriado da Alpine para a produção de aquisição das Opções de Compra momentos antes da declaração ao mercado da negociação das mesmas.

Sabendo que, depois da declaração pública da negociação desses títulos, de acordo com o que já foi mencionado houve um grande acréscimo no valor dos mesmos. Os irmãos Terpins foram obrigados a ter que consentir na perda dos lucros realizados (U\$1,81 milhões de dólares), considerando ainda o pagamento da multa de U\$ 3 milhões de dólares pela conduta ilícita (SEC, 2016)

Com relação ao acordo, nenhum dos irmãos divulgou qualquer negativa com relação ao acordo que lhes foi proposto, que foi concedido inicialmente pelo juiz responsável. Com o passar do mês de dezembro de 2013 e janeiro de 2014, foram propostas vários andamentos processuais, nos quais estava em discussão a necessidade de apresentação probatória pela SEC, para designar que a conduta criminosa foi concedida de fato pelos irmãos Terpins. No entanto, posterior a procura e apresentação do material probatório pela SEC, a conclusão estabelecida no acordo entre: os órgãos jurisdicionais, SEC e o s irmãos Terpins retrataram o assentamento de uma “resolução justa, adequada e razoável desse assunto”, conforme declaração dada pelo juiz responsável pelo processo (SEC, 2016).

F) HEDGE FUND SAC CAPITAL ADVISORS

No ano de 2013, o gestor Michael Steinberg, do Hedge Fund SAC Capital Advisors, foi indiciado como participante de uma longa investigação de insider *trading*. O gestor foi acusado de operar com ações da Dell Inc e da Nvidia Corp usando informações não disponíveis ao público. Steinberg foi o empregado mais graduado da SAC Capital Advisors a ser indiciado no inquérito do governo norte-americano sobre como os “*hedge funds*” operam com base em informações obtidas ilegalmente, ocasionando em um impacto bastante relevante no mercado (REVISTA EXAME, 2016)

Nove pessoas, incluindo Steinberg, foram indiciadas ou envolvidas nas acusações de irregularidades em operações na época em que trabalhavam na SAC, um fundo de 15 bilhões de dólares, que pertence ao investidor Steve A. Cohen (REVISTA EXAME, 2016).

As autoridades criminais também continuam a considerar o Sr. Cohen e outros funcionários da SAC como alvos. Os agentes do FBI, segundo as pessoas, estão examinando os registros comerciais da SAC e buscando a cooperação de potenciais informantes, porém a investigação ainda pode continuar. A investigação exigiu uma cobrança significativa no SAC.

Quase todos os investidores do fundo tiraram seu dinheiro, acarretando em um desestímulo no mercado. Mas o SAC foi sempre mais isolado do que outros fundos de hedge dos efeitos nocivos das retiradas, devido aos US \$ 15 bilhões que conseguiu no

seu auge, apenas US \$ 6 bilhões eram de investidores externos. O saldo pertence em grande parte ao Sr. Cohen (DEAL BOOK, 2013).

Havia especulações de que uma acusação de SAC poderia causar o colapso do fundo. Mas o governo tentou limitar o potencial de danos colaterais sobre os investidores e os parceiros comerciais do fundo. Os promotores não congelaram os ativos da SAC e incentivaram as corretoras a continuarem a fazer negócios com o fundo. O SAC provavelmente se transformará em um chamado escritório familiar, com o Sr. Cohen e uma equipe de centenas investindo sua riqueza pessoal. E com bilhões a sua disposição, o Sr. Cohen provavelmente permanecerá no mercado de ações (DEAL BOOK, 2013).

4.3 ANÁLISE DESCRITIVA

TABELA 2: Detalhamento sobre os casos estudados de *insider trading* no Brasil. Período: 2002 a 2017

Período	Casos Investigados	Impacto (imerc)	no Mercado	Grau de Penalidade (imerc)
2007-2008	Suzano		0	3
2007-2012	Petrobrás		1	2
2009-2017	Aracruz Celulose AS		1	2
2009-2016	Sadia/Perdigão		0	3
2013-2017	Eike Batista OSX		0	3
2017-2017	JBS		0	3

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 2 evidencia que as variáveis categóricas no Brasil foram devidamente quantificadas de acordo com a apuração dos dados de cada caso, assim, a análise descritiva pode ser feita com mais eficiência. É importante destacar os casos envolvendo a Suzano, Sadia/Perdigão/, Eike Batista/OSX e JBS, que tiveram o

impacto no mercado em nível baixo, porém o grau de penalidade alto. Os demais casos houve um equilíbrio entre as variáveis estudadas.

Os casos analisados no Brasil evidenciam o fato de que o *insider trading* tem influência no mercado, os autores Girão, Martins e Orleans (2015), declaram que o *insider trading* tem função importante no mercado, justamente por sinalizar o que pode vir a acontecer no futuro. Nos casos investigados o impacto no mercado na maioria das vezes afetou os investidores em prejuízos financeiros e com desestímulo perante o mercado, como consequência o mercado fica estagnado até que os investidores possam recuperar a confiança no mercado novamente.

No que diz respeito às penalidades, em todos os casos houve uma apuração e investigação dos casos de forma eficiente, através dos órgãos responsáveis por tal ação, como por exemplo, a CVM, PF, MP etc. Como resultado, as penalidades aconteceram em todos os casos, mediante julgamento as empresas e os envolvidos foram devidamente punidos por utilizar informações especiais, específicas e privilegiadas apenas para obtenção do benefício próprio.

Algumas das penalidades foram realizadas através de multas, retenção de ativos e até mesmo a prisão dos envolvidos. Vale destacar o apelo da imprensa e da população no caso da Petrobras, principalmente pelo envolvimento direto com a investigação da Operação Lava Jato, comprometendo o dinheiro público, onde apenas nove dos envolvidos foram devidamente condenados. O MPF afirmou que no futuro pode recorrer para que os vinte envolvidos restantes possam ser julgados novamente e por consequência sejam devidamente punidos.

TABELA 3: Detalhamento sobre os casos estudados de *insider trading* nos Estados Unidos. Período: 2002 a 2017

Período	Casos Investigados	Impacto no Mercado	Grau de Penalidade (imerc)
2004-2011	Goldman Sachs	0	3
2007-2009	Warren Buffett	1	2
2010-2011	Burger King	0	2
2010-2011	Disney	0	3
2013-2014	Heinz	1	3
2013-2014	Hedge Fund Sac Capital Advisors	1	1

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 3 evidencia que as variáveis categóricas nos Estados Unidos foram devidamente quantificadas de acordo com a apuração dos dados de cada caso, assim, a análise descritiva pode ser feita com mais eficiência. É importante destacar os casos envolvendo a Goldman Sachs e a Disney, que tiveram o impacto no mercado em nível baixo, porém o grau de penalidade alto. Os demais casos houve um equilíbrio entre as variáveis estudadas.

Os casos analisados nos Estados Unidos, o destaque do impacto no mercado e os grandes prejuízos, espera-se que devido à fragilidade em conseguir informações privilegiadas por alguns usuários, acarretando em desestímulo perante os demais investidores, como também prejuízos financeiros, assim, comprometendo a confiança dos acionistas mais ativos em cada caso.

Em evidência, os casos da Heinz e da Hedge Fund Sac Capital Advisors, conseguiram efetuar prejuízos ainda mais relevantes no mercado. A Heinz pelo fato de envolver várias empresas e pessoas e a SAC por gerar um colapso no mercado, devido a não penalidade como consequência por tais atos ilícitos.

As penalidades para os casos do mercado norte-americano nesta pesquisa, na maioria são penalidades relevantes, porém em alguns casos as penalidades não

foram impactantes como deveriam. O governo dos Estados Unidos em parceria com a SEC conseguiu fazer uma investigação sobre os casos de forma eficiente, todavia os casos do Warren Buffett e da Hegde Fund Sac Capital Advisors não foram penalizados como esperado.

Warren Buffett conseguiu se livrar das penalidades, no entanto, é importante afirmar que ele é um homem bastante influente nos Estados Unidos, nesse caso apesar dele ser a pessoa com mais relevância no caso, as penalidades não foram direcionadas para ele, assim, outros envolvidos foram punidos neste caso. Diferentemente do caso da SAC, que não teve qualquer penalidade.

Na tabela 4 abaixo através da análise descritiva percebe-se que as penalidades altas apresentam uma frequência duas vezes maior do que as penalidades baixas, assim, através dessa amostra e desse período, podemos afirmar que no Brasil os casos de *insider trading* são penalizados na maioria das vezes de forma eficiente. Todos os casos foram penalizados.

TABELA 4: Análise descritiva sobre o grau penalidade no Brasil. Período: 2002 a 2017.

Grup	Freq.	Percent	Cum.
2	2	33,33	33,33
3	4	66,67	100,00
Total	6	100,00	0

Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 5 abaixo através da análise descritiva percebe-se que o alto impacto no mercado apresenta uma frequência duas vezes maior do que o baixo impacto, assim, através dessa amostra e desse período, podemos afirmar que no Brasil a maioria dos casos de *insider trading* tem um impacto no mercado alto e relevante.

TABELA 5: Análise descritiva sobre o impacto no mercado do Brasil. Período: 2002 a 2017.

Imerc	Freq.	Percent	Cum.
0	2	33,33	33,33
1	4	66,67	100,00
Total	6	100,00	0

Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 6 abaixo através da análise descritiva percebe-se que as penalidades altas apresentam uma frequência maior do que as penalidades baixas, assim, através dessa amostra e desse período, podemos afirmar que nos Estados Unidos os casos de *insider trading* são penalizados na maioria das vezes de forma eficiente. O caso da SAC não foi penalizado.

TABELA 6: Análise descritiva sobre o grau de penalidade americano. Período: 2002 a 2017.

Grup	Freq.	Percent	Cum.
1	1	16,67	16,67
2	2	33,33	50,00
3	3	50,00	100,00
Total	6	100,00	

Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 7 abaixo através da análise descritiva percebe-se que nessa amostra desse período, existe equilíbrio no percentual entre as categorias. Onde a variável encontra-se em percentual de 50%, 3 casos com baixo impacto e 3 com alto impacto, sendo assim, a única tabela nessas condições.

TABELA 7: Análise descritiva sobre o impacto no mercado americano. Período: 2002 a 2017.

Imerc	Freq.	Percent	Cum.
0	3	50,00	50,00
1	3	50,00	100,00
Total	6	100,00	

Fonte: Dados da pesquisa.

4.4 ANÁLISE QUANTITATIVA

Para responder de forma mais eficiente a problemática da pesquisa é necessário analisar os resultados obtidos com os testes para as hipóteses investigadas. Na H1: há diferença estatística entre o grau de penalidade e o impacto no mercado brasileiro, foi utilizado o teste Wilcoxon (não-paramétrico para amostras descritivas dentro de uma mesma amostra). Na H2: há diferença estatística entre o grau de penalidade e o impacto no mercado americano, também foi utilizado o teste Wilcoxon (não-paramétrico para amostras descritivas dentro de uma mesma amostra).

TABELA 8: Testes de hipóteses sobre a relação entre o Graup e o Imerc no Brasil e nos Estados Unidos. Período: 2002 a 2017.

(Brasil) Graup x Imerc	(Estados Unidos) Graup x Imerc
Ho: graup = imerc	Ho: graup = imerc
$z = 2.220$	$z = 2.120$
Prob> $ z = 0.0264$	Prob> $ z = 0.0340$

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados para a H1 dentro do período analisado em conjunto as amostras investigadas, quanto maior for o grau penalidade menor será o impacto no mercado, por existir diferença estatística entre ambas variáveis no mercado brasileiro. Os resultados para H2 foram equivalentes, pois dentro do período analisado em conjunto

as amostras investigadas, quanto maior for o grau penalidade menor será o impacto no mercado, por existir diferença estatística entre ambas variáveis no mercado americano.

Mais testes foram feitos nessa pesquisa, Na H3: há diferença estatística entre o grau de penalidade do Brasil e dos Estados Unidos. Para responder essa hipótese, foi utilizado o teste Mann-Whitney (não-paramétrico para amostras descritivas dentro de amostras diferentes), Na H4: há diferença estatística entre o impacto no mercado do Brasil e dos Estados Unidos. Para responder essa hipótese, também foi utilizado o teste Mann-Whitney (não-paramétrico para amostras descritivas dentro de amostras diferentes),

TABELA 9: Testes de hipóteses sobre a relação entre o Graup no Brasil x EUA e o Imerc no Brasil x EUA. Período: 2002 a 2017.

Graup (Brasil) x Graup (EUA)	Imerc (Brasil) x Imerc (EUA)
Ho: graup(empbr==0) = graup(empbr==1)	Ho: imerc(empbr==0) = imerc(empbr==1)
z = -0.730	z = -0.561
Prob> z = 0.4652	Prob> z = 0.5751

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados para a H3 apontam que dentro do período analisado em conjunto as amostras investigadas, não tem como fazer uma comparação eficiente sobre o grau de penalidade entre os dois países, por não existir diferença estatística entre ambas variáveis e os resultados serem equivalentes. Os resultados para a H4 foram equivalentes a H3, pois apontam também que dentro do período analisado em conjunto as amostras investigadas, não tem como fazer uma comparação eficiente sobre o impacto no mercado entre os dois países, por não existir diferença estatística entre ambas variáveis e os resultados serem equivalentes.

Os resultados apontam que ao comparar o grau de penalidade existente em ambos os países, pode-se notar uma pertinente igualdade, assim, a cultura existente em cada país em regradar e punir casos de *insider trading* pode ser um determinante essencial. No mesmo sentido está o Impacto no mercado, pode também está relacionado a cultura existente no âmbito corporativo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou o grau de penalidade e o impacto no mercado existente no Brasil e nos Estados Unidos para a prática de *insider trading* ilegal, assim, comparando a análise dos dados entre ambos os países.

A pesquisa de Girão, Martins e Paulo (2015), teve como objetivo, analisar o impacto das negociações dos *insiders* nas decisões dos investimentos em ações. Nas análises foram utilizados alguns testes estatísticos paramétricos (t e F Anova) e não paramétricos (Mann-Whitney e Kruskal-Wallis).

Os resultados obtidos com a pesquisa apontam para informações que as negociações dos *insiders* são significativas para as decisões de investimentos dos demais investidores e considera que a tempestividade dessas informações desempenha também influência em tais decisões, sendo as negociações anormais aquelas que têm maior influência nas decisões de investimentos em ativos de risco pelos respondentes. As contribuições mais relevantes da pesquisa estão interligadas com as evidências em favor do Paradoxo de Grossman e Stiglitz (1980), dando uma base crítica à tão defasada Instrução CVM 358/2002 que regula o *insider trading* no Brasil.

A pesquisa do autor Da Cruz (2016) foi identificar os principais determinantes e os impactos no mercado de capitais ocasionados pela assimetria informacional. A metodologia foi realizada por meio de uma sondagem de referências nos principais periódicos internacionais presentes no período compreendido entre 1950 a 2013. Os determinantes e os impactos no mercado de capitais ocasionados pela assimetria de informações são apresentados e analisados à luz das finanças corporativas, e produzem ruídos nas áreas de investimento, financiamento, dividendo, risco e liquidez.

Diante disso, nota-se que as empresas ao aderirem à boa governança devem buscar ao máximo utilizar suas regras, pois sua aplicação pela metade pode levar ao aumento dos casos de assimetria informacional, causando prejuízos ao mercado de capitais.

Dessa forma, os resultados do teste Wilcoxon para amostras pareadas, nas hipóteses 1 e 2 aceitaram que há diferença estatística entre o grau de penalidade e o impacto no mercado brasileiro, ou seja, no período analisado pode-se afirmar que quanto maior for o grau de penalidade menor será o impacto no mercado, considerando ambos os países.

Dessa mesma forma, os resultados do teste Mann-Whitney para amostras independentes, as hipóteses de que o grau de penalidade e o impacto no mercado

para os casos investigados no Brasil são superiores aos investigados nos Estados Unidos foram negadas, ou seja, no período analisado pode-se afirmar que não há diferença estatística nas variáveis estudadas entre ambos os países, ou seja, é possível relacionar de forma equiparada a cultura existente em ambos os países para regradar e punir casos de *insider trading*. No mesmo sentido pode também está relacionado a cultura existente no âmbito corporativo.

Para pesquisas futuras sugere-se aumentar a quantidade de casos investigados ou outro critério diferenciador, como o período e a quantidade de países, tomando como base a fundamentação teórica e a metodologia para enriquecer a discussão sobre o tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BMeFBOVESPA, Descrição dos casos de insider trading. Ano: 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em: Novembro de 2017.

CELLIM, Sarah Barros. Artigo: Aspectos históricos e penais de casos de Insider Trading. Ano: 2016. Disponível em: <<https://sarahbc.jusbrasil.com.br/artigos/337509597/aspectos-historicos-e-penais-de-casos-de-insider-trading>>. Acesso em: Novembro de 2017.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS CPC. Baseado nos estudos dos casos de insider trading ilegal. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC10_R1.pdf>. Acesso em: Novembro de 2017.

CONJUR, Justiça e Direito. <<http://www.gazetadopovo.com.br/vida-publica/justica-e-direito/artigos/o-primeiro-caso-de-insider-trading-no-brasil-o-crime-que-nao-compensou-b9b338zaf2gg6ltkwtw5t15s0>> Acesso em: Novembro de 2017

CUNHA, Jacqueline; **RIBEIRO**, Maisa. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. In: ENANPAD, 30., 2006, Salvador. Anais. Brasília: ANPAD, 2006. CD-ROM. Acesso em: Novembro de 2017

DA CRUZ, Aletheia Ferreira. Assimetria informacional no contexto das finanças corporativas: determinantes e efeitos no contexto organizacional. Ano: 2016. Disponível em: <<https://www.revistas.ufg.br/reoeste/article/download/42530/21360>> Acesso em: Dezembro de 2017

DA SILVA, Thais Alves; **SLEWINSKI**, Evelise; **SANCHES**, Simone Leticia Raimundini; **MORAES**, Romildo de Oliveira. Teoria da Divulgação na Perspectiva da Economia da Informação: Possibilidade de Novos Estudos? Ano: 2015. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos152015/276.pdf>> Acesso em: Novembro de 2017

DEAL BOOK, Ex diretor do Goldman Sachs é preso por insider trading. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/ex-diretor-do-goldman-sachs-e-preso-por-insider-trading/>> Acesso em: Novembro 2017

DYE, Ronald. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, v. 23, p. 123-145, 1985. Acesso em: Novembro 2017

DYE, Ronald. An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-235, 2001. Acesso em: Novembro de 2017

ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci; **DACIÊ**, Franciele do Prado, Artigo: Redução da assimetria informacional sob a ótica do controle gerencial: discussão sobre práticas em empresas transparentes. Ano: 2016. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/download/42922>> Acesso em: Novembro de 2017

EXTRA GLOBO, CVM condena Elke batista pagar 21 mi <<https://extra.globo.com/noticias/economia/cvm-condena-eike-batista-pagar-r21-mi-por-insider-trading-21474167.html>> Acesso em: Novembro de 2017

FRANCIS, Jennifer; **NANDA**, Dhananjay; **OLSON**, Per. Voluntarily disclosure, information quality, and costs of capital. *Journal of Accounting Research*, v. 46, p. 53-99, 2008. Acesso em: Novembro de 2017

GAZETA DO POVO, O primeiro caso de insider trading no Brasil. <<http://www.gazetadopovo.com.br/vida-publica/justica-e-direito/artigos/o-primeiro-caso-de-insider-trading-no-brasil-o-crime-que-nao-compensou-b9b338zaf2gg6ltkwtw5t15s0>> Acesso em: Novembro de 2017

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; **MARTINS**, Orleans Silva; **PAULO**, Edilson. Artigo: O Lado B do Insider Trading: relevância, tempestividade e influência do cargo. Ano: 2015. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/39200/o-lado-b-do-insider-trading--relevancia--tempestividade-e-influencia-do-cargo->> Acesso em: Novembro de 2017

GOLLO, Romário de Souza. MERCADO DE CAPITAIS: UMA CONTRIBUIÇÃO PARA O ENTENDIMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO. Ano: 2009. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/26262/000748799.pdf?sequence=1>> Acesso em: Dezembro de 2017

GROSSMAN, S. J.; **STIGLITZ**, J.E. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, v.70, n.3, p.393-408, Ano. 1980. Acesso em: Novembro 2017

GUTTENTAG, M. D. An argument for imposing disclosure requirements on public companies. *Florida State University Law Review*, 32, 123–196. Ano: 2004 Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos152015/276.pdf>> Acesso em: Novembro de 2017

HENDRIKSEN, E. B. & **BREDA**, M. F. V. Ano: 1999 Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999 Acesso em: Novembro de 2017

INFO JOTA JUSTIÇA, CRSFN pede que MPF investigue insider trading na lava jato. <<https://www.jota.info/justica/crsfn-pede-que-mpf-investigue-insider-na-lava-jato-27072017>> Acesso em: Novembro de 2017

JAFFE, J. F. Special information and insider trading. *The Journal of Business*, 47(3), 410-428. Ano: 1974 Disponível em: <<http://www.spell.org.br/>> Acesso em: Novembro de 2017

JENSEN, E **MECKLING**, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*. Ano 1976. p. 305 Disponível em: <<http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/1CCF/20090723162546.pdf>> - 360 Acesso em: Novembro de 2017

LATORRE, Maria do Rosário Dias de Oliveira, Revisão da inferência estatística. Ano 2013 Acesso em: Novembro de 2017

LEUZ, Christian; **VERRECCHIA**, Robert. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, v. 38, p. 91-124, 2000. Acesso em: Novembro de 2017.

LEUZ, Christian. Cross listing, bonding and firms reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson. Journal of Accounting and Economics, v. 42, p. 285-299, 2006. Acesso em: Novembro de 2017.

LEUZ, Christian; **WYSOCKI**, Peter. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. Social Science Research Network.. Acesso em: Novembro de 2017.

MADSEN, JB. Trade Barriers, Openness, and Economic Growth Ano: 2009 Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.4284/sej.2009.76.2.397/abstract>> Acesso em: Novembro de 2017

MARTINS, Orleans Silva; **PAULO**, Edilson. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/80748>> Acesso em: Dezembro de 2017

PARENTE, Norma Jonssen. Artigo: Aspectos Jurídicos do "insider trading". Ano: 1978. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf> Acesso em: Novembro de 2017

PEREIRA, Vivian Cristhiane Monteiro, Test U de Mann-Whitney. Ano: 2013 Acesso em: Novembro de 2017

POLICIA FEDERAL, Casos de insider trading. Ano: 2017 Disponível em: <<http://www.pf.gov.br/>> Acesso em: Novembro de 2017

PORTAL DA AUDITORIA, Introdução lei Sarbanes Oxley SOX. Disponível em: <<https://portaldeauditoria.com.br/introducao-lei-sarbanes-oxley-sox/>> Acesso em: Agosto de 2017

REVISTA EXAME, 10 casos mais bombásticos do insider trading. <<http://exame.abril.com.br/mercados/10-bombasticos-casos-de-insider-trading-da-historia/>> Acesso em: Setembro de 2017

REVISTA EXAME, Walt Disney, insiders e prisão.
<<https://exame.abril.com.br/mercados/walt-disney-insider-trading-moda-prisao-63798/>>
Acesso em: Novembro de 2017

SALOTTI, Bruno Meirelles; **YAMAMOTO**, Marina Mitiyo. Artigo: Ensaio sobre a teoria da divulgação. Ano: 2005. Disponível em:
<<http://www.spell.org.br/documentos/download/20541>> Acesso em: Novembro de 2017

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION SEC, insiders trading cases. Ano 2017 Disponível em: <<https://www.sec.gov/>> Acesso em: Novembro de 2017

SHLEIFER, A.; **VISHNY**, R. W. Management Entrenchment: The Case of ManagerSpecific Investments, Journal of Financial Economics, 25(1), 1989, pp. 123-139. Acesso em: Novembro 2017

SHIN, Hyun. Disclosures and asset return. Econometrica, v. 71, p. 105-133, 2003. Acesso em: Novembro 2017

SOLOMON & SOLOMON, National culture and financial systems Ano: 2006 Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.jibs.8400188>> Acesso em: Novembro de 2017

THE WALL STREET JOURNAL WS, insiders in the market, Ano: 2016 Disponível em: <<https://www.wsj.com>> Acesso em: Novembro de 2017

UOL, CVM condena Eike a pagar 21 mi.
<<https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2017/06/13/cvm-condena-eike-batista-a-pagar-r21-mi-por-insider-trading.htm>> Acesso em: Novembro de 2017

VASCONCELOS, Rogéria de Freitas; **GALDIA**, Fernando Caio; **MONTE-MORA**, Danilo Soares. Artigo: Transações de *insider* e impacto na rentabilidade e valor das empresas brasileiras. Ano: 2015. Disponível em:
<<http://www.spell.org.br/documentos/download/41381>> Acesso em: Novembro 2017

VEJA, CVM investiga JBS por insider trading, <<http://veja.abril.com.br/economia/cvm-investiga-jbs-por-insider-trading-dolar-e-banco/>> Acesso em: Agosto de 2017

VERRECCHIA, R. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 5(3), p. 179–194. Ano: 1983. Disponível em: http://www.catolicasc.org.br/joinville/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/DIVULGA%C3%87%C3%83O-VOLUNT%C3%81RIAS-INFORMA%C3%87%C3%95ES-FINANCEIRAS_ESTUDO-DOS-MODELOS-TE%C3%93RICOS-DA-DIVULGA%C3%87%C3%83O_Ci%C3%AAncias-Cont%C3%A1beis.pdf Acesso em: Novembro 2017

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1–3), p.97–180. Ano: 2001. Disponível em: <http://www.catolicasc.org.br/joinville/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/DIVULGA%C3%87%C3%83O-VOLUNT%C3%81RIAS-INFORMA%C3%87%C3%95ES-FINANCEIRAS_ESTUDO-DOS-MODELOS-TE%C3%93RICOS-DA-DIVULGA%C3%87%C3%83O_Ci%C3%AAncias-Cont%C3%A1beis.pdf> Acesso em: Novembro de 2017

YAMAMOTO, Marina; **SALOTTI**, Bruno. Informação contábil: Estudos sobre sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Editora Atlas, 2006. Acesso em: Novembro de 2017

ZHANG, Jidong. Corporate competitive strategy voluntary disclosure and company characters. Social Science Research Network. Acesso: Novembro de 2017