



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
ESCOLA DE DIREITO E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO
ARTIGO CIENTÍFICO

A RECORRÊNCIA DO INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS DE FUSÕES & AQUISIÇÕES

ORIENTANDO(A): LUIS EDUARDO SILVEIRA ROCHA

ORIENTADOR(A): NIVALDO DOS SANTOS

GOIÂNIA

2020

LUIS EDUARDO SILVEIRA ROCHA

**A RECORRÊNCIA DO INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS DE
FUSÕES & AQUISIÇÕES**

Artigo Científico apresentado à disciplina Trabalho de Curso II, da Escola de Direito e Relações Internacionais, Curso de Direito, da Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUCGOIÁS).

Prof. (a) Orientador (a): Nivaldo dos Santos

GOIÂNIA
2020

LUIS EDUARDO SILVEIRA ROCHA

**A RECORRÊNCIA DO INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS DE
FUSÕES & AQUISIÇÕES**

Data da Defesa: 18 de novembro de 2020.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Nivaldo dos Santos

Nota

Examinador Convidado: Prof. Ycarim Melgaço

Nota

SUMÁRIO

RESUMO.....	01
ABSTRACT.....	01
INTRODUÇÃO.....	02
1. O CRIME DE INSIDER TRADING.....	02
1.1 O QUE É INSIDER TRADING?.....	03
1.2 HISTÓRICO DO INSIDER TRADING.....	05
2. ANÁLISE JURÍDICA DO CRIME DE INSIDER TRADING.....	08
2.1 O QUE DIZ A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA?.....	07
3. DOS NEGÓCIOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO.....	11
3.1 O QUE SÃO NEGÓCIOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO?.....	11
3.2 COM QUAL FREQUÊNCIA PODE SE OBSERVAR INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO?.....	13
3.3 – CASOS NOTÓRIOS DE INSIDER TRADING EM FUSÕES E AQUISIÇÕES....	15
3.3.1 – O caso Sadia-Perdigão.....	15
3.3.2 – O caso Gol Linhas Aéreas.....	17
3.3.3 – O Caso Martha Stewart.....	18
4. A CONSEQUÊNCIA DO INSIDER TRADING NA ECONOMIA E NA VIDA DA POPULAÇÃO.....	19
4.1 – COMO O MERCADO, A POPULAÇÃO E A ECONOMIA LOCAL SÃO AFETADOS.....	19
4.2 – DA HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DE MERCADO E COMO COMBATER O INSIDER TRADING.....	20

CONCLUSÃO.....24

REFERÊNCIAS.....25

A RECORRÊNCIA DO INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS DE FUSÕES & AQUISIÇÕES

Luis Eduardo Silveira Rocha

RESUMO

Insider Trading é o ato de utilizar informações relevantes e não divulgadas ao público geral para obter vantagem indevida para si ou para outrem em negócios acionários. A primeira ocorrência do ato foi há quase 100 (cem) anos e há mais de 40 (quarenta) a legislação Brasileira visa combatê-lo. Os casos mais comuns são em ações de fusão e aquisição entre empresas. O ato é extremamente prejudicial a investidores comuns que não possuem acesso às informações, ao mercado acionário do país onde ocorre e à economia do país, pois afasta futuros investidores, desvaloriza a bolsa de valores local e incentiva a prática de crimes.

Palavras-chave: fusões e aquisições, informações privilegiadas, mercado acionário.

ABSTRACT

Insider Trading is the act of utilizing relevant information undisclosed to the general public in order to obtain illegal advantage for oneself or others in stock market deals. The first occurrence of the crime happened over 100 (one hundred) years ago, and for the last 40 (forty) Brazilian legislation has been developed to counterattack. The most common cases occur in mergers and acquisitions between companies. The act is extremely prejudicial to common investors who have no access to privileged information, to the local stock market and to the country's economy, since it pushes away future investors, devalues the local Stock Exchange and encourages future crimes.

Key-words: mergers and acquisitions, privileged information, stock market.

INTRODUÇÃO

Num mundo cada vez mais ocupado e transformado pela tecnologia, o conhecimento torna-se fácil de se adquirir, e, portanto, atividades antes consideradas exclusivas a poucos que detinham o ensino necessário para praticá-la, hoje são abordadas por muitos, principalmente o público mais leigo. É o caso do investimento em ações da bolsa de valores.

Neste sentido, chegamos no problema do *insider trading*, que é quando alguém com conhecimento prévio e ainda não divulgado realiza operações na bolsa de valores e a partir destas lucra exponencialmente mais que o investidor geral. Sendo assim, é de extrema importância que esse conceito seja difundido e pesquisado pelo meio científico.

É possível observar a prática criminosa em diversos momentos, mas se destacam os negócios de fusão e aquisição, que em poucas palavras nada mais é que quando uma empresa adquire a outra ou duas ou mais se formam uma só. Logo, faz-se necessário um cuidado maior ao observar tais negociações afim de prevenir os casos de *insider trading* ou ainda punir severamente os culpados para que ninguém saia prejudicado.

De modo a compreender com veemência tanto o crime em si quanto o porquê de eles ocorrerem em demasia nos negócios de fusão e aquisição, abordaremos alguns destes momentos que mais chamaram a atenção no Brasil e no mundo. Veremos também o que diversos e renomados autores da área propõe para inibirmos ao máximo a prática delituosa.

SEÇÃO 1

O CRIME DE INSIDER TRADING

1.1 O QUE É INSIDER TRADING?

O número de pessoas que investe suas rendas na bolsa de valores cresce a cada dia no Brasil e no mundo. É sabido por todos, investidores ou não, que este é um método excelente de aumentar o patrimônio pessoal, porém, é possivelmente também o mais arriscado. Requer conhecimento avançado em finanças e investimentos, e coragem, para saber comprar e vender ações no momento propício visando maximizar os lucros.

A dificuldade para lucrar através deste tipo de investimento encontra-se justamente no conhecimento requerido para reconhecer o momento propício para se investir, já que em uma fração de poucas horas uma ação de uma empresa pode atingir níveis nunca antes vistos, sejam de valores altos ou baixos. Sendo assim, uma informação sobre uma transformação na empresa pode “valer ouro” para quem possui ações dela ou pretende investir, e é aí que observamos o *insider trading*.

Insider trading é o ato de utilizar informações privilegiadas, isto é, exclusivas a um pequeno grupo de pessoas e escondida da população geral, para realizar negociações acionárias visando obter lucro em situações onde o prévio conhecimento de um acontecimento é extremamente valioso.

Segundo Barbosa; Camargos; Romero (2008, p. 56), *insider trading* nada mais é que:

[...] qualquer pessoa que tenha alguma ligação direta ou indireta com uma empresa, seja esta profissional, pessoal ou familiar, da qual possa vir a obter, de maneira voluntária ou não, dados e informações passíveis de serem utilizados em estratégias de investimento no mercado.

Para Eizirik (1983, p. 45), *insider trading* é:

[...] a utilização de informações relevantes acerca de uma empresa por parte de pessoas que, por força de seu exercício profissional, têm acesso a informações privilegiadas em

detrimento de outros e, assim, realizam negociações antes que as informações sejam lançadas ao público, ou seja, negocia no mercado antes que o preço reflita o impacto da nova informação, auferindo ganhos superiores aos da média do mercado. Detém, portanto, de uma vantagem competitiva no uso inapropriado de informações privilegiadas (*insider information*).

Camargos e Barbosa (2015, p. 56) definem informações relevantes (privilegiadas) como aquelas capazes de afetar (positiva ou negativamente) o fluxo de caixa ou o desempenho futuro de uma determinada empresa e, conseqüentemente, a expectativa dos investidores em relação aos preços praticados no mercado.

Observa-se, então, que aquele que possui antes de outros investidores qualquer informação ou dado pertinente a uma empresa, e que possa utilizar disto para benefício próprio ou de outrem, estará cometendo *insider trading*. É uma prática extremamente injusta, pois todos os dados deverão se tornar públicos ao mesmo tempo e aquele que tem acesso prévio não poderá realizar negociações acionárias que sejam pertinentes ao assunto.

De acordo com Camargos e Barbosa (2015, p. 68), o comportamento anormal dos títulos nos dias que antecedem o anúncio ou divulgação importante pode ser explicado pelo uso de informações privilegiadas (*insider information*), visando obter retornos acima da média do mercado.

Mussnich (1979, p. 32) e Eizirik (1983, p. 45) nos ensinam sobre quem são os *insiders*, isto é, quem pode praticar o crime:

São considerados como *insiders* aqueles que têm o acesso direto as informações, são eles: altos executivos, advogados, contadores e demais empregados da empresa. Há ainda aqueles que possuem algum tipo de relação com essas pessoas e acabam por ter um acesso indireto (*tippies*) às informações relevantes de forma antecipada.

Logo, notamos claramente que não somente os mais altos executivos de uma empresa podem ser taxados como *insiders*, mas sim qualquer pessoa que possua acesso à informações sigilosas, desde advogados e contadores, até terceiros que não possuem relação direta às empresas, mas são próximas de quem possui, neste caso os *tippies*.

Os casos de *insider trading* são muito mais comuns que pensamos, e é muito mais difícil de serem combatidos do que se pode imaginar, já que como visto acima, a gama de autores, ou até participantes do crime, é muito extensa. Entre os anos de

2001 e 2006, por exemplo, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão responsável pelo controle do mercado acionário estadunidense, executou aproximadamente 300 ações contra 600 pessoas e entidades envolvidas em caso de *insider trading* (Cassandre, 2007, p. 8). Sendo assim, são investigações trabalhosas e delongadas, que exigem das autoridades afeição e apressamento para não serem facilmente rebatidas juridicamente.

1.2 HISTÓRICO DO INSIDER TRADING

O primeiro caso de investigação por *insider trading* no mundo ocorreu no ano de 1909. Neste ano, no caso *Strong v. Repide*, a Suprema Corte dos Estados Unidos decidiu que um executivo era culpado por comprar um grande número de ações de uma empresa quando ele, por possuir informações sigilosas, sabia que seus valores subiriam drasticamente muito em breve.

A primeira legislação para combater a prática, entretanto, foi elaborada apenas durante o mandato do ex-presidente dos Estados Unidos Franklin Delano Roosevelt (1933-1945), em sua política de *New Deal*. O interesse prioritário era combater o vazamento de informações para proteger o mercado.

Dirceu Bertin (2010, p. 44) nos explica melhor:

A legislação de mercado americana conta com dois dispositivos primordiais: A Seção 16 (b) da *Securities Exchange Act* de 1934, que delimita a responsabilidade do *insider* para com a própria empresa e a norma 10 b-5, criada pela SEC em 1942, que fixa a responsabilidade do *insider*, desta vez para com qualquer participante do mercado lesado pela prática da utilização abusiva de informações sigilosas. A regra 10 b-5 é a regulação da Seção (b), posto que esta não era auto aplicável.

No Brasil, a primeira Lei que abordava o tema surgiu no ano de 1965, ainda que de modo extremamente raso se comparado a atualmente. A Lei de nº 4.728/65, em seu artigo 3º inciso X, determinava simplesmente que o Banco Central realizasse fiscalizações sem qualquer alcance político. O curioso, entretanto, é que a Lei era tão ineficiente que nunca sequer houve algum caso de *insider trading* investigado pelo Banco Central do Brasil em que a aplicação desta Lei tivesse ocorrido.

Foi apenas onze anos depois, em 1976, e sobre forte influência estadunidense, que duas Leis Brasileiras (6.404/76 e 4728/65) foram elaboradas visando regular o comportamento dos administradores para proteger o sigilo das informações. Observa-se, portanto, que nosso país precisou de mais de 40 anos para criar medidas legais equivalentes às norte-americanas visando combater a prática de *insider trading*.

Embora as Leis que protegiam contra a prática já haviam sido editadas desde os anos 70, só foi possível observar um caso de *insider trading* julgado pelo judiciário brasileiro em 2009, no caso de fusão entre as empresas do ramo alimentício *Sadia e Perdigão*, mais de 100 anos após o primeiro caso julgado nos EUA.

Segundo Cellim (2016, p. 10):

Assim, apesar de os crimes ditos “de colarinho branco” já serem abordados desde a década de 30, a globalização somada com a forte intervenção do Estado fez com que o *insider trading* fosse visto com outros olhos nos últimos anos, sobretudo, como uma ameaça ao constante crescimento do mercado de capitais em todo o mundo.

SEÇÃO 2

ANÁLISE JURÍDICA DO CRIME DE INSIDER TRADING

2.1 O QUE DIZ A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA?

Embora a Lei que regule e proíba a prática de *insider trading* tenha sido elaborada pela primeira vez em 1976, foi apenas em 2001, e conseqüentemente em 2017, que pudemos analisar de forma clara o que é proibido e qual a punição para o infrator. Observamos o seguinte disposto no artigo 27-D da Lei nº 6385/76:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Atualmente, o órgão que regula o mercado acionário no Brasil é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Através de sua instrução 358/02, mais especificamente artigo 2º, entende-se por informação relevante qualquer decisão que possa influenciar de forma ponderável as cotações das ações de emissão da empresa.

Sendo assim, é preciso entender, então, quem pode ser punido pelo crime. E foi através de mudança proporcionada pela Lei nº 10.303/2001 à “Lei de S.A.” (Lei nº 6404/76) que compreendemos, através de inserção do parágrafo 4º ao artigo 155 da última Lei. *In verbis*:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§ 4o É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Logo, fica muito clara a intenção do Legislador de não punir somente quem está diretamente envolvido com as operações da empresa e possui acesso direto às informações, ou seja, qualquer pessoa, independente de cargo, ofício e responsabilidade, que através da obtenção de informações relevantes ainda não divulgadas, e por meio destas alcançar vantagem para si ou outrem no mercado financeiro, será punida com o rigor da Lei. “Sabe-se que investidores podem atuar através de amigos, parentes e funcionários não registrados” (Cassandre, 2007, p. 10).

Atualmente, a definição mais clara de quem pode praticar o *insider trading*, ou seja, os *insiders*, está definida pela Instrução 358/02 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão brasileiro responsável pelo controle do mercado de ações. Segundo instrução, mais especificamente em seu artigo 13º, são os *insiders*: acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, que tenham acesso privilegiado a informações relevantes em razão do cargo ou posição que ocupam.

De acordo com Prado, Rachman, Vilela (2016, p. 4), a década de 2000 foi inovadora no sentido jurídico de punir quem comete *insider trading*. Segundo os referidos autores, foi importante a adoção de mecanismos internacionais à legislação brasileira.

Ainda assim, embora o Brasil possua atualmente diversas leis e regulamentações visando a prática de *insider trading* e a evolução recente deva ser reconhecida, é preciso salientar que o caminho ainda é longo. Maug e Ackerman (2006, p. 9) nos mostram que o Brasil possui uma força da lei¹ de 6,32, em uma escala de zero a dez, enquanto a média do estudo dos autores é de 6,85. Já no quesito eficiência judicial², os autores puderam perceber que o Brasil apresenta um índice de 5,75, novamente abaixo da média, que se encontra em 7,76.

O estudo indica que em quesito de força da lei, nosso país está ligeiramente abaixo da média. Contudo, quanto a eficiência judicial, o Brasil está muito abaixo da

¹ Índice criado pela agência de risco país chamada ICR – *International Country Risk*, o qual avalia a tradição da lei e da ordem nos países. No estudo de Maug e Ackerman (2006) seus valores são calculados como a média mensal do índice entre 1982 e 1995.

² Índice criado pela agência de risco país chamada *Business International Corp.*, o qual avalia a eficiência e a integridade do ambiente legal dos países enquanto afeta os negócios e particularmente as empresas estrangeiras. No estudo de Maug e Ackerman (2006) seus valores são calculados como a média do índice entre 1980 e 1983.

média observada. Isso significa que ainda que as leis brasileiras sejam consideradas satisfatórias, sua eficiência e aplicabilidade ainda está longe do ideal, sugerindo uma suscetibilidade do país às ações oportunistas, inclusive de *insiders* (Cassandre, 2007, p. 13).

Segundo o ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, acredita-se que haja vazamento de informações privilegiadas em mais de 25% das transações de fusões e aquisições ocorridas no mercado brasileiro (Eloy, 2007, p. 1).

Sabendo como alguém será punido se praticar o *insider trading*, e quem sofrerá a punição, é preciso saber como proceder para que não se cometa o ato ilegal. E é através da Instrução nº 358/02 (com redação da Instrução nº 547/14), mais especificamente parágrafos 3º e 4º do artigo 3º que observamos como o Diretor de Relações com Investidores deve agir:

Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

§3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores **fazer com que a divulgação de ato ou fato relevante** na forma prevista no caput e no §4º preceda ou **seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação**, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.

§4º A divulgação de ato ou fato relevante deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação: I – jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou II – pelo menos 1 (um) portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade. (sem grifo no original)

O Caderno da Comissão de Valores Mobiliários, em sua edição sobre Uso Indevido de Informação Privilegiada (2016, p. 10), nos atenta ao fato de que ainda que a divulgação da informação relevante tenha sido feita utilizando todo o procedimento correto explicitado acima, a informação não será necessariamente classificada como publicamente disponível. Portanto, recomenda-se que a informação tenha tempo

suficiente para ser disseminada no mercado de modo que o investidor comum possa refletir sobre e tomar suas decisões.

O tempo recomendado está descrito no artigo 5º da Instrução 358/02, onde a informação deve ser divulgada sempre que possível antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores.

SEÇÃO 3

DOS NEGÓCIOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO

3.1 O QUE SÃO NEGÓCIOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO?

O *insider trading* ocorre, de forma resumida, quando um indivíduo, ou um pequeno grupo de pessoas com informações privilegiadas sobre uma ou mais empresas, realiza negócios acionários (compra e venda de ações na bolsa de valores) e obtém lucro direto por possuírem conhecimento ainda não divulgado do público geral.

Deste modo, atenta-se aos principais momentos em que uma informação secreta possa ser lucrativa. Em grandes corporações, são diversos os eventos com tais características, mas destaca-se os negócios que envolvam fusão entre empresas ou a aquisição de uma por outra (ou um grupo por outro, e assim por diante).

Ross et. al. (2002, p. 1033) diferenciam fusão e aquisição do seguinte modo:

- 1) Numa fusão pode haver a criação de uma nova firma (consolidação), enquanto, na aquisição, uma das empresas envolvidas geralmente mantém sua identidade jurídica.
- 2) Na fusão, geralmente a forma de pagamento utilizada é uma permuta de ações, enquanto, na aquisição, a forma de pagamento pode ser dinheiro, ações ou outros títulos.
- 3) Na fusão, as firmas envolvidas geralmente são do mesmo setor, têm a mesma atividade-fim, enquanto, nas aquisições, é comum as firmas serem de setores diferentes.

Segundo Camargos e Barbosa (2015, p. 59), as fusões e aquisições podem ser vistas como uma tentativa da empresa de melhorar sua eficiência diante das frequentes alterações no ambiente de negócios.

Waack (2000, p. 83) nos traz que os maiores declínios de atividade de F&A coincidem com os períodos de menor desempenho dos mercados de capitais, sinalizando que essas negociações estão diretamente relacionadas ao aumento da competição, típica de períodos economicamente menos favoráveis ou, em contraposição, correspondem a períodos em que o vendedor tem maior chance de

fazer uma boa venda. Deste modo, podemos concluir que quando o mercado de ações está numa crescente, a tendência é que haja cada vez mais fusões e aquisições entre empresas, e a empresa que é adquirida ou se une à outra, possui mais chances de fazer um bom negócio.

Esse tipo de negócio é extremamente atrativo à prática de *insider trading*, pois envolve um grande número de pessoas. Keown e Pinkerton (1981, p. 857) citam por exemplo os auditores, bancos, advogados e consultores, todos esses detentores de informações privilegiadas e com ampla capacidade de atuarem sobre elas.

Além disso, segundo Camargos e Barbosa (2015, p. 572), os processos de fusão e aquisição constituem um dos eventos corporativos mais controversos e difíceis, pois são inúmeras as variáveis que devem ser consideradas e controladas antes, durante e após sua divulgação. Os autores trazem ainda que “muitas vezes, o mercado não é capaz de interpretar, descontar e incorporar aos preços todas as informações relevantes para avaliar uma F&A”.

Halpern (1973, p. 559) foi capaz de identificar que a proporção de retornos anormais positivos aumenta conforme a data do anúncio público da fusão ou aquisição de aproxima.

Uma fusão nada mais é que o ato de uma corporação, ou um grupo que a gere juntamente com outras, se unir com outra visando maximizar a parcela de mercado que atinge, lucros ou até mesmo conter um prejuízo. Já a aquisição ocorre quando uma corporação adquire a outra, seja integrando-a a sua produção, ou apenas controlando as operações diárias.

Ross et. al. (2002, p. 1034) definem muito bem o que é fusão e o que é aquisição entre empresas:

Uma fusão ocorre geralmente da união de empresas de mesmo porte, por meio de uma simples permuta de ações, que pode ou não dar origem a uma nova empresa (consolidação). A aquisição dá-se da compra de uma empresa por outra onde apenas uma delas mantém a identidade jurídica. A aquisição pode ser de ações com direito a voto, o que seria uma aquisição de controle, ou de ativos da outra empresa.

Os negócios de fusão e aquisição são muito importantes, porquê segundo (Holmstron; Kaplan, 2001, p. 123), quase 16% do PIB dos Estados Unidos da América

no ano de 1999 foi composto por estes. (Bouwman; Fuller; Nain, 2003, p. 9) estimam que este tipo de transação comercial atingiu o pico de U\$ 3.5 trilhões no ano de 2000.

No Brasil, segundo levantamento da empresa KPMG (2007, p. 9), de 1994 a 2007 ocorreram 4.144 transações relacionadas a fusões e aquisições, tanto de empresas de capital aberto quanto de capital fechado em território nacional, sendo que 112 dessas (2.7%) aconteceram somente no primeiro trimestre de 2007 (Cassandre, 2007, p.8). Ainda assim, o mercado de capitais brasileiro apresenta um número reduzido de F&As quando se comparado com outros mais desenvolvidos (Camargos e Barbosa, 2015, p. 572).

Barbosa; Camargos; Romero (2008, p. 59) destacam, a importância dos negócios de fusão e aquisição (F&A) na economia local:

Pode-se dizer que os processos de F&As da onda dos anos 90 visaram basicamente o acesso a novos mercados, tecnologias e competências; maior poder econômico e de competição; sinergias e melhora na eficiência administrativa e operacional; diminuição do risco operacional e financeiro; proteção de mercado contra a entrada de concorrentes estrangeiros e aquisições indesejadas; e, em muitos casos, simples sobrevivência.

Sendo assim, a margem de lucro que pode ser alcançada por indivíduos que possuam informações sigilosas sobre negócios tão lucrativos é exorbitante. Logo, vale-se o estudo da ocorrência de *insider trading* em fusões e aquisições.

3.2 COM QUAL FREQUÊNCIA PODE SE OBSERVAR *INSIDER TRADING* NOS NEGÓCIOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO?

É sabida a importância que este tipo de transação acionária tem sobre o mercado de valores de uma região. Notou-se também o porquê destas negociações serem tão atrativas para aqueles que praticam o *insider trading*. Contudo, levanta-se: são os frequentes as ocorrências do crime? É possível analisar essa frequência? Qual o impacto que a prática ilegal pode trazer aos negócios?

A resposta para as duas primeiras questões é sim. Recentes estudos comprovaram o que já era esperado: há uma enorme ocorrência de uso de

informações privilegiadas para realizar transações no mercado acionário brevemente a divulgação ao público de uma fusão ou aquisição.

Haw, Pastena e Lillien (1990, p. 435), assumindo como a data do evento a primeira notícia que mencionasse uma fusão ou aquisição, ignorando a data informada à SEC, puderam concluir que grande parte dos retornos anormais ocorreu antes mesmo das primeiras notícias serem divulgadas (Cassandre, 2007, p. 10). Tal conclusão nos mostra que o *insider trading* começa a acontecer muito antes do que se imagina.

Antes de analisarmos a frequência em si, surge a necessidade de se destacar um fato interessante: numa ocorrência altíssima, os lucros advindos do uso de informações privilegiadas para negociações no mercado de valores beneficiam praticamente de forma única as empresas adquiridas, e quase nunca nas adquirentes.

MacKinlay (1997, p. 36) nos traz que: “[...] de modo geral, os resultados sugerem que os retornos anormais elevados são mais comuns nas firmas adquiridas do que nas firmas adquirentes, sendo estes próximos de zero.”

Na mesma linha, temos a observação de Copeland e Weston (1992, p. 727), que em seu estudo sobre fusões e aquisições, concluíram que:

As ações das companhias adquiridas têm retornos significativos no período imediatamente anterior à data de anúncio, enquanto que não há retornos positivos nem negativos para as companhias adquirentes.

A partir destes dados levantados pelos autores, é possível compreender que muitas vezes os *insiders* estão envolvidos nas empresas que serão absorvidas ou compradas, e talvez, a prática ilegal seja uma tentativa de lucrar num momento não muito promissor.

Dito isso, é possível verificar através de estudos empíricos a ocorrência de *insider trading*. Barbosa; Camargos; Romero (2008, p. 65) analisam da seguinte maneira:

[...] acionistas, provavelmente *insider tradings*, obtiveram ganhos anormais (acima do mercado) e alguns investidores (*insiders*) se utilizaram desse acesso privilegiado às informações sobre a F&A para auferir ganhos extraordinários em detrimento de outros investidores (*outsiders*).

Barbosa; Camargos; Romero (2008, p. 67) concluem que:

[...] o ganho desses investidores proveio da perda de outros (outsiders), que compraram ou venderam seus títulos no momento errado. Muitos, talvez, não tiveram perdas, mas deixaram de auferir ganhos por essa venda em momento inoportuno, pois muitos dos anúncios analisados resultaram em elevações consideráveis na cotação das ações no mercado, como foram os casos da Gol e da Ipiranga.

Em sua própria pesquisa, Silva (2014, p. 9), tem conclusão semelhante, onde demonstra que:

Os resultados levam a inferir que os *insiders*, tendo conhecimento prévio das operações de fusões e aquisições e sabendo que o anúncio dessas operações transmitirá informações negativas ou positivas sobre o valor das empresas, negociam com essas informações antes que elas sejam lançadas ao público, e acabam por obter retornos anormais e conseqüentemente desleais.

3.3 CASOS NOTÓRIOS DE INSIDER TRADING EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

3.3.1 – O caso Sadia-Perdigão

No ano de 2006 a empresa alimentícia Sadia buscava realizar a aquisição de 50% mais uma das ações de sua rival, Perdigão. Mais especificamente durante os dias cinco e 12 de julho daquele ano, o Sr. Romano Ancelmo Fontana, à época administrador da adquirente, antes da divulgação das intenções desta, realizou a compra de 18.000 ADRs da adquirida (correspondente a 36.000 ações ordinárias).

Pouco mais de uma semana depois, no dia 21 de julho, antes que a rejeição da oferta tivesse sido divulgada, o Sr. Romano realizou a venda de todas as suas posições adquiridas, lucrando, então, um valor aproximado de U\$ 140.000,00 à época.



Fonte: Barbosa, Silva, Tizziani (2008, p. 12)

No gráfico acima é possível observar no ponto circulado em vermelho o momento em que a compra das ações é realizada e o momento em que a venda ocorre, demonstrando claramente um lucro exorbitante obtido pelo ex-diretor.

Ainda que a negociação tenha ocorrido em solo estadunidense, a CVM, órgão brasileiro responsável por coibir e punir a prática do crime, entendeu ser competente para tratar do caso, baseando-se na Lei 6385/76, já abordada neste texto. A Comissão serviu como assistente de acusação.

No início ano de 2016, ou seja, quase dez anos após a ocorrência dos fatos, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) resolveu manter a condenação imposta pelo TRF-3 em 2011 do diretor já citado, bem como do então Diretor de Relações com Investidores da Sadia, o Sr. Luiz Gonzaga Murat Jr. em prisão e multa no valor aproximado de R\$ 350 mil.

O caso também foi julgado pela justiça norte-americana, onde o Sr. Romano foi obrigado a pagar a quantia de U\$ 142,848.95, equivalente à quantia que lucrou com o *insider trading*, bem como a pagar uma multa civil de 1,25 vezes o valor que lucrou, e por fim, o proibiu de exercer qualquer cargo de administrador de qualquer companhia aberta pelos próximos cinco anos.

O Ministério Público Federal (MPF) também pediu a abertura de ação penal em face dos diretores supracitados, bem como do Sr. Alexandre Ponzio de Azevedo. O último fechou acordo com o órgão e foi excluído do processo. Já os dois ex-diretores foram condenados a prisão, pena essa que foi convertida em serviços comunitários e o pagamento de multa.

Segundo o órgão público, este foi a primeira denúncia oferecida no país visando a condenação de executivos pela prática de *insider trading*, estabelecendo um marco no país e em seu mercado acionário.

3.3.2 O caso Gol Linhas Aéreas

Durante o texto foi discutido que poderia cometer o crime de *insider trading*. Notou-se que na maioria das vezes o culpado é o executivo de uma das empresas que possui o acesso às informações privilegiadas. Contudo, também foi explicado que pessoas contratadas pelas empresas também pode ser *insiders*. No caso da Gol Linhas Aéreas, um advogado da empresa foi condenado pelo crime.

Em março de 2007, o advogado Marcos Meira, com alto acesso as negociações da empresa tanto pelo cargo quanto pela suposta amizade que mantinha com os proprietários, comprou nove mil ações da Gol Linhas Aéreas, num valor total aproximado de R\$ 500.000,00.

Apenas uma semana depois, vendeu tudo o que tinha comprado pelo valor de R\$ 581.690,00, obtendo um lucro de mais de 16,4%, ou aproximadamente 82 mil reais.

As negociações realizadas pelo advogado tinham como motivação a compra da também empresa aérea Varig pela Gol, a qual ele prestava serviços advocatícios. A primeira compra foi ao dia 23 de março, e o anúncio só foi relatado como fato relevante à CVM no dia 28, ou seja, cinco dias depois.

O órgão regulador, levando em conta o fato de o advogado nunca ter feito sequer um negócio no mercado de ações e a enorme influência e proximidade que

possuía com os proprietários da Gol Linhas Aéreas, resolveu puni-lo com multa no valor de R\$ 164.270,00.

3.3.3 O Caso Martha Stewart

No dia 27 de dezembro de 2001, a apresentadora e empresária estadunidense Martha Stewart recebeu informações não públicas e materiais de seu corretor de ações sobre uma futura decisão da FDA (*Food and Drug Administration*), órgão norte-americano responsável pela saúde pública do país, envolvendo a empresa de biotecnologia *ImClone Systems*. Neste dia, ela vendeu todas as ações que possuía da empresa. No dia seguinte, o valor das ações caiu em 16%, o que possibilitou que a empresária deixasse de ter um prejuízo de mais de 45 mil dólares.

Em março de 2004, quase dois anos depois, foi condenada a cinco meses de prisão, mais dois anos de supervisão, incluindo cinco meses com tornozeleira eletrônica, e multa no valor de 30 mil dólares.

Em 2006, dessa vez em processo civil, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado acionário estadunidense, acordou com a apresentadora o pagamento de aproximadamente 58 mil dólares – valor que ela deixou de perder com a venda ilegal das ações, corrigido e acrescentado de juros –, mais a penalidade no valor de três vezes o que ela deixou de perder, aproximadamente 137 mil dólares. Martha também foi proibida de exercer qualquer cargo executivo que tivesse acesso às informações privilegiadas em uma empresa de capital aberto.

SEÇÃO 4

A CONSEQUÊNCIA DO INSIDER TRADING NA ECONOMIA E NA VIDA DA POPULAÇÃO

4.1 COMO O MERCADO, A POPULAÇÃO E A ECONOMIA LOCAL SÃO AFETADOS

Não é difícil compreender como a prática de *insider trading* é prejudicial ao investidor comum, sem acesso às informações privilegiadas, também conhecido como *outsider*. A obtenção prévia de uma informação relevante traz uma vantagem astronômica para a compra e venda de ações no mercado de valores, mercado este em que em uma fração de segundos os valores podem mudar drasticamente, beneficiando ou prejudicando um investidor.

O prejuízo não se restringe ao mero investidor, entretanto. Sabe-se que a prática, principalmente quando não enfrentada pela legislação e autoridades locais, afasta novos investidores, descredibiliza o mercado de ações e desestabiliza a economia, pois impulsiona o enriquecimento ilícito de alguns e prejuízo de vários outros.

Segundo Barbosa; Camargos; Romero (2008, p. 56), o *insider trading* é extremamente prejudicial a mercados especialmente em desenvolvimento, caso do brasileiro. A prática, segundo eles, pode ocasionar um atraso na trajetória do mercado nacional de se tornar um dos principais centros mundiais de negociação de títulos, haja vista a crescente participação de investidores estrangeiros e de pessoas físicas na principal bolsa de valores do país, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), já que a recorrência do crime tende a afugentar investidores, ocasionando uma queda das negociações e da liquidez.

Além disso, sabe-se que a ilicitude também é prejudicial à própria empresa, pois quando seus funcionários praticam *insider trading*, a companhia incorre em custos internos, como: tempo gerencial perdido, ruptura de confiança no negócio e publicidade negativa (Barbosa; Camargos; Romero, 2008, p. 58).

Para os investidores buscando negociar títulos de forma honesta e lucrar desta maneira, o crime também é extremamente prejudicial e desmotivador, pois como analisa Demsetz (1986, p. 315), as negociações criminosas criam oportunidades de alguns investidores lucrarem em detrimento de outros, levando a uma transferência de riqueza, geralmente dos minoritários (*outsiders*) para os majoritários (*insider tradings*). Desta maneira, entende-se quando há uma desmotivação em continuar negociando títulos, pois os *insiders* sempre terão vantagens indevidas e seria praticamente impossível concorrer com eles, ou sequer lucrar de forma proveitosa quando estes também participam de negociações.

Barbosa; Camargos; Romero (2008, p. 58) listam, de forma resumida, os principais malefícios da prática de *insider trading* a seguir:

Negociações com uso de informações privilegiadas certamente: i) criam oportunidades de alguns investidores lucrarem em detrimento de outros; ii) ocasionam uma transferência de riqueza, principalmente dos acionistas minoritários (*outsiders*) aos majoritários (*insider tradings*) (DEMSETZ, 1986, p. 315); iii) levam a uma ineficiência do mercado na precificação dos títulos; e iv) promovem uma imagem negativa do mercado, num momento em que as entidades operadoras e reguladoras (Bovespa e CVM) vêm empreendendo esforços para melhorar a transparência nas negociações por meio da adoção de práticas de governança corporativa, a fim de consolidarem-se como um dos principais centros mundiais de negociação de títulos.

4.2 – DA HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DE MERCADO E COMO COMBATER O INSIDER TRADING

A Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) tem como pressuposto que as informações relevantes sobre determinada empresa devem ser incorporadas de forma rápida e precisa nos preços das ações no mercado. Assim, um mercado eficiente refletiria o conjunto de informações existentes, reduzindo, portanto, a assimetria de informações e impossibilitando oportunidades de abusos e vantagens indevidas pelos participantes deste mercado (Barbosa; Camargos, 2015, p. 571).

A HEM ganhou espaço no meio acadêmico e passou a ser um dos pilares da Moderna Teoria de Finanças a partir dos estudos de Roberts (1967) e Fama (1970),

porém pode ser datada há desde antes dos anos 50, quando possuía o nome de *random walk theory*.

Para Barbosa e Camargos (2015, p. 571), um mercado eficiente, ou seja, que pratica o que se é proposto pela HEM, pode contribuir significativamente para impulsionar o desenvolvimento econômico de um país que tenha como base um modelo de economia de mercado.

Neste mercado, ainda segundo estes autores, a divulgação de um processo de F&A deve ter incorporado ao preço das ações as expectativas dos investidores quanto aos resultados futuros desta negociação, sejam eles positivos, negativos ou indiferentes. Insistem, ainda, que quanto mais rápido e preciso essa incorporação, mais eficiente será o mercado.

De acordo com Brealey & Myers (1995, p. 287), um mercado eficiente nada mais é que aquele em que os participantes formam expectativas com relação aos preços com base em toda informação disponível sobre eventos relevantes que possam influenciar de alguma forma sobre o valor dos ativos no mercado. Os preços, portanto, devem refletir completamente as informações disponíveis (Barbosa; Camargos, 2015, p.574).

Segundo Haugen (1995, p. 404), os preços das ações se ajustam no momento em que as informações consideradas relevantes são disponibilizadas publicamente. Além disso, no mercado eficiente não há a possibilidade de haver estratégias de negociação que sejam baseadas no fluxo de informações passadas, que possam propiciar ganhos anormais.

Bueno et al. (2000, p. 9), ao investigarem o uso de informações privilegiadas em negociações acionárias, ou seja, a prática de *insider trading*, foram capazes de identificar uma ineficiência do mercado em precificar as ações, indo justamente contra o que se propõe a HEM, mostrando, empiricamente, sua importância e necessidade.

Ressalta-se que a HEM não deve ficar restrita a investidores ou empresas, pois de acordo com Ross et al. (2002, p. 492), os primeiros devem obter somente uma taxa normal de retorno, já que a informação é refletida imediatamente nos preços das ações, e tomar conhecimento dela apenas quando é divulgada não traz vantagem alguma ao investidor.

Já as empresas devem esperar receber o valor justo pelos títulos vendidos, não podendo, portanto, almejar estratégias que possibilitem o aumento indevido de seu lucro.

Maug e Ackerman (2006, p. 8), analisando empiricamente as leis e punições contra *insider trading* e como essas inibem o ato ilícito, principalmente em fusões e aquisições, em mais de 48 países, dentre eles o Brasil, concluíram que países com regulamentações mais severas são naturalmente países com sistemas judiciais mais eficientes.

Concomitante, em outro estudo, Beny (2004, p. 292), ao analisar mais de 36 países, também incluindo o Brasil, foi capaz de confirmar que onde há leis mais severas inibindo a prática de *insider trading*, há uma maior dispersão do capital acionário, mercados de ações mais líquidos, e preços mais informativos.

Barbosa e Camargos (2015, p. 582) listam os motivos que tornam o *insider trading* não só indesejável, quanto também condenável. Vejamos a seguir:

- 1) O *insider trading* cria oportunidades de alguns investidores lucrarem em detrimento de outros;
- 2) A prática leva a uma transferência de riqueza, principalmente entre os acionistas minoritários (*outsiders*) e majoritários (*insiders*) (Demsetz, 1986, p. 315);
- 3) O crime cria uma imagem negativa do mercado, principalmente no Brasil, onde as entidades operadoras e reguladoras (BM&FBovespa e Comissão de Valores Mobiliários – CVM) vêm empreendendo inúmeros esforços para melhorar a transparência nas negociações por meio da adoção de práticas de governança corporativa, visando sua consolidação como um dos principais centros mundiais de negociações de títulos.

A prática criminosa aqui discutida afeta indiscutivelmente todas as áreas da sociedade, desde aqueles que não possuem qualquer relação com o mercado de ações – já que uma economia em desenvolvimento pode ser desacelerada, criando assim uma escassez de empregos e fuga de renda da população –, até aos que estão empregados justamente na bolsa de valores ou são responsáveis diretos por negociações ocorridas nestas, pois seu trabalho pode ser diretamente afetado pelos *insiders*.

As análises empíricas dos autores supracitados, bem como de tantos outros, mostram que para combater o *insider trading* precisa-se definitivamente de leis mais rígidas e específicas contra ele. Não se trata apenas de leis ou regras que punam os

infratores, pois isso seria insuficiente. Trata-se de cortar o mal pela raiz, ou seja, evitar ao máximo que o crime possa sequer ocorrer. Como pôde-se observar, um mercado eficiente é um ambiente extremamente hostil para o *insider trading* e os *insiders*.

CONCLUSÃO

O crime de *insider trading* não é novidade nem no Brasil nem no resto do mundo. Atualmente já sabemos como ele ocorre e onde ocorre na maioria das vezes. Para isso, temos leis e regulamentações que visam combatê-lo, mas essas ainda não são suficientes, e se comparadas às de outros países, não são rígidas o suficiente.

Contudo, nos principais casos registrados no país, observamos uma importante atuação das autoridades responsáveis que identificaram rapidamente a ocorrência do crime, e do poder judiciário, que puniu os criminosos de acordo e ainda utilizou destes exemplos para reforçar os procedimentos legais.

É extremamente importante que a população como um todo tenha conhecimento desta prática tão abominável, tendo em vista o poder que ela tem de prejudicar a economia nacional e o desenvolvimento do país. Além disso, é importante que novos investidores também estejam alertados sobre a prática e como identificá-la, pois estes podem ser duramente prejudicados e injustiçados.

REFERÊNCIAS

BARBOSA, Francisco Vidal; CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi. **Análise Empírica da Prática de Insider Trading em Processos de Fusões e Aquisições Recentes na Economia Brasileira**. Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 15, n. 4, p. 55-70, out. 2008.

BARBOSA, José Geraldo Pereira; SILVA, Antonio Carlos Magalhães da; TIZZIANI, Emerson. **Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia**. Rio de Janeiro: Enanpad, 2008.

BENY, L. N. **A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading**. John M. Olin Center for Law & Economics, Research Paper, n. 04-004, Feb. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=193070>>. Acesso em: 29/10/2020.

BERTIN, Dirceu. **Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais**. Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de mestre, 2010.

BOUWMAN, C. H. S.; FULLER, K.; NAIN, A. S. **Stock market valuation and mergers**. Sloan Management Review, v. 42, n. 1, p. 9-11, 2003.

BRASIL. Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965. **Disciplina O Mercado de Capitais e Estabelece Medidas Para O Seu Desenvolvimento**. Brasília, 16 jul. 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 19 out. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. **Dispõe Sobre O Mercado de Valores Mobiliários e Cria A Comissão de Valores Mobiliários**. Brasília, 09 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 19 ago. 2020.

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações**. Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 19 ago. 2020.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404 e na Lei nº 6.385.** Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 1 nov. 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 22 out. 2020.

BRASIL. Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Brasília, 14 nov. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 19 ago. 2020.

BREALEY, R A., & MYERS, S. C (1995). **Princípios de finanças empresariais.** Portugal: McGraw Hill 924 p.

BUENO, A. F., BRAGA, R. F. R., & ALMEIDA, R. J. (2000). **Pesquisa sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro nos casos de fusões e aquisições.** In Anais do 24 Encontro Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, Florianópolis, SC. Rio de Janeiro: ANPAD.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições.** Production, v. 25, n. 3, p. 571-584, 2015. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-65132015005001486&script=sci_arttext Acesso em: 20/10/2020

CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. **Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira.** REGE Revista de Gestão, v. 15, n. 4, p. 55-70, 2008. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36653>. Acesso em: 20/10/2020.

CASSANDRE, Priscila Marcos. **ANÚNCIOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES:** análise empírica da existência de insider trading no mercado brasileiro. 2007. 33 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Faculdade Ibmec São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <http://livros01.livrosgratis.com.br/cp036412.pdf>. Acesso em: 29 out. 2020.

CELLIM, Sarah. **Aspectos históricos e penais de casos de Insider Trading.** 2016. Disponível em: <https://sarahbc.jusbrasil.com.br/artigos/337509597/aspectos-historicos-e-penais-de-casos-de-insider-trading>. Acesso em: 22 jun. 2020.

CONJUR. **Ex-diretor da Sadia é o primeiro condenado no Brasil por insider trading.** 2016. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>. Acesso em: 15 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução nº 358**, de 03 de janeiro de 2002. Brasília, 28 jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 19 ago. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução nº 574**, de 17 de dezembro de 2015. Brasília, 28 jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst574.html>. Acesso em: 19 ago. 2020.

COPELAND, T. E. WESTON, F. J. **Financial theory and corporate policy.** Reimpressão da 3ª edição. Nova Iorque: Addison Wesley, 1992.

CORRÊA, Giovanna Marchetti de Azeredo Lopes. **A punibilidade do insider trading no direito brasileiro.** 2016. 90 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

CRAWFORD, Krysten (March 4, 2005). **Martha, out and about.** CNNMoney. Retrieved March 5, 2014. Disponível em: https://money.cnn.com/2005/03/03/news/newsmakers/martha_walkup/index.htm. Acesso em: 29 ago. 2020.

CVM. **Aumento das penas de ex-executivos da Sadia - oferta hostil para aquisição do controle da Perdigão:** PRR-3 e CVM obtêm aumento das penas de ex-executivos da Sadia que lucraram com informações privilegiadas relacionadas à oferta hostil da Sadia para aquisição do controle da Perdigão. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20130204-1.html>. Acesso em: 15 out. 2020.

CVM. **Caso de Insider - Sadia/Perdigão:** STF rejeita agravo regimental e nega seguimento a recursos extraordinários. 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170515-1.html>. Acesso em: 15 out. 2020.

CVM. **Caso de Insider - Sadia/Perdigão:** STJ acolhe argumentos da CVM e do MPF e mantém condenação de executivo. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160217-1.html>. Acesso em: 15 out. 2020.

CVM. **USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA:** insider trading. Cadernos Cvm, Rio de Janeiro, v. 11, 45p., jan. 2016. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu_atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf. Acesso em: 28 out. 2020.

DEMSETZ, H. **The market for corporate control: corporate control, insider trading, and rates return.** American Economic Review, v. 76, n. 2, p. 313-316, 1986.

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

ELOY, Patrícia. **CVM investiga 26 investidores no caso Ipiranga.** Jornal O Globo, Rio de Janeiro, 22 mar. 2007. Disponível em <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2007/03/22/295041712.asp>>. Acesso em 08 março 2007.

ENCYCLOPEDIA OF MANAGEMENT (Estados Unidos). **Insider Trading.** 2020. Disponível em: <https://www.encyclopedia.com/social-sciences-and-law/economics-business-and-labor/money-banking-and-investment/insider-trading#:~:text=The%20first%20known%20prosecution%20for,going%20to%20jum%20in%20price>. Acesso em: 22 jun. 2020.

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

HALPERN, Paul J. **Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers.** The Journal of Business, vol. 46, no. 4, 1973, pp. 554–575. Disponível em: www.jstor.org/stable/2351921. Acesso em: 29/10/2020.

HAUGEN, Robert A.; BAKER, Nardin L.. **Commonality in the determinants of expected stock returns.** Journal Of Financial Economics, [S.L.], v. 41, n. 3, p. 401 439, jul. 1996. Elsevier BV. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x\(95\)00868-f](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x(95)00868-f).

HAW, In-Mu, et al. **Market Manifestation of Nonpublic Information Prior to Mergers:** The Effect of Ownership Structure. The Accounting Review, vol. 65, no. 2, 1990, pp. 432–451. Disponível em: www.jstor.org/stable/247632. Acesso em: 29/10/2020

HOLMSTRON, B.; KAPLAN, S. N. **Corporate governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s e 1990s.** Journal of Economic Perspectives, v. 15, n. 2, p. 121-144, 2001.

KEOWN, A. J., & PINKERTON, J. M. (1981). **Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation.** The Journal of Finance, 36(4), 855–869.

KPMG. Corporate Finance Ltda. **Pesquisa de Fusões e Aquisições.** 2007.

MACKINLAY, A. C. **Event studies in economics and finance.** Journal of Economic Literature, Nashville: American Economic Association, v.35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

MARTINS, Thiago. **Insider Trading: Análise sobre o caso Sadia-Perdigão.** 2019. Disponível em: <https://tico080970.jusbrasil.com.br/artigos/706006035/insider-trading-analise-sobre-o-caso-sadia-perdigao>. Acesso em: 15 out. 2020.

"Martha Stewart and Peter Bacanovic: Lit. Rel. No. 19794 / August 7, 2006". www.sec.gov. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19794.htm>. Acesso em: 25 out. 2020.

MAUG, Ernest e ACKERMAN, Abraham. **Insider Trading Legislation and Acquisition Announcements: Do Laws Matter?.** In: EFA, Zurich Meetings, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=868708>> Acesso em: 29/10/2020

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

OLIVON, Beatriz. **10 bombásticos casos de insider trading da história: Bancos, fundos de investimento e até famosos estão na mira das investigações da CVM e da SEC.** 2013. Disponível em: <https://exame.com/mercados/10-bombasticos-casos-de-insider-trading-da-historia/#:~:text=O%20primeiro%20caso%20de%20insider%20levado%20ao%20Judici%C3%A1rio%20brasileiro%20foi,hostil%20da%20Sadia%20pela%20Perdig%C3%A3o>. Acesso em: 22 jun. 2020.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do insider trading.** Comissão de Valores Mobiliários, 1978. Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/etodos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf Acesso em: 20 out. 2020.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. **Radiografia de Insider Trading na CVM (2002-2014)**. Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos - Fgvdireito Sp, São Paulo, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2600210. Acesso em: 28 out. 2020.

REDAÇÃO. **CVM multa advogado por insider trading no caso Gol/Varig**. 2012. Disponível em: <https://exame.com/mercados/cvm-multa-advogado-por-insider-no-caso-gol-varig-2/>. Acesso em: 15 out. 2020.

ROBERTS, H. (1967) **Statistical versus Clinical Prediction in the Stock Market**, unpublished manuscript, Center for Research in Security Prices, University of Chicago, May. Documento não publicado.

ROCHMAN, Ricardo Ratner; EID JÚNIOR, William. **Insiders conseguem retornos anormais?** Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa. 2006. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/15556> Acesso em: 20/10/2020

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., & JAFFE, J. F. (2002). **Administração financeira: corporate finance** (2. ed.). São Paulo: Atlas. 776 p.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Estados Unidos). Historical Society. **Fair To All People: The SEC and the Regulation of Insider Trading: pre-securities act common law enforcement**. Pre-Securities Act Common Law Enforcement. Disponível em: http://www.sechistorical.org/museum/galleries/it/commonLaw_b.php. Acesso em: 22 jun. 2020.

SILVA, CARLA CAROLINNE DOS SANTOS. **Insider Trading No Anúncio De Fusões E Aquisições: Um Estudo De Eventos**. 2014.

STAFF, Reuters. **Ex-Sadia director settles insider trading charges**. 2007. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/sadia-sec-idUSN1933078320070619>. Acesso em: 15 out. 2020.

"**Stewart sentenced to five months in prison**". The Sydney Morning Herald. Reuters. July 17, 2004. Retrieved March 5, 2014. Disponível em: <https://www.smh.com.au/business/stewart-sentenced-to-five-months-in-prison-20040717-gdjd74.html>. Acesso em: 20 out. 2020.

Strong v Repide, 213 US 419 (1909). Disponível em: <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep213/usrep213419/usrep213419.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2020.

THE NEW YORK TIMES (Estados Unidos). **Timeline: A History of Insider Trading**. 2016. Disponível em: <https://www.nytimes.com/interactive/2016/12/06/business/dealbook/insider-trading-timeline.html>. Acesso em: 22 jun. 2020.

THOMAS, JR., Landon (October 13, 2006). **The Broker Who Fell to Earth**. The New York Times. Retrieved March 5, 2014. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2006/10/13/business/13martha.html>. Acesso em: 22 jun 2020.

THOMSEN, Linda C. **Testimony Concerning Insider Trading**. SEC, 26 sept. 2006. Disponível em <<http://www.sec.gov/news/testimony/2006/ts092606lct.htm#>> Acesso em 23 outubro de 2020.

VASCONCELOS, Rogéria de Freitas; GALDI, Fernando Caio; MONTE-MOR, Danilo Soares. **Transações de insiders e impacto na rentabilidade e valor das empresas brasileiras**. Revista de Contabilidade e Organizações, [S.L.], v. 10, n. 26, p. 33-70, 26 maio 2016. Universidade de Sao Paulo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBiUSP. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v10i26.106048>. Acesso em: 22 out 2020.

Waack, R. S. (2000). **Fusões e aquisições na indústria farmacêutica-veterinária**. Caderno de Pesquisas em Administração, 7(3), 82-98. Disponível em: <http://docplayer.com.br/40504156-Fusoes-e-aquisicoes-na-industria-farmaceutico-veterinaria.html> Acesso em: 22 out. 2020

WERNECK, Luisa Falcao dos Santos. **Insider Trading: evolução histórica e estudo comparativo entre os sistemas americano e brasileiro**. 2013. 56 f. TCC (Graduação) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/21216/21216.PDF> Acesso em: 22 out. 2020

RESOLUÇÃO n° 038/2020 – CEPE

ANEXO I

APÊNDICE ao TCC

Termo de autorização de publicação de produção acadêmica

O(A) estudante LUIS EDUARDO SILVEIRA ROCHA
do Curso de DIREITO, matrícula 2019100107-888,
telefone: (62) 99229-3906 e-mail SILVEIRA.ROCHA.EDU@GMAIL.COM, na
qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei n° 9.610/98 (Lei dos
Direitos do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a
disponibilizar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado
A RECORRÊNCIA DO INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS
DE FUSÕES E AQUISIÇÕES,
gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme
permissões do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato
especificado (Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG); Som (WAVE, MPEG, AIFF, SND);
Vídeo (MPEG, MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou
impressão pela internet, a título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de
graduação da PUC Goiás.

Goiânia, 18 de NOVEMBRO de 2020.

Assinatura do(s) autor(es): Luis Eduardo S. Rocha

Nome completo do autor: LUIS EDUARDO SILVEIRA ROCHA

Assinatura do professor-orientador: Nivaldo dos Santos

Nome completo do professor-orientador: Nivaldo dos Santos