

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

MAURO CÉSAR TONIDANDEL

INSIDER TRADING:

Um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa

SÃO LEOPOLDO

2013

MAURO CÉSAR TONIDANDEL

INSIDER TRADING:

Um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

SÃO LEOPOLDO

2013

T665i	<p>Tonidandel, Mauro César</p> <p>Insider trading: um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa / por Mauro César Tonidandel. – São Leopoldo, 2013.</p> <p>136 f. : il. ; 30 cm.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2013. Orientação: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt, Ciências Econômicas.</p> <p>1.Mercado financeiro. 2.Rentabilidade. 3.Insider trading. 4.Retorno anormal. 5.Ações – Empresas. I.Decourt, Roberto Frota. II.Título.</p> <p>CDU 336.76 658.155</p>
-------	---

Catálogo na publicação:
Bibliotecária Carla Maria Goulart de Moraes – CRB 10/1252

Mauro César Tonidandel

INSIDER TRADING:

Um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini – Universidade do Vale do Rio dos Sinos –
UNISINOS

Prof. Dr. João Zani – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Prof. Dr. Philippe Protin - Institut d'Administration des Entreprises (IAE) – Grenoble (França)

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é o fruto da colaboração, do carinho e da compreensão de muitas pessoas. A algumas delas agradeço aqui:

Primeiramente agradeço a Deus, pela inspiração e pela oportunidade de aprofundar meus conhecimentos. Por sempre iluminar meus caminhos e pensamentos.

Aos meus pais, Antonio José Tonidandel e Jaci Dalosto Tonidandel pelo apoio e incentivo que sempre deram em todos os momentos de minha vida e na orientação pelo melhor caminho a seguir na busca do conhecimento e aperfeiçoamento profissional.

Ao meu querido irmão, Mauri Marcelo Tonidandel, que nunca mediu esforços para a concretização deste trabalho.

Ao meu orientador, prof. Dr. Roberto Frota Decourt, que, pela convivência, compreensão e amizade me ensinou a ser persistente em todos os momentos nesta pesquisa científica.

Aos meus amigos, e em especial a todos os colegas de minha turma de mestrado que foram fundamentais no desenvolvimento deste trabalho. A todos, muito obrigado por sempre ter dedicado todo o carinho, compreensão e incentivo nos momentos mais difíceis.

Aos demais colegas de curso, pela convivência, aprendizado e troca de experiências.

Às pessoas que colaboram com as entrevistas, pela confiança, paciência e disponibilidade de tempo.

Aos professores pela sabedoria transmitida durante o curso e pelo conhecimento compartilhado que contribuíram muito para a minha formação.

RESUMO

O presente trabalho verifica se as operações realizadas por *insider trader* com ações da própria empresa auferem rentabilidade superior à média do mercado. Nesse sentido é importante identificar possíveis movimentos de *insiders traders*, bem como evidências de retornos anormais. Isso poderia ajudar os órgãos reguladores a serem mais efetivos na coibição desse tipo de operação. Para tanto, foram coletadas 38.141 operações, obtidas em 9.945 formulários de 167 empresas com liquidez em bolsa superior a 1% que foram enviados mensalmente à CVM no período de janeiro de 2006 a dezembro de 2011. O método utilizado para determinar o retorno anormal médio acumulado foi o estudo de eventos, definido a partir do modelo de Campbell, Lo e Mackinlay (1997). Para a concepção da amostra final restaram 109 empresas das quais foram encontradas 665 operações que se destacaram por apresentarem volumes muito superiores à média de negociações realizadas pelos *insiders* das respectivas empresas. Destas 665 operações, 474 (71,28%) apresentaram retornos anormais. Sendo assim, foram encontradas 281 operações de venda e 193 operações de compra realizadas por *insiders* que diagnosticaram retornos anormais. As ações vendidas por *insiders* apresentaram retorno anormal médio de -3,73%, -7,03% e -10,12% após 30, 90 e 180 dias da data da venda, o que sugere que os *insiders* detinham alguma informação desconhecida do mercado e se anteciparam à futura queda vendendo suas ações. Já as operações de compras realizadas pelos *insiders traders* foram seguidas de alta das ações, o que sugere que a utilização de informações antecipadas em relação ao mercado para a realização de compras com retornos anormais positivos que foram respectivamente de +5,49%, +8,03% e +10,12%, após 30, 90 e 180 dias. Em seguida, foram efetuados vários procedimentos para avaliar a rentabilidade obtida pelos *insiders* de acordo com o tipo de controle, origem do capital, setor de atividade, segmento de governança corporativa, tipo de operações, *insiders* por operações e tamanho da empresa. Estas análises e procedimentos apenas confirmaram os retornos encontrados no computo geral quanto a presença de *insider trading* no mercado acionário brasileiro.

Palavras-Chave: *Insiders Traders, Insider Trading*; Retorno Anormal.

ABSTRACT

This study verifies that the operations performed by insider trading with shares of the company earn higher returns than the market average. In this sense it is important to identify possible movements Insider traders, as well as evidence of abnormal returns. This could help regulators to be more effective in the deterrence of such operations. To this end, we collected 38 141 operations, obtained in 9945 Forms 167 companies with liquidity in the stock exceeds 1% who were sent to CVM monthly from January 2006 to December 2011. The method used to determine the average abnormal return was the study of events, defined from the model of Campbell, Lo and Mackinlay (1997). For the design of the final sample remaining 109 companies of which 665 were found to operations stood out for having much higher than average volumes of transactions made by insiders of their respective companies. Of these 665 operations, 474 (71.28%) had abnormal returns. Thus, we found 281 transactions of sale and purchase of 193 operations performed by insiders who diagnosed abnormal returns. The shares sold by insiders showed average abnormal return of -3.73%, -7.03% and -10.12% after 30, 90 and 180 days from the date of sale, which suggests that insiders held some information unknown to the market and the anticipated future selling their shares fall. Since the operations of purchases by insiders traders were followed by high shares, which suggests that the use of advance information about the market to make purchases with positive abnormal returns that were respectively +5.49%, +8 , and 03% +10.12% after 30, 90 and 180 days. Then, several procedures were performed to assess the profitability achieved by insiders according to the control type, source of capital, industry, corporate governance segment, type of transactions, transactions by insiders and company size. These tests and procedures only confirmed the returns found in the general computation as the presence of insider trading in the Brazilian stock market.

Keywords: Traders Insiders, Insider Trading, Abnormal Returns;

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Níveis de eficiência de mercado	41
Figura 2 – Etapas do estudo de eventos.....	56
Figura 3 – Empresas com elevado número de operações	58
Figura 4 – Empresas com pequeno número de operações.....	59
Figura 5 – Janela de estimação no estudo de eventos.....	69
Figura 6 – Janela de estimação da pesquisa	71
Figura 7 – Histograma das operações de compra e venda.....	77
Figura 8 – Histograma das operações de compra e venda ordinárias.....	95
Figura 9 – Histograma das operações de compra e venda preferenciais	96

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Casos de <i>insiders</i> julgados pela CVM.....	26
Quadro 2 – Comportamento dos <i>insiders</i>	43
Quadro 3 – Desempenho de <i>insiders</i> em alguns países.....	50
Quadro 4 – Quantidade de empresas e operações da amostra.....	57
Quadro 5 – Empresas excluídas da amostra	60
Quadro 6 – Caracterização das empresas x Nível de governança corporativa.....	61
Quadro 7 – Caracterização das empresas quanto ao tipo de controle acionário.....	61
Quadro 8 – Caracterização das empresas quanto ao controle de capital	62
Quadro 9 – Caracterização das empresas quanto aos setores de atividade	63
Quadro 10 – Caracterização das empresas quanto ao tamanho.....	63
Quadro 11 – Números de operações <i>insider trading</i> nos respectivos períodos.....	66
Quadro 12 – Números de operações <i>insider trading</i> realizadas por <i>insider</i> nos respectivos períodos	66
Quadro 13 – Quantidade das diversas operações de <i>insider trading</i> no período	68
Quadro 14 – Operações analisadas x Operações com retorno anormal	74
Quadro 15 – Retorno anormal das ações vendidas por <i>insiders</i>	75
Quadro 16 – Retorno anormal das ações compradas por <i>insiders</i>	76
Quadro 17 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto ao tipo de controle	78
Quadro 18 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto ao tipo de controle..	79
Quadro 19 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto a origem do capital ...	81
Quadro 20 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto a origem do capital.	82
Quadro 21 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto aos setores de atividade..	85
Quadro 22 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto aos setores de atividade	87
Quadro 23 – Caracterização das empresas x Nível de governança corporativa.....	90
Quadro 24 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto aos modelos de governança corporativa.....	91
Quadro 25 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto aos modelos de governança corporativa.....	92
Quadro 26 – Retorno anormal médio das operações.....	94
Quadro 27 – Retorno anormal médio nas operações de vendas por <i>insiders</i>	98
Quadro 28 – Retorno anormal médio nas operações de compras por <i>insiders</i>	99

Quadro 29 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto ao tamanho da empresa	101
Quadro 30 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto ao tamanho da empresa.....	102

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CAPM	<i>Capital Asset Price Model</i>
CAR	<i>Cumulative Abnormal Return</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CNMV	Comissão Nacional de Mercado de Valores
CRSP	<i>Center for Research in Securities Prices</i>
CVM	Comissão de Valores Monetários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
FR	Formulários de Referência
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IAN	Informações Anuais
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com os Investidores
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
ITSFEA	<i>Insider Trading e Fraude Securities Enforcement Act</i>
MPF	Ministério Público Federal
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OBI	Oslo <i>BØrs Informasjon AS</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	<i>Sarbanes-Oxley Act</i>
TC	Tribunal de Contas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA PESQUISA	13
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.3 HIPÓTESES	16
1.4 OBJETIVOS	16
1.4.1 Objetivo Geral	16
1.4.2 Objetivos Específicos	17
1.5 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	17
1.6 DELIMITAÇÃO DO TEMA	18
1.7 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	18
2 REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1 <i>INSIDER TRADING</i> : UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO	20
2.2 LEGISLAÇÃO	21
2.2.1 Legislação no Brasil	23
2.2.2 Legislação em Outros Países	27
2.3 DISCLOSURE	30
2.4 ÉTICA NAS COMPANHIAS	32
2.5 TEORIA DA AGÊNCIA E TEORIA DE MERCADO	34
2.5.1 Teoria da Agência	34
2.5.1.1 <i>Insiders</i> Criam Valor para a Empresa	35
2.5.1.2 <i>Insiders</i> Reduzem o Valor da Empresa	37
2.5.2 Teoria de Mercado	38
2.5.2.1 A Questão da Assimetria Informacional	38
2.5.2.2 Hipótese de Mercado Eficiente	40
2.5.2.2.1 <i>Hipótese de Mercado Eficiente no Mercado Brasileiro</i>	46
2.6 DESEMPENHO DO <i>INSIDER</i> X HIERARQUIA DO <i>INSIDER</i> NA EMPRESA	47
2.7 RENTABILIDADE DOS <i>INSIDERS</i> RELACIONADO AO TAMANHO DA EMPRESA	48
2.8 RENTABILIDADE DOS <i>INSIDERS</i> EM DIVERSOS PAÍSES	49
3 MÉTODO DE PESQUISA	54
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	54
3.2 ESTUDO DE EVENTOS	55
3.2.1 Definição do Evento	56
3.2.2 Critérios de Seleção da Amostra	59

3.2.3 Modelos de Mensuração do Retorno Anormal e Normal	64
3.2.4 Procedimentos de Estimação do Retorno Anormal.....	69
3.2.5 Procedimentos de Testes	71
4 RESULTADOS EMPÍRICOS.....	74
4.1 RETORNO ANORMAL QUANTO AO TIPO DE CONTROLE.....	77
4.2 RETORNO ANORMAL QUANTO AO TIPO DE CAPITAL	80
4.3 RETORNO ANORMAL QUANTO AOS SETORES DE ATIVIDADE	83
4.4 RETORNO ANORMAL QUANTO AOS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	89
4.5 RETORNO ANORMAL RELATIVO AO TIPO DE AÇÃO NEGOCIADA.....	93
4.6 RETORNO ANORMAL DOS <i>INSIDERS</i> POR TIPO DE <i>INSIDER</i>	96
4.7 RETORNO ANORMAL QUANTO AO TAMANHO DA EMPRESA.....	100
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	103
REFERÊNCIAS	108
APÊNDICE A – EMPRESAS COMPONENTES DA AMOSTRA	121
APÊNDICE B – RETORNO ANORMAL DAS 665 OPERAÇÕES ANALISADAS ...	122

1 INTRODUÇÃO

Insider trading é um assunto controverso e polêmico no Brasil e em diversos países. Tanto em meio acadêmicos, políticos e sociais, o debate *insider trading* centra-se nas divergências e convergências da eficiência da regulação e fiscalização das leis.

A prática de *insider trading* consiste em qualquer operação realizada por um *insider* com valores mobiliários da companhia, buscando proveito próprio. Ou seja, é toda operação realizada por uma pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações relevantes relativas a situações e/ou negócios da companhia antes da informação tornar-se pública. Clacher, Hillier e Lhaopadchan (2009) definem que *insider trading* consiste nas decisões de investimento dos funcionários com valores mobiliários da empresa onde atuam para obter retornos anormais.

Na medida em que o *insider* realiza operações com valores mobiliários da companhia advinda de uma informação privilegiada, esta pode influenciar na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, e, por conseguinte, afetar as decisões de compra e venda das ações.

Entretanto, encontrar evidências de *insider trading* no mercado de capitais é tarefa árdua, uma vez que saber em que momento o *insider* opera com informações antecipadas em relação ao mercado é bastante complexo. É possível, contudo, buscar evidências de sua atuação mediante o acompanhamento contínuo das oscilações dos preços de ações de determinadas companhias na bolsa de valores. Para tanto, é necessário verificar a divulgação de informações da companhia no mercado e constatar se as ações dessa empresa sofreram grandes movimentações nos dias anteriores a publicação desse fato. Essas características denotam indícios de *insider trading*.

Convém destacar que *insider trading*, não se constitui em ato ilícito, em princípio, uma vez que consiste numa operação realizada pelo *insider*. Torna-se crime, no entanto, quando o *insider* negociar com valores mobiliários da companhia mediante o conhecimento de uma informação relevante e obter vantagem financeira, uma vez que está utilizando de fatos relevantes da companhia ainda não disponíveis ao mercado.

No Brasil, *insider trading* é crime desde a publicação da Lei nº 10.303/2011. No entanto, a prática para coibi-lo teve como marco a divulgação da Instrução Normativa 358/2002. A partir de então se exige que as negociações com ações da própria empresa sejam comunicados mensalmente à Comissão de Valores Monetários (CVM) e a BM&FBOVESPA. Desse modo, as empresas devem mensalmente enviar – até o dia dez do mês seguinte – um

formulário inserindo todas as informações sobre as negociações de *insiders* ocorridos no período.

Nesse contexto, tendo em vista as diversas situações já divulgadas no mercado sobre evidências detectadas com relação à prática de *insider trading* no mercado acionário brasileiro, tais como os casos da Copel, Gerdau, Gol, Sadia, entre outros, este trabalho visa buscar evidências para averiguar se as operações de *insider trading* no Brasil, no período 2006 a 2011 auferiram retornos anormais aos gestores que operaram com informações antecipadas em relação ao mercado.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA PESQUISA

Os primeiros estudos sobre retorno anormal dos gestores descobertos através de investigações no mercado de capitais iniciaram na década de 1960. No entanto, esse tema continua relevante para o mercado financeiro, sendo que ainda são procedentes várias investigações sobre as operações de *insider trading*, bem como, a questão da assimetria informacional nos cargos de liderança e, por conseguinte, a elaboração das leis para coibir *insiders traders*.

Lorie e Niederhoffer (1968) destacam que nenhum método apresentado até então havia encontrado evidências de retornos anormais nas operações de *insider trading*. Na ânsia de confirmar suas expectativas quanto à atuação de *insiders* no mercado, apresentam um método diferenciado em relação a pesquisas anteriores, preconizada pela inferência estatística aplicada e, confirmaram suas evidências, mostrando que a informação privilegiada, bem como o conhecimento das operações sobre a empresa, pode gerar lucros extraordinários aos *insiders*.

Pouco tempo depois, Jaffe (1974) também verifica como a quantidade de informações disponíveis aliada ao conhecimento sobre a empresa em que atuam pode aumentar os rendimentos nas operações *insider trading*. Para estimar a rentabilidade das operações, Jaffe (1974) utilizou-se de variantes do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e examinou o desempenho de três tipos de eventos: a transação de um *insider*, as grandes operações realizadas por *insider* e os meses em que ocorreram mais operações *insider trading* na empresa. Concluiu, assim como Lorie e Niederhoffer (1968) que as informações podem ser um indicativo sobre o comportamento futuro das ações da empresa na qual é realizada a operação pelo *insider*.

Posteriormente, Seyhun (1986) investiga as conclusões anômalas de estudos anteriores sobre *insider trading* quanto ao fato de que qualquer investidor pode obter lucros anormais. Descobriu que *insider* mediante o benefício da informação antecipada compram ações antes de um aumento anormal e vendem-nas antes da queda de preços.

Em particular, no mercado brasileiro de capitais, Camargos, Romero e Barbosa (2007) reforçam em seus resultados, as suspeitas da prática de *insider trading*, principalmente nos casos da aquisição do Grupo Ipiranga e na venda da Sadia. Sendo assim, destacam que as negociações com uso de informações privilegiadas certamente criam oportunidades de lucros não equitativas, principalmente na transferência de riquezas entre acionistas, bem como, provocam a ineficiência do mercado na precificação dos títulos e, além do mais, promovem uma imagem negativa do mercado.

Rochman e Eid Junior (2006) analisam um conjunto de eventos realizados sobre operações de *insider trading* para detectar retornos excedentes mediante o uso de informações antecipadas na compra e venda de ações no mercado brasileiro. A amostra inicial foi separada conforme o segmento de governança corporativa das empresas de capital aberto, sendo segregadas entre os níveis 1, 2 e novo mercado. A análise foi realizada entre os anos de 2002 – ano em que foi instituída a Instrução Normativa nº 358 da CVM – e dezembro de 2004.

Através dos resultados, Rochman e Eid Junior (2006) constatam indícios de operações realizadas pelos *insiders* que resultaram em retornos excedentes aos esperados com relativa significância estatística, principalmente nas compras de ações ordinárias realizadas pelos controladores, clubes de investimentos e também familiares que tinham posse das informações antecipadas em relação ao mercado. Foram diagnosticados ainda como estatisticamente significantes os lucros excedentes obtidos por Diretores, Conselheiros, Assessores e Consultores do Conselho mediante vendas de ações preferenciais.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Segundo informações obtidas junto ao Portal do Investidor, *site* recomendado e criado pela CVM com objetivo de fornecer informações rápidas e de qualidade, antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. Entretanto, com o advento da Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento ocorreram diversas modificações no mercado acionário, principalmente no que tange a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores. Contudo, a partir de meados

da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumentou o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro.

No final da década de 90, conforme o portal do investidor, o mercado de capitais brasileiro estagnou seu crescimento, recuando em relação a outros mercados, devido principalmente à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras, principalmente devido aos altos índices inflacionários e que ocasionaram a falência de inúmeras empresas no país, fatos estes decorrentes ainda do final da década de 80. Além disso, a falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Contudo, ainda, a partir de algumas iniciativas institucionais e governamentais implementadas mais recentemente na última década, foram deflagradas a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA, que surgiram para assegurar a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas nacionais.

Todavia, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas em vigor desde 1976 (Lei nº 6.404/76), na qual foram introduzidas diversas regras de governança corporativa estabelecendo maior transparência, tratamento equitativo e prestação de contas dinamizaram o processo de crescimento.

Desde o ano de 2003, conforme números obtidos no Portal do Investidor houve um reaquecimento do mercado, triplicando o volume médio diário de negócios realizados na BM&FBOVESPA. O crescimento é denotado pelas modificações procedentes principalmente no que tange aos modelos de governança corporativos implementados, uma vez que, segundo o portal, atualmente as empresas que integram os níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) já correspondem a 60% da quantidade de negócios no mercado realizado a vista.

Nos últimos anos, no entanto, conforme enfatiza Galeno *et al.* (2010), o mercado de capitais brasileiro recebeu uma quantidade significativa de investidores e de empresas que resolveram abrir capital. Destacam que para essas empresas a manutenção da liquidez de seus papéis atua favoravelmente para a atratividade de seus títulos e acesso ao mercado de capitais, enquanto que por outro lado, a falta de liquidez penaliza o retorno das ações das empresas que atuam no mercado.

Diante desse problema, foi introduzida a Instrução Normativa nº 121/90 da Comissão de Valores Monetários, regulados através da Instrução nº 384/2003, no intuito de fomentar a

liquidez de valores mobiliários. Nesse sentido, Galeno *et al.* (2010) enfatizam que deve haver então um forte motivo para o fato de que partir de 2004, as próprias empresas ou outros investidores acreditarem que a liquidez, e conseqüente o retorno desses papéis aumentarem favoravelmente, para que o número de ações com formadores de mercado aumentasse consideravelmente.

Com o crescimento do mercado de capitais no Brasil, aumentam as evidências e questionamentos referentes aos *insiders* que negociam com base na informação privilegiada e, que estes comprem ações da própria empresa antes do aumento de preços e, por conseguinte vendam antes que os preços das ações se desvalorizem.

Desse modo, considerando a disparidade equitativa de informações, bem como a prática de *insider trading* no mercado acionário, questiona-se sobre a rentabilidade obtida pelos *insiders* através da utilização da informação antecipada. Para tanto, diante dessas situações referidas, vem à tona a seguinte indagação: **Os *insiders traders* têm desempenho superior à média do mercado nas suas operações com ações da própria empresa?**

1.3 HIPÓTESES

Foram definidas como hipóteses a serem investigadas:

H_0 = As operações de *insider Trader* com ações da própria empresa não têm rentabilidade superior à média do mercado;

H_1 = As operações de *insider Trader* com ações da própria empresa têm rentabilidade superior à média do mercado;

1.4 OBJETIVOS

Nesta seção serão apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos definidos para esta dissertação.

1.4.1 Objetivo Geral

Verificar se as operações realizadas por *insider trader* com ações da própria empresa apresentam retornos anormais.

1.4.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral estabelecido, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- Identificar evidências de *insider trading* no mercado brasileiro;
- Identificar características inerentes ao comportamento dos *insiders traders*;
- Identificar características de operações que sinalizem retornos anormais;

1.5 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O mercado de capitais é uma importante fonte de recursos para as empresas e, conseqüentemente o desenvolvimento de um país. Sendo assim, é importante que o custo de captação no mercado acionário seja baixo, suficiente para tornar-se atrativo às empresas. Um ponto importante para reduzir o custo de capital é a maior eficiência do mercado. Para tanto, espera-se a inexistência de *insider trading*. Ou seja, todos têm a mesma oportunidade de retorno. Nesse sentido, é importante identificar possíveis movimentos de *insiders traders*, bem como evidências de retornos anormais. Isso poderia ajudar os órgãos reguladores a serem mais efetivos na coibição desse tipo de operação.

A presença de *insider trading* no mercado tem implicações importantes para diferentes tipos de participantes do mercado. Conforme Hee, Jangkoo e Ryu (2008) devem ser consideradas a presença de especuladores, no entanto, se um mercado é eficiente em uma forma semiforte, todas as informações de mercado deveriam ser incorporadas aos preços antes que qualquer investidor possa negociar com a informação.

Nesse sentido, Dolgoplov (2011) enfatiza que tanto as operações informadas, quanto a assimetria da informação e a liquidez de mercado de valores mobiliários devem ser preponderantemente investigadas e debatidas no que tange as políticas públicas e sua regulamentação. Destaca que a magnitude dos danos provocados pelos *insiders* depende preponderantemente da facilidade de gerenciamento e do mercado, ou seja, de liquidez e de informações privilegiadas, e que, portanto, consiste numa preocupação real apenas para alguns tipos específicos de formadores de mercado. E, por fim, que aplicada a qualquer instância, a análise dos impactos comportamentais dos *insiders traders*, no âmbito global deve considerar todos os fatores negativos e positivos de sua atuação, ou seja, custos e benefícios.

Sendo assim, estudos realizados em diversos países demonstram a presença de *insider trading* como sinalizador dos preços das ações, evidenciando que o tema ainda é muito

polêmico e controverso. Contudo, o assunto é relativamente incipiente e modesto no que tange a bibliografia nacional.

Dessa forma, identificar evidências de *insider trading*, bem como avaliar sua rentabilidade com ações da própria empresa em relação ao mercado, irá contribuir para o mercado de capitais elencarem novas medidas e ações para reduzir a eficiência dos *insiders* nas negociações com valores mobiliários.

1.6 DELIMITAÇÃO DO TEMA

O presente trabalho investiga a rentabilidade dos *insiders* com operações de compra e venda com ações da própria empresa em relação ao mercado. Para tanto, serão consultados os formulários de empresas com liquidez em bolsa superior a 1% que foram divulgadas nos formulários mensais enviados à CVM, ou seja, não é objeto de estudo dessa pesquisa quaisquer operações não declaradas pelas empresas.

Os resultados da pesquisa ficarão restritos ao período de análise das operações *insider trading* que correspondem ao íterim entre janeiro de 2006 a dezembro de 2011. Visto que a Instrução Normativa nº 358 foi instituída em 2002, estes quatro anos de adaptação da lei ao mercado não serão inseridas nos resultados.

1.7 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A presente dissertação estrutura-se em cinco capítulos, precedidos pela introdução, haverá outros quatro capítulos dispostos da seguinte maneira:

- Capítulo I: Apresenta a contextualização do assunto, bem como a indagação da pesquisa, seus objetivos – geral e específico – além das hipóteses, justificativas, delimitação do tema e, por fim, a própria caracterização do trabalho.
- Capítulo II: Estabelece uma revisão da literatura contextualizando o tema referente à rentabilidade das operações de *insider trading*, teoria que sustenta a questão da assimetria informacional e mercado eficiente, além da legislação aplicada no Brasil e em alguns mercados financeiros dos principais países.
- Capítulo III: Delimita o método aplicado. Elenca os procedimentos metodológicos do estudo de evento, bem como o método desenvolvido por Campbell, Luz e Mackinlay aplicado nesta pesquisa. Denota metodicamente todas as etapas desenvolvidas até a concepção da amostra.

- Capítulo IV: Apresenta os retornos anormais médios obtidos pelos *insiders* nas operações de compra e vendas de ações. Inicialmente demonstra os resultados obtidos num âmbito geral tanto na compra quanto na venda de ações. Em seguida, apresenta os lucros auferidos nas operações de *insider trading* realizadas pelos *players* nas empresas quanto ao tipo de controle, origem de capital, setores de atividade da companhia, modelos de governança corporativa e, por fim, os retornos extraordinários relativos a compra e venda de ações ordinárias e preferenciais, bem como, a rentabilidade obtida pelos *insiders* relativo a cada tipo de operação além dos retornos anormais obtidos quanto ao tamanho das empresas (grande ou pequena) estabelecidas a partir de uma *proxy* pré-determinada.

- Capítulo V: Por fim, apresenta as considerações finais referentes a proposta metodológica encaminhada para a pesquisa, retomando o problema de pesquisa, hipóteses, bem como objetivo geral, objetivos específicos, justificativa e relevância do tema. Também será retomado no computo geral, os resultados encontrados conforme as concepções previamente denotadas para a pesquisa, sugerindo novas pesquisas e elencando diretrizes para a implementação de uma legislação e fiscalização mais rígida na coibição de *insider trading*.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A partir desse momento, serão apresentados estudos realizados sobre *insider trading*. Para tanto, será elencada uma contextualização sobre as operações realizadas, bem como inclusões de resultados obtidos quanto à rentabilidade dos *insiders*. Em seguida, as teorias que sustentam o assunto, especificamente a Teoria de Mercado e Teoria da Agência. Por fim, a inserção dos principais incisos referentes à legislação obtidos na literatura sobre *insider trading*, além de uma cronologia sobre as leis introduzidas no Brasil.

2.1 INSIDER TRADING: UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

Para Carlton e Fischel (1983) *insider trading* consiste numa eficiente maneira de compensar executivos nas empresas. Destacam que, o fato da posição dos gestores serem hierarquicamente superiores, deixa-os em melhores condições em relação aos acionistas e aos investidores para explorar as informações antecipadas advindas da empresa para a obtenção de retornos anormais.

Agrawal e Jaffe (1995) sinalizam que um gerente utilizando-se de informações exclusivas pode lucrar com a compra antes de explicar a notícia ao mercado e, mesmo lucrar adiando uma planejada venda até após o anúncio.

Insider, para Bhattacharya e Nicodano (2001) é um *player* estratégico capaz de interferir no comportamento dos agentes externos a vender e a escolher o *portfólio* ideal mediante estratégias de negociação.

Ao que Beny (2002), caracteriza *insiders* e seus associados nas seguintes categorias: 1) tradicional ou primário são os executivos, conselheiros, diretores e acionistas controladores; 2) construtiva ou secundário que correspondem aos advogados, contadores, banqueiros de investimento, corretoras e distribuidoras. Generaliza, por fim que são todos que recebem informações privadas de *insiders*, parentes e políticos ligados aos sócios.

Doffou (2003), entretanto, destaca que nas últimas décadas o alto nível de interesse em informação privilegiada deixou de ser apenas dos acionistas das empresas. Segundo o autor, há no mercado de capitais a atuação de três categorias que classifica como: o *insider* tradicional, o quase *insider* e o *insider* intermediário. Doffou (2003) conceitua como *insider* tradicional os membros de gestão que possuem informações não disponíveis ao público em geral e que as utilizam para obter benefícios próprios. O quase *insider* consiste no indivíduo que é responsável pela realização de algum detalhe de uma transação que potencialmente

afeta o preço das ações da entidade e que compartilha em privado as informações sobre a transação.

Por fim, *insider* intermediário, como sendo aquele fornece pelo menos três serviços: 1) busca informações privadas para angariar o que é desconhecido para o mercado todo; 2) analisa prospectivas sobre as tendências que os investidores podem esperar do mercado como um todo seja num subconjunto de mercado ou mesmo ação individual e, por fim; 3) realiza retrospectiva de dados históricos e efetua comparações para ajudar na tomada de decisões.

Etebari, Tourani-Rad e Gilbert (2004) ponderam que *insider trading* é o comércio desenvolvido por pessoas com informações superiores em relação ao mercado, que podem ser normalmente, executivos de empresas e grandes acionistas.

Knewton (2011) define *insider trading* como uma negociação financeira que inerentemente gera uma vantagem aos diretores de qualquer companhia, a partir da informação antecipada em relação ao mercado.

2.2 LEGISLAÇÃO

Mesmo diante da contextualização inferida pela globalização, onde qualquer ruído na economia em qualquer ponto do planeta afeta o mercado financeiro mundial, enfatiza-se a seguir as discrepâncias relativas ao comportamento dos *insiders* no mercado acionário e, ainda, investiga-se a imposição das leis em vários lugares no mundo, onde o mercado financeiro é significativo em termos econômicos.

O notável é que, conforme Doffou (2003), indagações relativas quanto aos méritos de *insider trading* tem sido debatida desde a década de 30 onde respostas negativas para indagações como *insider trading* é bom para os mercados financeiros? E será que é economicamente eficiente permitir *insider trading*? Instigaram a SEC – agência que policia o mercado acionário nos Estados Unidos - e o Congresso Americano publicassem a *Securities Exchange Act* de 1934 e até 1967, quando a França também instituiu a referida lei, os americanos eram unitários nessa coibição. Bhattacharya e Daouk (2002) destacam a recente legislação que se caracterizou a partir da década de 90. Os autores constaram que dos 103 países que possuem mercados de ações, 87 deles apresentam uma legislação para coibir a atuação dos *insiders*.

A política de regulação de *insider trading* segundo Beny (2002), que estudou 103 países ratifica as informações anteriores e complementa que a maioria dos países liberou seus mercados de ações a partir da década de 80 e, mesmo com os avanços tecnológicos nas

últimas décadas terem aumentado o nível de sofisticação da fiscalização do mercado, tornando a detecção de comércios incomuns e, portanto, a aplicação das leis *insider trading* mais viável, há países com mercados desenvolvidos como Áustria, Irlanda, Luxemburgo e outros emergentes, tais como México e Rússia em que as leis de *insider trading* têm de ser aplicada.

A data de liberalização dos países de seus mercados de ações foi pesquisada por Bushman, Piotroski e Smith (2005). Seus resultados apontam que a liberalização financeira dá aos investidores estrangeiros a oportunidade de investir nos mercados internos e investidores nacionais o direito de realizar transações em moeda estrangeira. Confrontam nesse estudo duas amostras, uma composta por países que fizeram cumprir e outra de países que não fizeram cumprir a restrição sobre *insider trading*. Destacam que a aplicação das leis de *insider trading* cria incentivos para analistas aumentarem sua proeminência ou prestígio de mercado. Além de aumentar o banco de dados é interessante e consistente com a teoria de que o comportamento é um importante analista, sendo um canal através do qual as restrições de *insider trading* contribuem para reduzir o custo de capital do país.

A questão sobre a legislação *insider trading* ainda apresentada pela literatura coincide entre os autores sobre as controvérsias existentes na regulação desse mercado. Bainbridge (2000) corrobora essa dissertação alegando que apesar de *insider trading* ser uma das formas mais comuns de fraudes de valores mobiliários, entretanto, permanece – apesar de *insider trading* ser considerado um problema das leis federais de valores mobiliários desde 1960 – sendo um dos aspectos mais controversos no que tange a regulação de valores mobiliários.

Mesmo que *insider trading* é eficiente e a regulação é ineficiente, conforme Beny (2002), a legislação é fundamentalmente sobre a alocação da propriedade de direito em informações corporativas e, por conseguinte, sobre a distribuição de rendas derivadas do uso de tais informações. Nesse sentido, argumenta que quando o *insider trading* é considerado legal, o Estado atribui o direito de propriedade e rendas privadas associadas de informações corporativas para os *insiders*. Em contraste, quando o *insider trading* é proibido, o Estado atribui o direito de propriedade e aluguéis relativos a pessoas de fora da empresa. Ratifica que a influência dos políticos é um determinante importante do Estado em matéria de política sobre *insider trading*, principalmente em países onde há evidências de corrupção ativa governamental.

2.2.1 Legislação no Brasil

A lei nº 6.404/76 já preconizava quanto à divulgação de fatos relevantes e a proibição do benefício da informação antecipada. Os artigos 155 e 157 complementados pelos artigos 145, 160 e 165 ao defender a equidade de informações e o dever de prestar as informações relevantes para o mercado já emitia o conceito de *insider*. De acordo com os dispositivos abordados pelos artigos citados da lei 6.404/76 e da lei nº 6.385/76 fica obrigado a informar o mercado suas negociações - conforme divulgado no portal da CVM - às seguintes pessoas:

- ⇒ Administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76);
- ⇒ Membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76);
- ⇒ Membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6404/76);
- ⇒ Subordinados das pessoas acima referidas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76);
- ⇒ Terceiros de confiança dessas pessoas (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76) e;
- ⇒ Acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76);

A partir da entrada em vigor da nova lei das sociedades anônimas – lei nº 10.303 de 2001- que alterou a Lei das S/As e a Lei 6.385/76 que regula o mercado de capitais, o uso de informações para obtenção de vantagem no mercado financeiro tornou-se crime mediante punição de um a cinco anos de reclusão, além de multa de até três vezes o montante do lucro auferido indevidamente mediante *insider trading*.

Contudo, a CVM – alterou a Instrução nº 31 de 1984, instituindo a Instrução nº 358 em 2002, que obriga mediante o preenchimento de formulário individual, a divulgação de operações dos cargos diretivos e grandes acionistas, bem como pessoas próximas a divulgarem suas negociações, conforme expressa o artigo 11 da Instrução nº 31/1984:

Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ficam obrigados a comunicar à CVM, à companhia e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos a negociação, a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e de sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhias abertas, ou a eles referenciados, de que sejam titulares, bem como as alterações em suas posições.

Desde que o uso de informações privilegiada no mercado de capitais tornou-se crime, conforme matéria divulgada no Valor Econômico (22/11/2011) 37 casos de *insider trading* foram analisados. Sendo que 26 destes casos foram julgados pela CVM. Destes, 21 resultaram em punições e 11 foram enviados ao MPF. No entanto, ainda segundo o jornal, outros 11

casos em que a CVM identificou a prática de *insider trading* não foram julgados. O motivo seria termos de compromisso celebrado entre os *insiders* e a CVM. Entretanto, dois desses casos, conforme elucida a matéria, foram enviados ao MPF.

Embora a lei explicita que a pena prevista nesses casos seja de um a cinco anos de reclusão e multa de até três vezes o montante obtido na negociação de forma ilícita, até então, a punição aos responsáveis por essa infração tem-se restringido a multa e advertências aplicadas pela CVM.

Todavia, conforme relato do Procurador Chefe da Procuradoria Federal Especializada da Autarquia, Alexandre Pinheiro dos Santos, no Valor Econômico (22/11/2011), embora os casos que apresentaram indícios desse crime sempre tenham sido enviados ao MPF, a linha de atuação da CVM nesse sentido se aprofundou muito desde 2006. O marco, no entanto, dessa nova relação ocorreu em 2007, quando segundo Pinheiro dos Santos, surgiu à necessidade de uma atuação rápida num possível caso de *insider trading* identificado em movimentações atípicas nas ações da Refinaria de Petróleo Ipiranga, diante de rumores da negociação de venda da mesma para a Braskem, Petrobrás e Ultrapar.

Entretanto, apesar de CVM e MPF estarem atuando conjuntamente, até aquele momento nenhum processo criminal havia sido instaurado. A primeira ocorrência surgiu em maio de 2009, quando a Justiça Federal aceitou a denúncia do MPF e elencou uma ação penal contra dois executivos da Sadia e outro do ABN por terem se beneficiado de informações privilegiadas na negociação de compra da Perdigão através de uma oferta hostil da Sadia em 2006.

Posteriormente em fevereiro de 2010, o segundo processo criminal foi aberto perante seis sócios e diretores do Grupo Randon. Conforme o texto do Valor Econômico (22/11/2011), os infratores responderam ao crime de *insider trading* por terem negociado ações da companhia e de outra empresa pertencente ao grupo gaúcho – a Fras-le – antes do anúncio da entrada de um novo sócio, a Arvin-Meritor, em 2002.

Em 2011, o caso da venda da Varig para a Gol, também teve repercussões na mídia. O fato foi divulgado no *site* da revista Exame (07/06/2011), que evidenciou a multa aplicada ao advogado Marcos José Santos Meira, que utilizou da informação antecipada obtida junto aos diretores da Gol para investir pela primeira vez em ações. O fato instigou a CVM, que não identificou o nome do advogado na lista de pessoas divulgadas pela Gol que teria acesso ao fato relevante. A autarquia aplicou a multa de R\$ 164.270,00, punição que equivale a duas vezes o lucro auferido com as operações, iniciadas antes de a compra ser formalmente comunicada ao mercado, conforme evidencia a matéria *on line* da revista Exame.

Entretanto, há outra investigação relativa a evidências de *insider trading* no país no referido ano. A CVM investiga a manipulação de ações da Mundial referente a movimentação atípica dos papéis da fabricante de produtos de beleza, talheres e válvulas hidráulicas. Segundo informações obtidas no *site* da revista Exame (22/07/2011), a empresa chegou a valer em bolsa 1, 734 bilhões de reais e teve as ações negociadas a 31 vezes o valor da empresa sobre o Ebitda projetado no valor de 55 milhões de reais em 2011. Após isso, contudo, as ações recuaram num movimento de expressiva desvalorização. Os papéis atingiram 1,21 reais na mínima do pregão na época, uma queda de 76% em relação ao pico atingido pelo preço dos papéis.

A matéria divulgada no Valor Econômico (22/11/2011) evidencia ainda que embora até o momento houver apenas dois processos criminais, a discussão sobre o tema jurídico prossegue. Apesar de crimes de *insider trading* serem passíveis de julgamento em três esferas. Além dos processos criminais para punir os *insiders*, é possível instaurar processos na esfera administrativa e na área civil para pedir ressarcimento de eventuais prejuízos para os investidores.

A discussão sobre essa prática abusiva conforme relata o texto, circula nos tribunais há alguns anos, pois a jurisprudência do Poder Judiciário é de que uma ação penal só pode ser instaurada após o encerramento do processo administrativo imposto pela CVM. Entretanto, segundo o Procurador Geral da Autarquia, Pinheiro dos Santos, essa situação pode até acontecer devido à existência de indícios de um ilícito que obrigaria a autarquia a comunicar ao MPF. Afirma que embora isto esteja ocorrendo apenas pelo fato de que a CVM ainda não tenha condições de julgar o caso. Entretanto, a tendência, segundo ele, é que a atuação conjunta desses dois órgãos faça com que o Estado atue de forma conectada.

É importante, contudo, destacar que este deve ser apenas o primeiro passo para o aprimoramento das leis e desenvolvimento de processos mais eficazes para detectar e punir os *insiders traders* no mercado brasileiro. Instaurar novos procedimentos e penalidades como determinou o congresso americano que durante a década de 80 – quase meio século depois da criação da lei para punir os *insiders* – aumentou substancialmente as penalidades para os casos de *insider trading*.

No Quadro 1, são apresentados além de alguns casos já relatados, outros fatos relevantes de incidência de *insiders* julgados pela CVM, bem como as punições aplicadas pelo uso da informação privilegiada entre 2002 – ano em que foi instituída a Instrução Normativa nº 358 pela CVM – e 2011.

Quadro 1 – Casos de *insiders* julgados pela CVM

Os casos de “Insider” julgados pela CVM		
Punições aplicadas pelo uso de informações privilegiadas desde 2001*		
Período	Caso	Penalidades
2002	Negociações de ações da Brahma e da Antarctica antes da criação da Ambev em 1999.	TC de R\$ 300 mil com 8 acusados.
	Negociação de ações da Elevadores Atlas antes de sua compra pelo grupo Schindler em 1999.	Multas de R\$ 160 mil a 6 acusados.
2004	Negociação de ações da Copel antes da privatização em 2001.	Suspensão de 1 acusado e multa de R\$ 1,1 milhão a 2 acusados.
2005	Negociação de ações da Refinaria de Petróleo de Manguinhos antes de fato relevante em 2003.	Advertência a 1 acusado.
	Negociação de ações da Tele Centro Sul antes da divulgação de fato relevante em 1999.	Multa de R\$ 150 mil a 1 acusado.
2006	Negociação de ações da Grazziotin antes do anúncio de recompra de papéis em 2002.	Multa de R\$ 20 mil a 1 acusado.
	Negociação de ações da AES Eletropaulo antes do anúncio da reestruturação da dívida da empresa em 2003.	Multa de R\$ 150 mil a 1 acusado e envio ao MPF.
2006	Negociação de ações da Cambuci antes do anúncio da reestruturação da dívida em 1999.	Advertência de 3 acusados, multa de R\$ 200 mil a 1 acusado e envio ao MPF.
2007	Negociação de ações da Fras-le e da Randon antes do anúncio da entrada do sócio Arvin-Meritor em 2002.	Multa de R\$ 169, mil a 7 acusados e envio ao MPF**.
	Negociação de ações da Investvale antes do anúncio de vendas de ações da Valepar em 2003.	Multas de R\$ de 12,5 milhões a 12 acusados e envio ao MPF.
2008	Negociação de ações da Sadia antes da oferta hostil feita pela Perdigão em 2006 ⁽¹⁾ .	Inabilitação temporária a 1 acusado e envio ao MPF**.
	Negociação de ações da Bahema Equipamentos antes da venda do controle à Marcosa em 2003.	Multas de R\$ 2,4 milhões a 6 acusados e envio ao MPF.
	Negociação de ações da Tele Centro Oeste Celular antes do anúncio da venda do controle a Brasilcel entre 2002 e 2003.	Multa de R\$ 200 mil a 1 acusado e envio ao MPF.
2009	Negociação de ações da Iochpe-Maxion antes da divulgação de informações periódicas.	TC de R\$ de R\$ 247,2 mil com 3 acusados e envio ao MPF.
	Negociação de ações da Embraer antes da divulgação da nova estrutura de capital da companhia entre 2005 e 2006.	TC de R\$ 19,3 milhões com 1 acusado e envio ao MPF.
2010	Negociação de ações da Ipiranga antes do anúncio da compra pela Petrobrás, Ultrapar e Braskem em 2007.	Multas de R\$ 2 milhões a 3 acusados, TC de R\$ 200 mil com 1 acusado e envio ao MPF.
	Negociação de ações da Suzano antes da divulgação da compra da Ripasa em 2004.	TC de R\$ 247,2 mil com 11 acusados***.
	Negociação de ações da Sadia antes da oferta hostil feita pela Perdigão em 2006 ⁽¹⁾ .	Multa de R\$ 500 mil a 1 acusado.
	Negociações de ações da Terna antes da divulgação de sua compra pela Cemig em 2009	Multa de R\$ 26,4 milhões a 2 acusados.
2011	Negociação de ações da Gol antes da divulgação da compra da VGR em 2007.	Multa de R\$ 164,2 mil a 1 acusado e envio ao MPF.

Fonte: Adaptado do Jornal Valor Econômico do dia 22/12/2011.

Frijns, Gilbert e Tourani- Rad (2007) sugerem que a introdução de medidas eficazes para limitar o abuso da informação privilegiada pode ser benéfica para os mercados. Afirmam ainda que muitos países especialmente menores e mercados emergentes podem sofrer a falta de uma regulamentação adequada para lidar com as informações privilegiadas. Sintetizam que para essas populações e países, a intervenção governamental eficaz pode ser benéfica.

Já Frijns, Gilbert e Tourani- Rad (2008) afirmam que enquanto alguns países têm sido mais do que dispostos a regular a informação privilegiada, essa questão continua aberta no sentido de verificar se há resultados que comprovam melhorias para esses mercados no aspecto jurídico. Sendo assim, apresenta-se seguir a participação dos *insiders*, bem como a legislação e sua aplicabilidade em alguns países.

2.2.2 Legislação em Outros Países

Enquanto a proibição de *insider trading* foi adotada apenas em 1994 na Alemanha, sendo um dos últimos países a adotar tal regulação entre as grandes economias desenvolvidas (Lei de Negociação de Valores Mobiliários em 26 de julho de 1994), Brenner (2010) destaca que a introdução dessa prática como ilegal já imperava em muitos outros países.

ESTADOS UNIDOS

Conforme Meulbroek (1992) a SEC é o principal responsável por impor as regulamentações no mercado de *insider trading* nos Estados Unidos. Embora a SEC tipicamente ratificasse acusações contra um réu, a autarquia pode também encaminhar quando tornar-se pertinente, alguns casos ao Departamento de Justiça para o processo criminal, ou se o réu é um profissional do mercado, a SEC pode eventualmente suspender ou revogar sua licença de atuação. Enfatiza ainda que durante a década de 1980, o Congresso Americano aumentou substancialmente as penalidades contra *insider trading*.

De acordo com Doffou (2003), as sanções foram tanto civis quanto criminais. Práticas de *insider trading* foram estendidas como multas que passaram de \$ 10.000 para \$100.000 e elevação da pena máxima de reclusão de 5 para 10 anos, além de exigir que empresas ativamente estabelecessem procedimentos para evitar o abuso de informações privilegiada por parte da empresa e de seus funcionários.

Segundo Beny (2006), entretanto, os Estados Unidos têm as regras mais rigorosas para a coibição de *insider trading* e aplicação no mundo. Enfatiza que esse rigor é um dos fatores

pelos quais os investidores têm uma confiança maior no mercado de ações americano em comparação a outros países onde as leis são mais brandas.

O comportamento dos *insiders* no mercado financeiro americano é mensurado pela participação efetiva no mercado acionário da empresa. De acordo com Jiang e Zaman (2007) CEOs, CFOs, oficiais, presidentes e vices presidentes e os acionistas com mais de 10% de participação são considerados *insiders* e devem comunicar a SEC quanto às suas negociações [Wu e Zhu, 2011; Knewton, 2011]. A SEC exige que tanto diretores, quanto executivos e acionistas preencham formulários eletrônicos para divulgar sua propriedade, bem como mudanças e atualizações anuais da mesma. Para Wu e Zhu (2011) a promulgação da SOX modificou a reação do mercado. A lei exige que a comunicação seja mais rápida de negócios de iniciados, fazendo com isso que o conteúdo informacional seja mais rico na data dos relatórios pós-SOX.

CANADÁ

Segundo Beny e Anand (2007) a legislação canadense é mais ampla em relação às normas americanas. Enquanto nos EUA é definido como *insider* todos os funcionários, diretores e acionistas com mais de 10%, no Canadá, a proibição de *insider* aplica-se a uma classe definida de indivíduos, ou seja, pessoas que têm uma relação especial com a empresa em questão. A lei canadense é muito mais ampla e enquadraria pessoas que, por exemplo, não seriam punidas nos Estados Unidos. Conforme determinação da legislação canadense os *insiders* têm o prazo de até dez dias para divulgar eventual operação. A lei é enfática e determina que nenhuma pessoa ou empresa em especial relacionamento com o emissor de informação deve comprar ou vender valores mobiliários do emissor de relatórios com conhecimento de um fato material ou alteração substancial no que diz respeito à comunicação emitente, que não tem sido divulgado.

NOVA ZELÂNDIA

Conforme Etebari, Tourani-Rad e Gilbert (2004), as leis tangentes a *insider trading* são muito diferentes dos mercados desenvolvidos. Instituída como Lei de Mercado de Valores Mobiliários (1988) considera como *insider* os acionistas com mais de 5% das ações da empresa, que são obrigados a divulgar sua negociação em tempo hábil, ou seja, dentro de cinco dias suas atividades de negociação que alterem mais de 1% seu capital acumulado. No entanto, os executivos não são obrigados a divulgar todas as suas negociações.

Entretanto, em 2002 uma emenda relativa a Lei de Mercado de Valores Mobiliários alterou essa lei, exigindo que todos os *insiders* – grandes acionistas, diretores e executivos – são obrigados a divulgar detalhadamente suas negociações no período de cinco dias após a transação.

Todavia, Etebari, Tourani-Rad e Gilbert (2004) enfatizam que não houve nenhum processo detectado quanto ao abuso de informações privilegiadas desde que a lei de 1998 entrou em vigor e que uma das principais razões para este problema foi a percepção de falta de poder de fiscalização da Nova Zelândia *Securities*.

Nesse sentido, Dolgoplov (2011) que avaliou o impacto da legislação na Nova Zelândia, que implantou uma legislação de regime contínuo, onde foi instituída uma agência reguladora poderosa para supervisionar os mercados de valores mobiliários, no intuito de impor restrições e obrigar *insiders* a divulgar suas operações no prazo de cinco dias de negociação, também enfatiza a falta de fiscalização adequada perante a atuação dos *insider* no país.

NORUEGA

Os estudos de Eckbo e Smith (1998) caracterizam em sua pesquisa empírica todos os indivíduos definidos como *insider* pela Emenda de 1985 abordada pelo *Acto Norueguês Securities Trading*. Para a lei define-se como *insider* os diretores executivos, os gestores de topo da empresa, membros do conselho de administração e fiscalização, auditor da empresa, consultor de investimentos e, por fim, familiares próximos desses indivíduos.

Conforme esboço da Ementa/1985 apresentado pela lei, as empresas devem, a cada trimestre, informar as suas subsidiárias à bolsa de valores, no caso, a Oslo *BΦrs Informasjon AS* (OBI), todas as transações efetuadas pelos seus respectivos *insiders*.

ESPANHA

O comércio *insider trading* também é ilegal na Espanha. O prazo que o negociador tem para apresentar o formulário é de 15 dias após a negociação. A partir de dados compilados baseados no histórico diário de transações de *insiders*, do Departamento de Estudos da Comissão Nacional de Mercado de Valores (CNMV), que é a versão espanhola da SEC, Del Brio, Miguel e Perote (2002) detectaram em suas investigações que não há registro de *insider trading* terem sido processados nas últimas décadas, e sugerem, portanto, uma profunda mudança das regulamentações na legislação espanhola.

UNIÃO EUROPÉIA

Khanna, Slezak e Bradley (1994) estudaram as proibições de *insider trading* dentro das empresas. Eles observaram que não há evidência dos executivos tentando a proibição de *insider trading*. Concluíram que qualquer intervenção, entretanto, é ineficiente uma vez que a própria empresa torna-se omissa no caso.

Beny (1999) prevê que diante da inserção progressiva de *insider trading* no mercado preconiza que os países com mais leis proibitivas tendem a ter a propriedade de capital mais dispersa, os preços de ações mais informativas e mercados acionários mais líquidos.

Frijns, Gilbert e Tourani- Rad (2008) empregaram uma amostra em 18 países para verificar a incidência de *insider trading* no mercado. Seus resultados demonstraram que há alguns aspectos da regulamentação de informações privilegiadas que os países deveriam implantar, considerando que essas leis poderiam ser importantes para inspirar maior confiança no mercado local. Constataram que as sanções aplicadas por menores que sejam causam uma redução no comércio de *insider trading*, além de reduzirem danos financeiros no mercado.

Conforme apontam Fidrmuc, Korczak e Korczak (2009) as diretrizes ao abuso de mercado partem da (2003/6/CE) que determina que administradores devam notificar o mais rapidamente possível, as autoridades competentes sobre as operações envolvendo títulos da empresa em que operam, para que o público em geral possa ter acesso as essas informações de mercado. Essa notificação deve ser efetuada no prazo máximo de cinco dias úteis da data de transação. No entanto, há restrição para as pequenas transações. Determina que os Estados podem prever como limite mínimo de cinco mil euros durante o ano civil, sendo que valor inferior a este não é necessário a notificação que pode ser adiada até 31 de janeiro de ano seguinte.

2.3 DISCLOSURE

Lanzana (2004) descreve que o *disclosure* tem como pressuposto a redução da assimetria informacional, evidenciando a informação relevante sobre o desempenho real de cada companhia. Complementa que um maior nível de transparência – que trata como sinônimo de *disclosure* – é esperado quando da adoção de mecanismos internos de controle, fornecendo um adicional de monitoramento para a companhia reduzir a assimetria informacional.

Iudícibus (2004) denota que *disclosure* se constitui como objetivos contábeis no sentido de garantir que as corporações divulguem informações diferenciadas independente do usuário. Busca verificar a existência da associação entre a divulgação de informações acerca de instrumentos financeiros derivativos e características econômicas de sociedades de capital aberto.

Para Dubeux (2009) Procurador Federal da CVM, a política de *disclosure* tem por objetivo a contínua divulgação pelas empresas de informações amplas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por elas publicamente ofertados.

Um dos objetivos fundamentais da CVM, conforme Dubeux (2009) entidade reguladora do mercado de capitais no Brasil é proteger os investidores. Discorre que para alcançar esse objetivo, a CVM adota um modelo regulatório baseado na política de *disclosure* (ou *full disclosure*).

Nesse sentido, a legislação vigente estabelece que os administradores de companhias abertas devem revelar ao mercado as informações relevantes da situação da empresa, tal como qualquer deliberação na assembléia geral da companhia, ou fato relevante em seus negócios que possa influir de modo ponderável na decisão de comprar ou vender valores mobiliários da empresa.

Dubeux (2009) assegura que a política do *disclosure* serve também para que as informações sobre as empresas e seus valores mobiliários sejam disponibilizadas ao mesmo tempo para todo o mercado, garantindo-se desse modo, a igualdade de acesso às informações.

Rogers (2008) examinou se os gerentes estrategicamente alteram a qualidade da informação divulgada quando relacionadas a incentivos pessoais, especialmente para aqueles derivados de negociação por conta própria. Seus resultados apontam que na ânsia de obter vantagem de informação, alguns gestores fornecem divulgações de qualidade informacional inferior antes da compra de ações ante ao que forneceriam na ausência de negociação.

Mapurunga *et al.* (2011) verificaram a existência da associação entre a divulgação de informações acerca de instrumentos financeiros e características econômicas de sociedades brasileiras de capital evidenciando principalmente variáveis como tamanho, endividamento e desempenho financeiro das empresas. Nos resultados encontrados não se verificou associação positiva e significativa quanto ao endividamento. Quanto ao tamanho ponderam que é possível inferir um maior *disclosure*, denotando uma preferência por maior eficiência informacional nas empresas. Adicionando-se a isto descobriram que a transparência, também, é determinada por empresas com desempenho superior.

A transparência das informações e o cumprimento das normais legais das empresas na relação com seus acionistas no que se refere aos riscos, pesquisado por Zani, Zanini e Zani

(2010) também está inserido nas diretrizes da CVM. Quanto à divulgação das informações, disponibilizadas pela página eletrônica da autarquia denominada Cadernos da CVM referentes à proteção do investidor, infere que o menor ou maior grau de risco em que incorre o investidor no mercado de valores mobiliários vai depender, fundamentalmente do nível de informação e do tipo de operação que realizar.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006), enfatizam que a transparência constitui-se num determinante fundamental nas relações entre empresas e acionistas. Diante dessa concepção, ponderam que é importante que o acionista controlador analise a bolsa de valores como o *locus* onde o preço da companhia é formado e um centro de liquidez para seu patrimônio. Além do mais, corroboram que diante desses resultados é possível indicar que os *insiders* podem ter consciência da necessidade de melhorar a percepção dos investidores ante a preocupação do conselho com os acionistas minoritários. Com isso, dinamizando o relacionamento com os investidores, protocolando transparência no processo decisório e criando um consistente valor econômico para a empresa.

Oliveira *et al.* (2004) observa que a falta de transparência das empresas e a conduta nem sempre correta com acionistas minoritários e com a sociedade vêm sendo constantemente apontadas como origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves conseqüências para a eficiência da economia como um todo. Nesse sentido, insere na governança corporativa a questão da gestão transparente e ética.

2.4 ÉTICA NAS COMPANHIAS

A Lei 6.404/76 já defendia entre as responsabilidades do conselho de administração a função de orientar, determinar estratégias, deliberar e fixar uma conduta corporativa e ética. Silva *et al.* (2004) complementa que com a finalidade de estabelecer padrões de conduta ética e profissional e regular a atividade profissional foi criada o Instituto Brasileiro de Relações com os investidores – IBRI em 05/06/1997. Acrescenta que, mais recentemente, o novo Código Civil (2002), aumentou a responsabilidade dos profissionais das diversas áreas administrativas, que devem reger sua atuação baseado em regimes de conduta ética vigente, de acordo com a legislação nacional.

Em 2002, a CVM lançou uma cartilha com regras sobre a prática de Governança Corporativa. Denominada como Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, o folhetim versa sobre diretrizes fundamentais que devem ser praticados principalmente no que tange à transparência entre acionistas, conselhos de administração, além de instruir sobre

questões de composição e funcionamento dos conselhos, bem como atribuir recomendações sobre conflitos de interesses e ética.

Segundo Rodrigues (2003), esta cartilha sugere que a empresa que preza pela prática da governança corporativa, deve além de respeitar a legislação vigente no país, desenvolver um código de ética evidenciando princípios tais como proposição de regras de relacionamento entre funcionários, fornecedores, estendendo questões como meio ambiente e trabalho infantil, ou seja, parâmetros que englobam toda a comunidade.

Macedo, Mello e Tavares (2006) asseguram que a governança corporativa busca atingir seus objetivos, tendo como princípios básicos: a transparência (*disclosure*); a equidade (*fairness*); a prestação de contas (*accountability*); o cumprimento das leis (*compliance*); e a ética (*ethics*), que segundo afirmam proporcionarão ao investidor uma maior segurança, a qual repercutirá na garantia de retornos aos investimentos efetuados e uma menor percepção de risco, tendo em vista que a incerteza atrelada ao investimento torna-se menor.

Entretanto, Oliveira *et al.* (2004), destacam que apesar disso algumas empresas relutam em divulgar informações mais amplas com receio de que sejam utilizadas contra elas por seus concorrentes, sindicatos e governo, além de proporcionarem custos para empresa. Complementam ainda que todos esses motivos tornam-se irrelevantes para as organizações em relação aos benefícios a serem adquiridos, pois através de uma gestão com ética, transparência das informações, respeito e igualdade perante os acionistas, priorizando não apenas o lucro, mas também o bem-estar da sociedade.

A prática da responsabilidade social constitui-se num dos princípios da governança corporativa. Para Ferreira (2004), a prática da responsabilidade social está cada vez mais diretamente intrínseca no universo das empresas, pois está alterando o dia-a-dia das companhias, onde o grande diferencial já não é somente a qualidade, mas a postura ética e o comprometimento desta com acionistas, fornecedores, bem como a comunidade onde atua e a sociedade em geral.

Neto *et. al* (2006) colocam que a ética, quando aplicada às empresas preocupa-se com as responsabilidades do indivíduo para com a companhia, bem como a interação destes com o meio ambiente. Nesse sentido, investigou a implantação da ética nas empresas através da Lei Sarbanes-Oxley que se constitui num elemento fundamental para a inclusão de diretrizes tangentes a abordagem de questões sociais, sendo na concepção dos estudiosos um instrumento ético colocado a disposição da governança corporativa nas empresas.

2.5 TEORIA DA AGÊNCIA E TEORIA DE MERCADO

As teorias referentes à prática *insider trading* no mercado têm sido amplamente discutida na literatura tanto nos ramos do Direito, quanto da Economia. O debate, em sua essência, discute as regulamentações, bem como a inserção de *insiders* no mercado como determinantes de preços futuros no mercado acionário.

Segundo Beny (1999) as teorias sobre *insider trading* dividem-se em duas categorias principais. A teoria da agência que analisa o efeito do *insider trading* no problema relativo ao conflito gerado proeminentemente entre acionista e *insider* e, a teoria do mercado que considera as implicações de *insider trading* no mercado de capitais.

Em face à discussão dessas teorias, Jensen e Meckling (1976) ponderam que embora a literatura principalmente no que tange a economia é repleta de referências à “teoria da firma”, defendem que a melhor concepção para denominá-la é como teoria de mercado, onde as empresas constituem-se no principal objeto de estudo.

Jensen e Meckling (1976) apontam que apesar de um grande número de tentativas terem sido elaboradas para a construção de uma teoria da empresa, algumas tentativas de reformulação rejeitaram o princípio fundamental da maximização do lucro ou do valor. Ponderam que muitos problemas associados com a inadequação da teoria atual das empresas também podem ser analisados como casos especiais da teoria das relações de agência em que há uma crescente literatura.

Tanto que, conforme preponderam Camargos e Coutinho (2008), já na década de 1980, devido aos cenários de crise econômica, foi necessário o aprimoramento dos mecanismos de controle da economia internacional, buscando introduzir nos gerentes um comportamento mais direcionado a maximização dos lucros e riquezas dos proprietários. Nesse sentido na teoria da firma, também denominada governança corporativa predomina aspectos relacionados a interesses conflitantes e a divisão do poder entre os diferentes *stakeholders*, elevando os custos de agência.

2.5.1 Teoria da Agência

A Teoria da agência conforme Beny (1999) analisa os efeitos de *insider trading* na empresa. Sendo assim, há dois extremos quanto à teoria. Os proponentes de *insiders* não regulamentados argumentam que *insider* é eficiente porque reduz o conflito entre os gestores

e os acionistas de interesse. Em contrapartida, oponentes a essa tendência, sustentam que o *insider* é ineficiente porque aumenta a divergência entre acionistas e gerentes.

Hartmann (1997) afirma que os reguladores de mercado defendem que o fato de permitir *insider trading*, provavelmente aumentará os custos de agência, por causa do conflito de interesses entre gerentes e acionistas. Enquanto que Chakravarty e McConnell (1999) denotam que *insider* funciona em detrimento dos investidores externos, ao passo que sua legalização torna a negociação mais informativa, sob a premissa de que *insider trading* leva à descoberta de preço mais rápido.

O fato é que segundo Doffou (2003) grande parte dos estudos realizados com base em informações privilegiadas sobre a regulação dos *insiders* tem levado pesquisadores a contradições quanto a regulamentação da negociação de *insider trading*.

Para responder a essa indagação Doffou (2003) questiona se a informação privilegiada pode ser desejável no mercado de capital e determina duas razões para tal: 1) incentivos gerenciais e; 2) o fato de que tal negociação pode ter um impacto positivo sobre eficiência alocativa dos mercados de valores mobiliários.

Em contrapartida, apresenta três argumentos contrários a *insider trading*: 1) *Insider trading* é inerentemente injusto, particularmente através de mudanças desproporcionais nas relações entre risco e retorno de diferentes grupos de investidores que têm o potencial de resultar em falha no mercado; 2) *insider trading* viola os direitos de propriedade certa e; 3) *insider trading* prejudica a utilidade para o mercado.

Macey e Haddock (1987) ponderam que o aspecto mais desconcertante do debate atual está inserido no fato de que a propriedade de *insider trading* é que os críticos e defensores da prática ao invés de gerar exemplos e tornar manifestadamente claro seus pontos de vista, ficam polemizando ainda mais a questão e, sendo assim, logicamente torna-se impossível chegar a uma solução mutuamente satisfatória. Argumentam que a legislação sobre *insider* é o resultado da demanda de poderosos interesses especiais.

Contudo, a seguir serão dispostas algumas pesquisas relevantes que defendem a perpetuação dos *insiders*, bem como, outros estudos que destoam, potencializando a ideia de reduzir a prática *insider trading*.

2.5.1.1 *Insiders* Criam Valor para a Empresa

Henry Manne (1966) foi um dos pioneiros a estudar sobre o tema. Defende que a presença de *insider trading* no mercado é economicamente eficiente, pois funcionam como

uma forma de compensação gerencial por reduzirem o conflito entre gestores e acionistas. Argumenta que os lucros do comércio fazem parte da compensação para aquelas pessoas que contribuíram significativamente para o processo econômico, que os lucros não constituem um ganho extraordinário, mas simplesmente um meio para compensar *insiders* pelos valiosos serviços empresariais. De tal forma que *insider trading* melhora o alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores, permitindo até que os gestores beneficiem-se com o aumento do valor da empresa devido ao esforço dos *insiders*.

Jensen e Meckling (1976) também analisam o efeito da negociação efetuada por *insider* resultante do conflito de interesses entre acionistas e diretores. O objetivo do estudo consistia em verificar evidências de *insider trading* na relação entre os executivos. Analisaram o efeito dessas operações no conflito entre acionistas e direção executiva e, por conseguinte, qual a influência desta operação no conflito. Concluem que o crescimento do uso da forma corporativa, bem como o crescimento do valor de mercado das empresas estabelecidas aponta que os credores e investidores, de modo geral foram beneficiados, apesar dos custos de agência inerentes à forma corporativa.

Carlton e Fischel (1983) apontam que contratos de remuneração com base em informações privilegiadas são esperados no intuito de reduzir divergências de interesses entre gestores e acionistas. Defendem que a negociação *insider* é eficiente, porém a regulação pública é ineficiente. Preconizam que *insider trading* por si só é menos oneroso do que meios tradicionais de divulgação de informações.

Dye (1984) demonstrou que, permitindo os gerentes negociarem ações da própria empresa, os acionistas foram comparativamente melhor do que em situações onde os gestores foram compensados pela lucratividade em contratos afins.

Demsetz (1986) argumenta que a propriedade concentrada é um desejável recurso, pois, há inúmeros acionistas que se envolvem no monitoramento corporativo valioso e, portanto, reduzem os custos de agência.

Trapani (1990) não encontrou nenhuma relação entre a rentabilidade obtida pelos *insiders traders* e os níveis de *insiders* obtidos através de compensação de dinheiro explícito. Concluiu que *insider trading* não faz parte do contrato e da compensação dos *insiders*.

Bhide (1993) destaca que grandes acionistas têm mais acesso a informação privilegiada e, portanto, são capazes de obter lucros superiores em relação ao mercado. Forma esta, capaz de compensar grandes acionistas para o monitoramento e os riscos presentes na realização de portfólios de carteiras não diversificadas. Aponta ainda que, restringir essa

forma de compensação através da proibição de *insider trading* pode aumentar seus incentivos para monitorar, elevando os custos e passivos da participação ativa no monitoramento.

Ao que Khanna, Slezak e Bradley (1994) ponderam que se o gerente repassar a informação instantaneamente ao mercado ele vai competir com pessoas de fora e, com isso reduzir a qualidade da informação.

Beny (1999) justifica que *insider trading* recompensa os gestores que criam valor para a empresa, sendo que a maioria dos gerentes que preferem essa compensação podem ser aqueles menos avessos ao risco. O *insider* atrai os gestores da empresa que trabalham com afinco e que são excessivamente avessos ao risco.

Entretanto, há estudiosos que sinalizam para o oposto, afirmando que *insiders* reduzem o valor da empresa.

2.5.1.2 *Insiders* Reduzem o Valor da Empresa

Easterbrook (1981, 1985) sugere que nenhuma empresa deve permitir a presença de *insider trading*, uma vez que os acionistas não são capazes de controlar a atuação dos *insiders*. E ainda, pelo fato de que não possam lidar com os problemas gerados pela existência da assimetria informacional, considerando o fato de que *insider trading* é virtualmente indetectável e, que como consequência surge o problema de agência.

Manove (1989) examina o efeito que *insider trading* pode ter sobre o investimento, mesmo deixando de lado o problema de agência, pois examina *insider trading* no qual todos os participantes são neutros ao risco. Analisa porque o *insider* reduz o retorno esperado para o acionista inicial, reduzindo o investimento. Assume que o *insider* pode tomar a decisão e com isso não maximizar suas próprias recompensas, mas, no entanto, não estão preocupados com os interesses dos acionistas.

Sob a mesma ótica, Ausubel (1990) analisa porque o *insider* reduz o retorno esperado para o acionista inicial, reduzindo o investimento. Ele assume que o *insider* não toma decisões de gestão. Em seu modelo, determina que a proporção de investidores dentro da empresa afeta os níveis de investimento, em contrapartida a realização efetiva de suas informações não interferem nas decisões.

Bebchuk e Fershtman (1990) constataam que os negócios dos *insiders* têm efeitos consideráveis sobre o problema de agência nas empresas. Assim, sugerem uma compreensão destes efeitos para projetar acordos corporativos para reger os *insiders*, determinando um quadro indicativo do problema de agência no sentido de identificar o problema tal como

refletido pelas negociações. Constataram, portanto, que a presença de *insider* reduz o valor corporativo da empresa.

Leland (1992) analisa que quando as empresas possuem informações privilegiadas, permitindo a participação de *insiders* nas negociações buscando favorecimento pessoal é suscetível que tenha efeitos negativos. *Insider trading* é especialmente prejudicial para os investidores que possuem liquidez, pelo fato de que as negociações com informações privilegiadas favorecem alguns agentes de mercados em detrimento de outros.

Todavia, Maug (2002) prepondera que grandes acionistas podem usar sua posição dominante para obter benefícios pessoais à custa dos acionistas externos. Destaca que *insider trading* pode distorcer grandes escolhas de acionistas entre o monitoramento e a expropriação dos investidores externos, ocasionando situações que podem ser explicadas pela teoria de mercado.

2.5.2 Teoria de Mercado

2.5.2.1 A Questão da Assimetria Informacional

A literatura envolvendo a questão da assimetria informacional é bastante vasta. O grau de assimetria da informação reflete-se hierarquicamente diferente no mercado financeiro de acordo com a sensibilidade de cada tipo de negociação. Nas IPOs e ofertas de ações subseqüentes, Myers e Majluf (1984) demonstram que no mercado existe assimetria de informação entre gestores e acionistas. Exemplificam que a venda de novas ações ordinárias são sinais de informação reservada.

Entretanto, conforme Cho e Shaub (1980), qualquer negociação com informação privilegiada não afeta sua confiabilidade, mas também não reduz sua relevância. Discorrem que a relevância da informação é fundamental no processo decisório para comprar, vender ou até mesmo manter os títulos fornecendo um valor de *feedback* ou valor preditivo.

Kyle (1985) investiga modelos de negócios especulativos e conclui que os *insiders* maximizam seus lucros através da utilização de seu poder de monopólio quanto às informações privilegiadas. Enfatiza que os lucros esperados por eles reduzem substancialmente, uma vez que o mercado pode inferir informações a partir das negociações de *insiders* efetuadas anteriormente.

Nesse sentido, Kyle (1985) destaca ainda que os participantes de mercado devam aumentar a sensibilidade ao preço, a ordem do fluxo para se proteger quando esperam

negociação mais informada. Portanto, ao comparar a sensibilidade ao preço próximo de anúncios para a média dos períodos, deveriam fazer inferências sobre o nível de informação assimétrica que os formadores de mercado percebam.

Para Foster e Viswanathan (1993) o formador de preço verifica os fluxos de pedidos para inferir a formação de preços que pode melhor representar o preço do ativo. Ou seja, *traders* podem lucrar por esse modelo apenas pelo seu conhecimento e, ainda que a vantagem da informação privilegiada dos *insiders traders* é de curta duração principalmente em empresas onde o volume de transações é elevado. Ao passo que Brochet (2008) afirma que isso reflete preocupações com a influência dos preços em grandes transações, o que também é consistente com o modelo de Kyle (1985), uma vez que o *insider* tende a negociar várias vezes ao longo de um período de vários dias.

A participação dos *insiders* no mercado na formação de preços é assim determinada:

Se o formador de mercado não consegue distinguir os negociadores informados dos comerciantes desinformados antes da negociação, em seguida, ele seria obrigado a cobrar todos os negociadores pelo valor esperado de suas possíveis informações não publicadas. Ele reduzirá seu preço de compra para demonstrar as possíveis informações desfavoráveis se aumenta o seu preço de venda para demonstrar as possíveis informações dos negociadores informados (Seyhun, 1986, p.3).

Huddart, Hughes e Levine (2001) denotam que a divulgação pública de *insiders traders* acelera a descoberta de preços em relação ao modelo de referência quando não divulgada.

Etebari, Tourani-Rad e Gilbert (2004) concluem em que atrasos na divulgação, ou seja, adicionar a assimetria da informação ao mercado aumenta os custos de transação do comércio, reduz a liquidez do mercado e, conseqüentemente eleva o custo de capital. Em contrapartida, a divulgação oportuna dessas informações restringe as oportunidades comerciais para os *insiders* e eleva a confiança dos investidores, aumentando a integridade do mercado. Ratificam que os níveis de assimetria da informação entre os *insiders* e os mercados consistem num dos principais determinantes da rentabilidade anormal dos *insiders* e, que por sua vez, a extensão da assimetria de informação está diretamente relacionada com o grau dessas informações e da quantidade de conhecimento que o *insider* obtém sobre a empresa e o mercado financeiro em que está operando.

Fidrmuc, Korczak e Korczak (2009) relatam que a divulgação mais rápida de operações com *insiders* nos Estados Unidos, introduzidos pela lei SOX (*Sarbanes-Oxley Act*) aumenta significativamente a reação dos mercados. Além do mais, apontam que o atraso médio de divulgação das informações é de zero dia para a Holanda, um dia para o Reino Unido e a Irlanda, dois dias para os Estados Unidos, quatro dias para Alemanha, Espanha e

Suécia, cinco dias para a Itália, sete dias para a Bélgica e quatorze dias para a França, fatores que refletem no desempenho da eficiência da governança corporativa no mercado desses países.

Entretanto em países como Áustria, República Tcheca, Grécia, Polônia, Eslovênia e Suíça não há informações disponibilizadas suficientes para se efetuar uma pesquisa adequada. Sendo que na Suíça nem mesmo constam dados sobre os nomes de diretores, apenas sua posição na empresa, sendo este um dos fatores que influenciam na assimetria informacional relativamente à governança corporativa.

Essa concepção é sinalizada por Fidrmuc, Korczak e Korczak (2009) que estudaram o efeito assimetria informacional em alguns países e apontam que a reação do mercado às vendas é mais fraco em países onde a governança corporativa é menos efetiva e que o efeito da governança corporativa difere para as operações de compra e venda.

Bailey, Karoly e Salva (2006) e Chung, Elder e Kim (2009) concordam que os efeitos da assimetria informacional estão intrinsecamente inseridos na questão da governança corporativa. Bailey, Karoly e Salva (2006) mostram que a reação do mercado pode gerar lucros maiores em países onde a credibilidade da informação é maior, onde há uma eficiência de mercado mais elevada. Ao que Chung, Elder e Kim (2009) concluem que a assimetria da informação sinaliza que os preços refletem mais informação pública nos países onde a governança corporativa é melhor.

2.5.2.2 Hipótese de Mercado Eficiente

A Hipótese de Mercado Eficiente (HME) pressupõe que os investidores sejam racionais. Esse princípio sobre eficiência de mercado foi elaborado por Fama (1970) quando introduziu a HME, em três níveis distintos conforme o tipo de informação disponível, sendo percebidas como eficiência fraca, semiforte e forte.

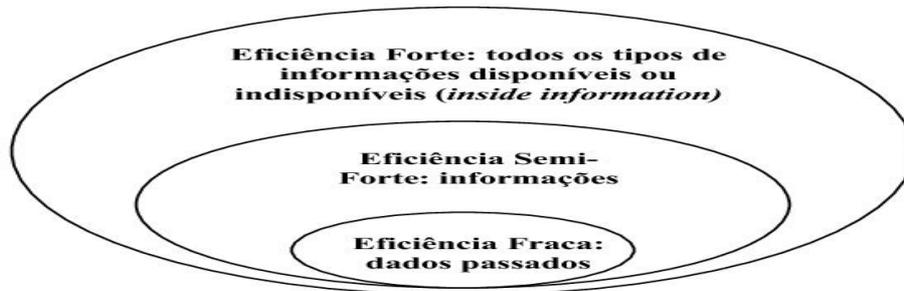
A eficiência na sua forma fraca enfatiza que nenhum agente obtém retorno extraordinário a partir da incorporação de informações históricas no mercado, ou seja, a partir das técnicas disponíveis não seria possível detectar ações sub/superavaliadas.

Enquanto que na eficiência semiforte considera-se que os preços dos títulos estejam incorporados às informações públicas disponíveis, num mercado de eficiência forte, os preços dos títulos devem refletir todos os tipos de informações, sejam disponíveis ou indisponíveis, ou seja, públicas ou privadas. Cabe ressaltar que num mercado caracterizado de forma forte,

nem as informações privilegiadas geram retorno anormal, pois mesmo apresentado eficiência sob forma privada, o mercado sob a forma forte absorve essas informações.

Na Figura 1, é possível verificar de forma mais nítida a concepção dos três níveis de eficiência de mercado elaborados por Fama *et al.* (1969):

Figura 1 – Níveis de eficiência de mercado



Fonte: Caldeira, Camargo Jr. e Pimenta Jr.

Baesel e Stein (1979) enfatizam que o mercado é eficiente no que diz respeito à informação em particular se a mesma tem sido plena e adequadamente considerada na fixação dos preços no mercado, que em sua forma “forte” a HME incorpora todas as informações e que se for verdade, isso é uma implicação que as informações internas são inteiramente incorporadas ao definir os preços e, portanto, não serão úteis para o desenvolvimento das estratégias de negociação. Consideram que se o mercado é eficiente na forma semiforte, as informações poderiam ser usadas de forma rentável, uma vez que a informação e os fatos sobre a prática de *insider trading* é liberada para o público e, portanto, não teria nenhum valor comercial.

Givoly e Palmon (1985) ponderam que sob a forma semiforte do mercado eficiente toda a informação pública é totalmente refletida nos preços. Entretanto, o mercado com eficiência forte, deve refletir nos títulos toda informação relevante, independentemente de quais informações são disponibilizadas publicamente, com a implicação de que lucros anormais não poderiam ser auferidos sem o uso da informação privilegiada.

Seyhun (1988) examinou se as informações publicamente disponíveis sobre *insider trading* podem ajudar a prever ações futuras através dos retornos de mercado. Descobriu que um *insider* compra ações de sua própria empresa baseado em sua avaliação de perspectivas favoráveis que são parcialmente causados por aumento das atividades na economia. Ou seja, desde que o *insider* comprou ações de suas próprias empresas antes do aumento do retorno de mercado, as compras tendem a prever o aumento no mercado de ações.

King *et al.* (1998) também verificam que, em empresas, escolhidas de forma aleatória há a eficiência de mercado nas operações *insider trading*. Constataram que há ineficiência de mercado na eficiência semiforte, diante constatações históricas de retornos anormais obtidos por *insiders* em longos períodos no mercado americano. Suas descobertas, entretanto, sinalizam que nas operações de compra não há evidências da eficiência semiforte. No entanto, os resultados sustentam que o mercado apresenta eficiência semiforte nas atividades de venda.

Bushman, Piotroski e Smith (2005) assim como Seyhun (1988) também apontam as compras como um sinal futuro de aumento no valor da empresa e, por conseguinte, efetue a compra, o que aumentará o valor das ações. Por outro lado, o oposto é esperado com as vendas, que são interpretadas como um sinal negativo e, portanto, os investidores tendem a vender e consequentemente diminuir o valor da empresa.

Cheng, Nagar e Rajan (2007) encontraram que as vendas de *insiders* divulgadas de forma atrasada nas grandes empresas são preditivos de retornos futuros negativos. Segundo apontam, os *insiders* têm dois motivos principais para a venda de ações: a liquidez e o desejo de capitalizar sobre a informação privada.

Entretanto, segundo Hee, Jangkoo e Ryu (2008) se um mercado é eficiente em uma forma semiforte, todas as informações de mercado deveriam ser incorporadas aos preços antes que qualquer investidor possa negociar com a informação. Estes investidores estão preocupados com o comportamento adotados pelos *insiders* na negociação a partir do anúncio das informações específicas que podem influenciar o mercado acionário.

Barnes (2009) pondera que os preços das ações tendem a não ajustar rapidamente a nova informação como se pensava anteriormente e que estes ainda podem reagir de forma exagerada capaz de não inserir nem mesmo as diferenças advindas da qualidade da informação divulgada.

Nesse sentido, segundo Roddenberry e Bacon (2011) se o mercado eficiente examina como os preços das ações refletem plenamente as informações disponíveis no mercado, estas devem ser constantemente testadas.

A seguir, apresenta-se no Quadro 2 apresenta-se um resumo do comportamento dos *insiders* a partir do anúncio de informações privilegiadas.

Quadro 2 – Comportamento dos *insiders*

Ano	Autor	Evento	Conclusões
1968	Lorie e Niederhoffer	Compra e venda de ações.	<i>Insiders</i> tendem a comprar mais vezes do que o habitual antes de grande aumento e vender mais do que o habitual antes da redução dos preços.
1970	Pratt e Devere	Compra e venda de ações.	As negociações com compras de ações são mais lucrativas do que as vendas.
1974	Jaffe	Compra e venda de ações.	As negociações podem ser um indicativo do comportamento futuro das ações da empresa na qual o <i>insider</i> atua.
1976	Finnerty	Compra e venda de ações.	As amostras são tendenciosas apontando para um desempenho superior à média, apesar de não afetar os resultados em relação à eficiência de mercado em sua forma semi-forte.
1979	Baesel e Stein	Compra e venda de ações.	Por ser mais lucrativa, todos os <i>insiders</i> compram mais.
1981	Keown e Pinkerton	Anúncio de fusões.	Há vazamento de informações antes do anúncio. Não há dados de <i>insider trading</i> . Portanto, só pode-se inferir que <i>insiders</i> podem ter negociações no período analisado.
1982	Penman	Previsão de lucros.	<i>Insiders</i> compram (vendem) ante a previsão de boas (más) notícias.
1984	Elliot, Morse e Richardson	Alterações de Ganhos; mudanças de classificação de dividendos de obrigações; anúncios de fusões; anúncios de falência.	Nenhuma relação significativa entre o tempo de <i>insider trading</i> e a divulgação de informação.
1985	Givoly e Palmon	Rendimentos; dividendos, e as previsões de lucros; aquisições, produtos novos; contratos de prêmios; cancelamento projetos; disputas trabalhistas; desdobramentos e recompras; de litígios; demissões.	Nenhuma relação entre o tempo de <i>insider trading</i> e anúncios subsequentes.
1986	Seyhun	Compra e venda de ações.	Mediante o benefício da informação antecipada <i>insiders</i> compram ações antes de um aumento anormal dos preços e as vendem antes da redução anormal de preços.
1988	Gupta e Misra	Aquisições.	Nenhuma relação entre <i>insider trading</i> e a elevação do preço realizado antes do anúncio de aquisições.
1989	Loderer e Sheehan	Falência.	<i>Insider</i> não vende antes da falência da empresa.
1989	Netter e Mitchell	Recompra de ações.	<i>Insiders</i> compram após queda do preço e vendem após aumento de preços.
1989	Hirschey e Zaima	Vendas fora.	A compra acompanhada pelos resultados das vendas fora geram grandes retornos anormais positivos.
1990	Hirschey, Slovin e Zaima	Vendas fora.	A compra acompanhada pelos resultados das vendas fora geram grandes retornos anormais positivos.

(Continua)

1991	John e Lang	Anúncio de dividendos.	Insider trading e anúncio de dividendos atuam diante dos mesmos sinais de mercado.
1991	Karpoff e Lee	Anúncio de novas edições.	Não há relação entre insider trading e anúncio de novas ações.
1992	Gosnell, Keown e Pinkerton	Falência (NYSE e NASDAQ).	Insiders vendem antes da falência no mercado de balcão na NASDAQ.
1992	Lee, Mikkelson e Partch	Recompra de ações.	Insiders compram antes da recompra de ações.
1993	Harlow e Howe	Aquisições para alavancagem.	O comércio aumenta antes das aquisições alavancadas.
1994	Sivakumar e Waymire	Divulgação de lucros trimestrais.	Não há relação entre insider trading e a divulgação de lucros trimestrais.
1995	Allen e Ramanan	Divulgação de resultados.	Há relação entre as compras (vendas) e divulgação positiva (negativa) diante da divulgação dos resultados da empresa.
1995	Lustgarten e Mande	Previsão de ganhos diante da análise financeira.	Insiders compram ou vendem diante de boas ou más notícias, respectivamente.
1995	Radd e Wu	Recompra de ações.	A compra insider faz com os retornos anormais sejam maiores em recompras de ações.
1996	Pettit, Ma e He	Recompra de ações.	Abaixo do nível normal de vendas internas antes do evento.
1996	Park, Jang e Loeb	Divulgação dos resultados.	Evidências de insider vender após boas notícias.
1996	Udpa	Divulgação dos resultados.	A divulgação de resultados é menos informativa quando insider têm a informação.
1997	Chakravarty e McConnell	Aquisição efetuada pela empresa Nestle S/A.	Relação positiva entre a aquisição e variações de preços das ações.
1997	Seyhun e Bradley	Falência.	Insiders vendem antes da petição de falência.
1997	Gombola, Lee e Liu	Ofertas de ações.	Insiders vendem meses após a emissão.
1997	Meulbroek e Hart	Aquisição.	Insider trading gera aumento dos prêmios de aquisições.
1997	Lee	Oferta de ações (NYSE, AMES, NASDAQ).	Não nenhuma relação entre a pré-edição insider trading na pós-emissão de longo prazo em relação ao desempenho da empresa na emissão após o controle de choques exógenos de consumo.
1998	Vieira Prociandy	Stock dividends.	A partir de uma informação publicamente disponível, os investidores alcançam retornos acima do esperado, o que caracteriza ineficiência dos mercados analisados (Brasil, Argentina, Chile, Colômbia e México).
2000	Jabbour, Jalivand e Switzer	Anúncio de aquisições (Canadá).	O desempenho anormal do preço das ações em um estágio inicial antes do anúncio da aquisição é devido à negociação realizada por insiders.
2000	Kahle	Capital e dívida conversível.	Empresas com lucros anormais de insiders têm baixo desempenho no longo prazo.
2001	Clarke et. al.	Anúncio da oferta de ações.	Aumenta a venda de insider antes de concluído ou cancelado a oferta de ações, mas declina mais tarde somente para a oferta de ações canceladas.
2001	Hauser, Kraizberg e Dahan	Anúncio da oferta de ações.	Insiders majoritários compram ações antes da oferta a fim de preservar ou aumentar seu controle.

(Continuação)

2003	Fuller	Dividendos.	Os retornos do anúncio para um dia de aumento de dividendos são inversamente relacionados a medidas de negociação informado e diminuição no nível na demanda para comprar em relação a demanda por vender.
2003	Brav e Gompers	Travamentos (Lockups).	Serve apenas como um dispositivo de compromisso para problemas de risco moral.
2004	Madison, Roth e Saporoschenko	Fusões de Bancos.	Os <i>insiders</i> bancários têm como alvo diminuir a compra de ações antes do anúncio de fusões.
2004	Cao <i>et. al.</i>	Travamentos (Lockups).	Os vencimentos gerados pelos <i>lockups</i> que são associados a informações privilegiadas têm pouco efeito sobre <i>spreads</i> eficazes.
2005	Darrough e Rangan	Oferta pública de ações.	Os gestores acreditam que os investidores colocam mais ênfase nos ganhos atuais do que anteriores.
2005	Brau, Lambson e McQueen	Travamentos (Lockups).	O travamento pode ser tanto um problema moral, quanto um problema de seleção adversa.
2005	Sarlo Neto <i>et al.</i>	Divulgação de resultados.	Para as ações preferenciais, o mercado apresenta-se eficiente na sua forma semiforte, sendo que em relação as ações ordinárias, a eficiência não se apresenta de forma consistente.
2006	Cheng e Lo	Divulgação voluntária.	Estrategicamente <i>insiders</i> determinam suas políticas de divulgação e negociação.
2005	Brau, Lambson e McQueen	Travamentos (Lockups).	O travamento pode ser tanto um problema moral, quanto um problema de seleção adversa.
2005	Sarlo Neto <i>et al.</i>	Divulgação de resultados.	Para as ações preferenciais, o mercado apresenta-se eficiente na sua forma semiforte, sendo que em relação as ações ordinárias, a eficiência não se apresenta de forma consistente.
2006	Cheng e Lo	Divulgação voluntária.	Estrategicamente <i>insiders</i> determinam suas políticas de divulgação e negociação.
2006	Ching, Firth e Rui	Anúncio de oferta de ações.	Os anúncios são associados com retornos positivos.
2006	Camargos e Barbosa	Fusões e aquisições.	Quanto a divulgação de informações, o mercado não se comportou de maneira eficiente.
2007	Jaggi e Tsui	Divulgação de resultados.	Os executivos conseguem maximizar seu lucro através da informação privilegiada. Entretanto, uma maior proporção de conselheiros independentes pode moderar os lucros de vendas dos <i>insiders</i> .
2007	Huddart, Ke e Shi	Divulgação de resultados.	<i>Insiders</i> evitam lucros rentáveis antes de lucros trimestrais, anunciados na compra (venda) a partir de boas (más) notícias a partir da divulgação dos resultados.
2007	Gu e Li	Divulgação voluntária.	Investidores acreditam que a divulgação de boas notícias está associada a uma reação positiva do preço da ação quando ela é precedida por compras internas especialmente para empresas com maior assimetria informacional.
2007	Camargos, Romero e Barbosa	Processo de fusões e aquisições.	Evidências empíricas de insider trading nos processos de fusões e aquisições através das variáveis de retorno acionário anormal e quantidade de negociações.
2008	Costa Jr e Martins	Processo de fusões e aquisições.	Quanto a medição da performance operacional não foi influenciada pelas novas escolhas contábeis da administração.
2008	Brio e Miguel	Dividendos (Espanha).	Os investidores estão mais sensíveis aos sinais de negociação de <i>insiders</i> do que mudanças sinalizadas por dividendos existentes.

(Continuação)

(Conclusão)

2008	Agrawal e Cooper	Escândalos contábeis.	Gestores reformulam substancialmente seu estoque de ações em determinados períodos.
2011	Dolgoplov	Divulgação da informação.	A magnitude dos danos provocados pelos <i>insiders</i> depende preponderantemente da facilidade de gerenciamento e do mercado. Em qualquer instância, a análise comportamental dos <i>insiders</i> , no âmbito global deve considerar todos os fatores negativos e positivos de sua atuação.
2008	Agrawal e Cooper	Escândalos contábeis.	Gestores reformulam substancialmente seu estoque de ações em determinados períodos.
2011	Dolgoplov	Divulgação da informação.	A magnitude dos danos provocados pelos <i>insiders</i> depende preponderantemente da facilidade de gerenciamento e do mercado. Em qualquer instância, a análise comportamental dos <i>insiders</i> , no âmbito global deve considerar todos os fatores negativos e positivos de sua atuação.

Fonte: Readaptada de Clacher, Hillier e Lhaopachan (2009).

Apesar de *insider trading* ser um indicativo oficial quanto às perspectivas de uma empresa, entretanto, não é um sinal perfeito a ser considerado quanto ao desempenho futuro da empresa para saber se a reação do mercado tende a seguir a HME. Huddart, Hughes e Levine (2001) admitem, no entanto, que a regulamentação no que tange à divulgação pública é importante para preservar a integridade global do mercado e, além disso, conter as negociações privilegiadas por parte dos portadores de informações privadas, pois para Velasquez (2002) as pessoas hesitam participar de um mercado onde há informações privilegiadas. Nesse sentido, John e Narayanan (2003) determinam que a arma mais potente contra o abuso de informações privilegiadas é a publicidade plena e rápida.

2.5.2.2.1 Hipótese de Mercado Eficiente no Mercado Brasileiro

Em se tratando de Brasil, pesquisas realizadas por Perobelli e Ness Jr (2000) e Procianoy e Antunes (2001) pesquisaram o mercado brasileiro entre janeiro de 1997, maio de 1998 e março de 1989 e agosto de 1997, respectivamente, e constataram uma ineficiência de mercado em relação a divulgação das informações.

Camargos e Barbosa (2006), através de um estudo de eventos baseado nos anúncios de fusões e aquisições de firmas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, durante o período de julho de 1994 a julho de 2002, investigaram o mercado de capitais brasileiro para detectar evidências da forma de eficiência informacional semiforte. Seus resultados apontam através do cálculo dos retornos anormais, onde utilizaram o Modelo de Mercado, que apesar dos

avanços, informacionalmente o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira eficiente no período analisado no que se referia à forma de eficiência semiforte.

2.6 DESEMPENHO DO *INSIDER* X HIERARQUIA DO *INSIDER* NA EMPRESA

Estudos quanto à compra e venda de ativos em operações internas utilizando-se da informação privilegiada, evidenciam o comportamento dos *insiders traders* relativamente à sua função na empresa.

Nesse sentido, Pratt e DeVere (1970) e Nunn, Madden, Gombola (1983), Chung e Charoenwong (1998) destacam que *insiders* experientes obtêm retornos anormais mediante o uso de informações privilegiadas e que esses retornos são mais evidentes nas operações de compras.

Por outro lado, Jeng, Metrick e Zeckhauser (1999) demonstraram resultados estudando carteiras de compra e venda de ações e não encontraram evidências de que executivos ganham mais do que os retornos anormais dos demais funcionários e conselheiros.

Carpenter e Remmers (2001) denotam que a posição do *insider* dentro da empresa é um fator preponderante, pois em suas concepções, indiscutivelmente os gestores que tem mais conhecimentos sobre suas empresas são capazes de obterem ganhos maiores do que outros *insiders* e, que, portanto, a posição do *insider* dentro da empresa em que operam está diretamente ligada à quantidade de informações que obtém.

Piotroski e Roulstone (2005) mostraram que o acesso a informações relacionadas com o desempenho da empresa é diferenciado entre os gestores. Dado que o conselho de administração é o órgão de monitoramento, o que sugere que os executivos da empresa tenham acesso às informações relacionadas com o desempenho da empresa de forma mais hábil do que os conselheiros, por exemplo.

Ravina e Sapienza (2008) demonstram que as informações de conselheiros executivos têm reflexos significativamente mais elevados em relação aos não-executivos. Destacam que mesmo dentre os conselheiros não-executivos, aqueles que fazem parte dos comitês de auditoria e participam constantemente das reuniões diretivas apresentam retorno superior aos demais conselheiros.

Contudo, ainda há muitas controvérsias quanto à rentabilidade dos *insiders*. O foco dos estudos de Lorie e Niederhoffer (1968), Jaffe (1974), Givoly e Palmon (1985), Seyhun (1986), Rozeff e Zaman (1988), Lin e Howe (1990), Lakoniski e Lee (2001), Del Brio, Miguel e Perote (2002) e, Jiang e Zaman (2007) mostraram que os *insiders* obtiveram

retornos anormais, enquanto que Eckbo e Smith (1998) a partir dos dados da Oslo Stock Exchange demonstraram o contrário. A destacar, que esse estudo realizado na Noruega, um país que extinguiu a corrupção através do rigor de suas leis e está posicionado entre os melhores no que tange a indicadores que apontam a idoneidade da população quanto ao cumprimento de leis, apenas confirma a transparência e ética de seus executivos.

Entretanto, nesse sentido, é fundamental analisar algumas variáveis para verificar o desempenho do *insider*. Seyhun (2008) destaca que aumentando o tamanho da empresa aumenta a probabilidade de representação. Para o autor, as empresas maiores são mais propensas a ter representantes das empresas em seus diretórios. Nesse sentido, o tamanho da empresa também passa a ser uma variável explicativa preponderante para analisar a rentabilidade dos *insiders*.

2.7 RENTABILIDADE DOS *INSIDERS* RELACIONADO AO TAMANHO DA EMPRESA

Para Seyhun (1986) a relação de lucros anormais é positiva quanto ao tamanho da empresa. A conclusão de seu aponta que a rentabilidade está vinculada ao volume de negociações/transações.

Lakonishok e Lee (2001) concluíram que nas empresas pequenas e, portanto menos pesquisadas, as oportunidades de *insiders* obterem retornos anormais são maiores, pois nessas empresas os principais índices são ignorados pela maioria dos gestores de fundos e menos pesquisados pelos analistas financeiros e, portanto, o mercado é incapaz de mensurar os preços com precisão.

Jeng, Metrick e Zeckhauser (1999) estudaram o comportamento dos *insiders* nas empresas norte americanas de tamanhos diferentes. Analisaram a relação entre o tamanho da empresa e o retorno do *insider* pela decomposição da compra e venda de carteiras. Seus resultados demonstram que as compras em pequenas empresas não ganham significativamente retornos mais expressivos em relação a compras nas grandes empresas.

Wu e Zhu (2011) enfatizam que a assimetria de informação pode ser considerada uma dispersão de previsões por parte dos analistas, que por sua vez, focam seus estudos em empresas relativamente maiores, pois se obtém informações do ambiente privativo das atividades dessas empresas de maneira bem mais rápida e determina que a rentabilidade dos *insiders* é bem maior nas empresas de menor porte.

Piotroski e Roulstone (2005) também afirmam que a relação é mais forte entre as empresas de pequeno e médio porte comparativamente às grandes empresas, principalmente

no que tange a compra. Entretanto, apesar das empresas maiores serem mais propensas a implantar restrições aos *insiders*, Piotroski e Roulstone (2005) sinaliza que essas empresas têm um interesse maior e, para isso, aumentam o monitoramento externo, enquanto nas pequenas empresas há uma sujeição maior quanto aos litígios e custos políticos.

No entanto, Bettis, Coles e Lemmon (2000) questionam as políticas adotadas para coibir a atuação de *insiders traders* por estas empresas. Apontam que algumas empresas determinam diretrizes apenas no intuito de mostrar aparência de auto-regulação para reduzir a sua exposição em termos legais e regulamentares. Ainda, que as empresas maiores tendem a ter mais *insiders* e, com isso podem amortizar os custos de adoção, monitoramento e aplicação das restrições comerciais sobre esses profissionais que utilizam a informação privilegiada de forma ilegal.

Para Jiang e Zaman (2007) as companhias que apresentam elevado grau de assimetria informacional devem ser as empresas nos quais os fluxos de caixa esperados têm maiores dificuldades de estimativa. Ainda, essas empresas geralmente têm custos elevados de aquisição de informação e seus *insiders* têm capacidade de prever fluxos futuros em qualquer um dos casos, sendo mais significativos às grandes empresas.

Além do tamanho da empresa ser um diferencial na análise da rentabilidade, o desempenho do *insider* varia significativamente nos diferentes mercados acionários pelo mundo.

2.8 RENTABILIDADE DOS *INSIDERS* EM DIVERSOS PAÍSES

A seguir apresenta-se uma abordagem referente atuação dos *insiders* em alguns países no que tange a rentabilidade obtida, apontando a caracterização da pesquisa, bem como os resultados obtidos.

Verifica-se pelo Quadro 3, que dos 11 países investigados apenas o estudo empírico realizado na Noruega não apresentou incidência de retorno anormal. Conquanto que mesmo em países onde há uma legislação específica há mais tempo e mais desenvolvido no mercado de capitais, como Estados Unidos e Alemanha, por exemplo, foram encontradas operações com lucros anormais.

Quadro 3 – Desempenho de *insiders* em alguns países

País	Autor	Período	Amostra/Metodologia	Resultados
Alemanha	Betzer e Theissen (2009)	2002-2004	Estudo de Eventos.	Retorno anormal de 2% nas operações de compra e venda numa janela de 11 dias. Para uma janela de 21 dias, retorno anormal de 6% nas compras e -5% nas operações de vendas
	Brenner (2010)	1988-1999	Estudos em painel, incluindo 16.602 observações em 3.000 empresas de 31 setores.	Não encontrou nenhuma relação entre <i>insider trading</i> e compensação gerencial ao analisar a compensação de diretores.
Brasil	Medeiros e Matsumoto (2006)	1992-2002	Examinaram retornos de 80 emissões públicas de ações de empresas brasileiras na BM&F BOVESPA.	Retorno anormal de 4,6% nos 30 dias ao redor da data de anúncio, ou seja, 14 dias antes e 15 dias depois.
	Rochmann e Eid Jr (2006)	2002-2004	Estudo de eventos.	Retornos excedentes nas compras de ações ordinárias e vendas de ações preferenciais.
	Batistela (2006)		Estudo de eventos.	Os retornos positivos nos preços de ações não é estatisticamente superior aos retornos anormais negativos.
Canadá	Baesel e Stein (1979)		Analisou apenas as operações de compras.	Retorno de 7,2% ao longo de 11 meses.
Espanha	Del Brio, Miguel e Perote (2002)	1992-1996	Estudo de eventos. Foram analisadas 995 operações internas de 88 empresas sendo 589 operações de compra e 406 operações de venda.	Evidências de retornos anormais de 3,04% para dois dias nas operações de venda, nas empresas não financeiras listadas na Bolsa de Madri (MSE)
Estados Unidos	Lorie e Niederhoffer	1951-1962	Estudo baseado em dados publicados na SEC das empresas com pelos menos 100 ações e dos proprietários com 10% ou mais das ações das empresas em circulação.	<i>Insiders</i> tendem a compra mais vezes do que o normal antes do aumento de preços e vender mais do que o normal antes da queda de preços.
	Pratt e Devere (1970)			19,5% de retorno bruto ao longo de seis meses.

(Continua)

Estados Unidos	Jaffe (1974)		Amostra aleatória de 200 grandes empresas listadas na SEC onde analisou 466 atividades de compra e 466 operações de venda.	Examinou estudos com várias estratificações de amostras: transação de um <i>insider</i> ; número de operações realizadas e os meses que ocorrem mais operações. Entretanto, quando utilizaram todas as negociações, o retorno anormal combinando compra e venda foi de 0,70%.
	Finnerty (1976)	1962-1968	Estudou 9.602 operações de compra e 21.487 operações de vendas de companhias e 30.000 operações de <i>insiders</i> das empresas listadas na SEC.	O retorno anormal obtido foi de 8,61% ao longo de 11 meses.
	Seyhun (1988)	1969-1972	Pesquisou 60.000 operações de compra e venda no mercado aberto durante 82 meses.	Para as grandes empresa o retorno em janeiro é de apenas 1,6 % maior do que outros meses.
	Cheng, Nagar e Rajan (2007)	1975-1981	Analisaram o impacto dos atrasos na divulgação de informações relativas a compras e vendas ao longo de 100 dias.	Retornos de 0,15% nas compras e - 0,43% nas vendas.
	Ravina e Sapienza (2008)	1986-2003	Pesquisa desenvolvida com 14.953 empresas a partir de dados obtidos na CRSP onde analisaram 527.999 transações.	Retornos superiores a 21% dos diretores das empresas com baixos níveis de governança corporativa.
Holanda	Degryse, Jong e Lefebvre (2009)	1999-2008	Estudo de eventos com 149 empresas.	Conforme dados obtidos na AFM (Autoridade para o Mercado Financeiro) organismo responsável pela supervisão de informações oficiais no país, acharam que as compras são seguidas de grandes retornos anormais. Este resultado é mais forte para as compras de altos executivos e para as empresas de capitalização de mercado pequenas.

(Continuação)

Hong Kong	Cheuk, Fan e So (2006)		Analisou retornos ao longo de 20 dias depois das operações.	Retorno de 0,58% nas operações de compra e - 0,41% nas vendas.
Inglaterra	Pope, Morris and Peel (1990) Friederich <i>et al.</i> (2002) Hillier e Marshall (2002) Fidrmuc, Goergen e Renneboog (2006)	Década de 90	Estudo de eventos. Estudo de eventos.	Apontaram que os gerentes obtêm retornos anormais quando da negociação de ações de sua empresa. Resultados apontam retornos anormais - 3,08% nas operações de compra e 1,26% nas vendas nos modelos ajustados de mercado. Foram encontrados ainda resultados consistentes dos diretores envolvidos em operações de curto prazo. Retornos de 4,62% nas operações de compras e 0,47% nas operações de vendas. <i>Insiders</i> ganham tanto na compra quanto na venda em apenas 5 dias de evento e que a rentabilidade tende a aumentar proporcionalmente ao volume das transações, desencadeando reações do mercado imediatas de 3,12% e - 0,37%, medido ao longo da janela de dois dias.
Itália	Bajo e Petracci (2006)	1998-2002	Estudo de eventos.	Mostraram que as operações internas são seguidas por elevados rendimentos anormais, na ordem de 3,18% de 10 dias após as compras e 3,67% após as vendas. Em uma janela de eventos de 5 semanas após as negociações, os retornos anormais chegam a 7,29%.

(Continuação)

(Conclusão)

Nova Zelândia	Casey e Tourani-Rad (2001)	1993-1999		Apontaram que os <i>insiders</i> poderiam obter 15,63% de retornos na compra de ações.
	Etebari, Tourani-Rad e Gilbert (2004)	1995-2001	Realizaram 2.453 operações em 93 empresas.	Encontraram que os diretores por atrasarem as informações obtiveram lucros superiores, de 8,9% para compras e, 7,7% para as vendas. Ainda, que o tamanho da empresa, a participação acionária e a posição do <i>insider</i> são determinantes na rentabilidade obtida, ou seja, os resultados apontaram que as pequenas empresas obtiveram retornos significativamente maiores do que as grandes empresas.
Noruega	Eckbo e Smith (1998)	1985-1992	Estudo de eventos com os sete maiores fundos mútuos.	Pesquisaram dados da Bolsa de Valores de Oslo e não encontraram evidências sobre retornos anormais, bem como a incidência de <i>insider</i> , a partir de informações privilegiadas.

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Além desses estudos, a rentabilidade dos executivos há muito tempo atraiu a atenção dos economistas financeiros e recentemente tem sido objeto de muitos estudos. Entre esses, Bebchuk e Fried (2003) apontam que uma investigação centrada principalmente sobre os regimes de remuneração dos executivos poderia contribuir para minimizar o problema de agência nas empresas de capital aberto, assunto que será apresentado no próximo capítulo.

3 MÉTODO DE PESQUISA

No presente capítulo serão abordados e detalhados todos os procedimentos metodológicos referentes à aplicação da pesquisa. Inicialmente será apresentada sua classificação enfatizando o planejamento necessário para a concepção de uma pesquisa científica. Em seguida, a concepção teórica e empírica do estudo de eventos e método utilizado na pesquisa para concepção dos resultados.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Conforme Hair Jr. *et al.* (2005) a pesquisa “é uma busca com o objetivo de discernir a verdade”. Nesse contexto, Marconi e Lakatos (2009), denotam que os planos de pesquisa variam de acordo com sua finalidade. Destacam que toda pesquisa deve ter como base características fundamentadas num procedimento sistematizado, baseado numa exploração técnica, sistemática e exata, através de uma organização quantitativa dos dados, que devem ser relatados e registrados meticulosamente, detalhando, assim, todos os procedimentos fundamentais inerentes a pesquisa.

Nesse sentido, Castro (1977, p. 1-2) prepondera:

O método científico impõe exigências invioláveis de rigor no uso da língua. O significado das palavras em nível dos temas derivados tem que ser claro, preciso e com suas fronteiras bem demarcadas [...] frequentemente essas características são consideradas com um critério de demarcação daquilo que é científico.

Prodanov e Freitas (2009) mencionam que uma pesquisa científica consiste na realização de um estudo preponderantemente planejado, baseado num método de abordagem do problema que caracteriza o aspecto científico da investigação. Explicam:

Pesquisar cientificamente significa realizarmos essa busca de conhecimentos, apoiando-nos em procedimentos capazes de dar confiabilidade aos resultados. A natureza da questão que dá origem ao processo de pesquisa varia. O processo pode ser desencadeado por uma dificuldade, sentida na prática profissional, por um fato para o qual não conseguimos explicações, pela consciência de que conhecemos mal alguma situação ou, ainda, pelo interesse em criarmos condições de prever a ocorrência de determinados fenômenos (PRODANOV; FREITAS, 2009, p. 53).

Nesse sentido Cervo e Bervian (1996, p.8) preponderam que:

Nessa busca sempre mais rigorosa, a ciência pretende aproximar-se cada vez mais da verdade através de métodos que proporcionem um controle, uma sistematização, uma revisão e uma segurança cada vez maior do que possuem outras formas de saber não-científicas.

Quanto ao método aplicado numa pesquisa, Medeiros (2010) relativiza que este será aplicado como em outras ciências sociais, pois tangem simultaneamente a observação, a

interpretação e a comparação. Entretanto, quanto à realização de uma pesquisa científica, enfatiza que no que tange a utilização de métodos são classificados em dedutivo e indutivo. A conceituação de tais métodos é explanada abaixo:

O raciocínio dedutivo parte de enunciados gerais dispostos em ordem de premissas de um raciocínio para chegar a uma conclusão particular [...]. Já o método indutivo é um raciocínio em que, de fatos particulares, se tira uma conclusão genérica (MEDEIROS, 2010, p. 31).

A seguir será apresentado o método utilizado na pesquisa, bem como as evidências apresentadas pelos principais trabalhos desenvolvidos sobre a perspectiva do estudo de eventos.

3.2 ESTUDO DE EVENTOS

Com a finalidade de testar as evidências de retorno anormal nas operações de *insider trading* foi utilizado o método de estudo de eventos. Esse método consiste num procedimento para analisar informações específicas como verificar o comportamento do preço das ações de determinadas empresas após o evento desejado a estudar. Ou seja, é uma ferramenta útil para verificar a eficiência dos preços no mercado de capital.

Ball e Brown (1968) utilizaram o estudo de evento para verificar os efeitos da divulgação das informações contábeis no mercado americano. Demonstraram a eficácia do estudo de eventos para mensurar a reação do mercado na divulgação de informações considerando o desempenho anormal do preço das ações no mercado de capitais dos Estados Unidos.

O grande marco considerado pela academia foi a consolidação do trabalho de Fama *et al.* em 1969. O estudo de eventos que Fama desenvolveu juntamente com Fischer, Jensen e Roll, examinou a eficiência de mercado na forma semiforte. Ou seja, testaram o efeito no preço das ações a partir da divulgação de informações relevantes de determinada companhia em períodos anteriores a divulgação da notícia ao mercado.

Brown e Warner (1980) destacam que o estudo de eventos é capaz de identificar retornos anormais nos períodos adjacentes. Preponderam que a maior dificuldade em se analisar um estudo de eventos é predeterminar o desempenho dos preços das ações nos dias adjacentes ao evento ocorrido. Consideram como uma ferramenta eficaz para testar a eficiência de mercado para detectar incidências de retornos anormais.

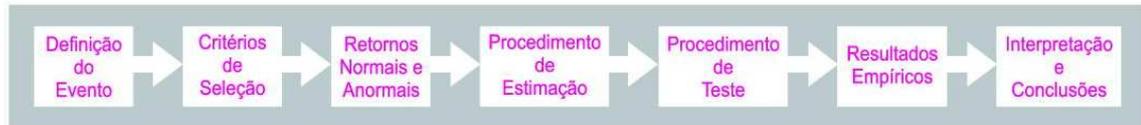
Para Mackinlay (1997) é possível determinar a partir do estudo de eventos o preço dos títulos no período de curto prazo. Ou seja, a definição de um evento poderá ser refletida

imediatamente nos preços das ações, ajustando-se as informações de mercado. Enfatiza que o pioneiro a publicar um estudo sobre os efeitos dos anúncios no preço das ações foi Dolley (1933).

Conforme Binder (1998) o estudo de eventos é utilizado normalmente para duas razões: o primeiro consiste no teste da hipótese nula para verificar se o mercado eficiente incorpora as informações. O segundo motivo examina o impacto do evento escolhido para verificar a riqueza do acionista considerando um mercado eficiente quanto à informação pública disponível.

Um modelo clássico e empírico e muito utilizado nos artigos acadêmicos foi o procedimento proposto por Campbell, Lo e MacKinlay (1997), que definiram seis etapas que devem ser cumpridas para a efetivação de um estudo de eventos. Os passos definidos pelos autores são (i) Definição do evento; (ii) Critérios para definir a seleção da amostra; (iii) Medição dos retornos normais e anormais; (iv) Procedimento de estimação; (v) Procedimentos de testes; e, (vi) Resultados empíricos obtidos, interpretação e conclusões. Essas etapas são apresentadas na Figura 2:

Figura 2 – Etapas do estudo de eventos



Fonte: Camargos e Barbosa (2003).

MacKinlay (1997) descreve que para desenvolver uma pesquisa baseada nesse método, deve-se primeiramente determinar a tarefa inicial, ou seja, o evento de interesse, para em seguida, determinar a janela de evento, que deverá ser um período relativamente maior que o período específico do evento. Esse período que pode ser denominado pré-evento é fundamental para verificar o comportamento dos preços.

3.2.1 Definição do Evento

A definição do evento é a primeira etapa a ser investigada. Define-se o evento que será estudado, bem como a data de sua ocorrência e o período em que os títulos serão analisados.

Para detectar evidências de rentabilidade superior a média do mercado nas operações de *insider trading*, a técnica utilizada elenca fatos ou eventos relevantes nas operações realizadas na compra e venda de ações por categorias de *insiders*. Tal como os passos descritos por Campbell, Lo e Mackinlay (1997) definiu-se como evento a data de realização

da compra e venda de ações ordinárias e/ou preferenciais das empresas (data zero) conforme dados disponibilizados nos formulários enviados mensalmente a CVM.

Ou seja, definiu-se como data do evento (data zero), a data efetivamente de realização das operações conforme dados obtidos junto aos formulários abstraídos do portal da CVM. Entretanto, cabe ressaltar que para volumes de operações coincidentes na mesma data ou dias adjacentes definiu-se apenas uma data zero.

Na investigação dos diferentes graus de informações foram verificados todos os formulários enviados pelas empresas, sendo inseridos na pesquisa os dados fielmente repassados a CVM independente de qualquer verificação de erros.

Foram utilizados dados das empresas de capital aberto que disponibilizaram entre janeiro de 2006 e dezembro de 2011 - conforme a Instrução Normativa nº 358 de 2002 – os formulários referentes as negociações das posições consolidadas realizadas no período.

No Quadro 4, encontra-se a quantidade de dados obtidos nos formulários enviados mensalmente pelas empresas à CVM no período de 2006 a 2011.

Quadro 4 – Quantidade de empresas e operações da amostra

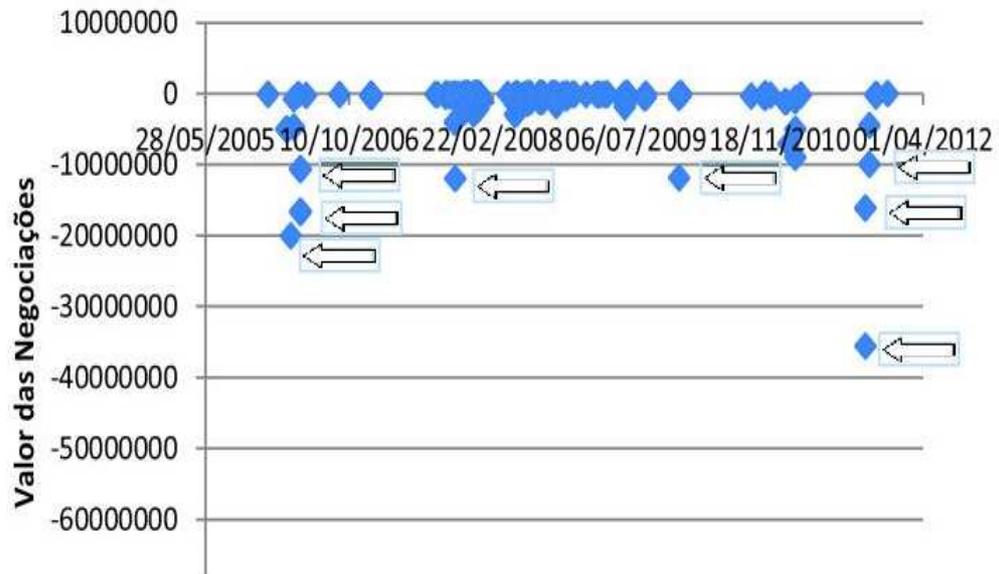
Ano	Quantidade de empresas	Quantidade de formulários	Quantidade total de operações	Quantidade de oper. analisadas
2006	107	1.167	2.886	50
2007	139	1.504	5.639	94
2008	144	1.720	8.536	113
2009	147	1.742	6.750	90
2010	158	1.836	7.355	170
2011	167	1.976	6.975	148
Total	167	9.945	38.141	665

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Observa-se no Quadro 4, que após a consulta de 9.945 formulários, foram obtidas 38.141 operações de compra e vendas de ações. Destas, 665 foram analisadas.

O método utilizado para definir as operações a serem analisadas com evidências de *insider trading* foi o gráfico de dispersão. Ou seja, selecionaram-se todas as operações de cada uma das 167 empresas que apresentaram transações no período de janeiro de 2006 a dezembro de 2011 e realizou-se um gráfico de dispersão para cada empresa. Na Figura 3, apresenta-se um exemplo de como foram efetuados os procedimentos para as empresas que realizaram um grande número de operações. As setas horizontais, no gráfico, determinaram as que tiveram um comportamento anormal.

Figura 3 – Empresas com elevado número de operações



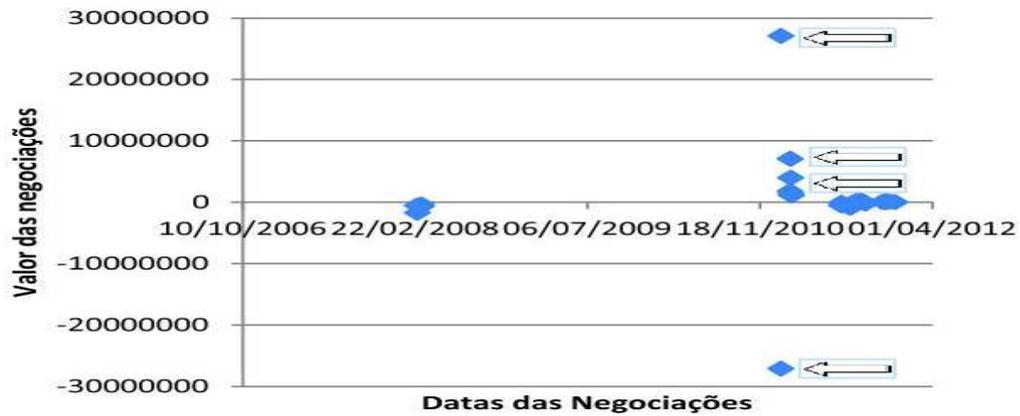
Fonte: Elaborado pelo Autor.

A partir de então, transcreveu-se para uma tabela todas as informações referentes as operações realizadas que apresentavam comportamento anormal, ou seja, estavam dispersas da abscissa do plano cartesiano.

No entanto, para as companhias que apresentaram um número reduzido de operações com comportamento atípico, conforme indica a Figura 4, (indicadas pelas setas), estas, foram analisadas quanto ao preço de compra e venda das ações de cada empresa no período para verificar se havia indicativo de *insider trading*. Esse procedimento foi adotado, uma vez que, pelo reduzido número de operações de determinadas companhias, a probabilidade de dispersão dos pontos era maior, devido ao pequeno número de negociações.

Na Figura 4, apresenta-se um exemplo de uma empresa com pequeno número de operações realizadas. Mesmo assim foi efetuado o gráfico de dispersão e as operações (indicadas pelas setas) foram analisadas quanto a compra e venda para verificar se houve indícios de operações *insider trading*.

Figura 4 – Empresas com pequeno número de operações



Fonte: Elaborado pelo Autor.

Após a transcrição de todas as operações com comportamento anormal para uma tabela, ainda foram retiradas todas as operações que apresentavam um valor mínimo necessário para atender as premissas da pesquisa. Nesse sentido, foram extraídas da amostra todas as operações com volume de negociação inferior a trinta mil reais diários.

Sendo assim, da quantidade total de operações abstraídas dos formulários (38.141), foram diagnosticados 665 operações com indicativo de *insider trading*, as quais foram definidas como evento.

3.2.2 Critérios de Seleção da Amostra

A segunda etapa a ser efetuada num estudo de eventos conforme Campbell, Lo e Mackinlay (1997) são os critérios a serem adotados na seleção da amostra. Enfatizam que é imprescindível determinar sumariamente as características da amostra para posteriormente o trabalho não ter uma base de dados inadequada.

Soares, Rostagno e Soares (2002) consideram fundamentais determinar claramente os critérios de seleção da amostra, uma vez que é importante especificar os critérios para utilizar empresas de setores específicos a serem pesquisados.

A lista das empresas para este objeto de pesquisa foi obtida na base de dados da Economática®. Para tanto, foram inseridas apenas as empresas com liquidez em bolsa superior à 1% no íterim de janeiro de 2006 a dezembro de 2011, sendo 167 no total.

A destacar, que mesmo o mercado acionário brasileiro tendo evoluído a partir da década de 90, o número de empresas que possui negociação com frequência razoável na bolsa de valores é restrito. Logo, para determinar as empresas participantes da pesquisa obedeceu-se

um critério de liquidez, onde se utilizou o software Economática®, em que a *Liquidez em Bolsa* = $100 * p/P * \sqrt{n/N * v/V}$, onde:

p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido;

P = número total de dias do período escolhido;

n = número negócios com a ação dentro do período escolhido;

N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido;

v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e

V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

Portanto, para determinar as empresas pertencentes à pesquisa, considerou-se o número de negócios, o período de negociação, bem como, o volume em dinheiro negociado no período. A destacar que dentre as empresas selecionadas, os períodos em que não houve negociações não foram considerados.

Após efetuar todos os procedimentos transcritos anteriormente para determinar às operações com indicativo de *insider trading*, constatou-se que das 167 empresas responsáveis por 38.141 operações, restaram 665 operações, que foram analisadas dentre as 109 companhias responsáveis pelas respectivas negociações. Ou seja, 58 empresas não apresentavam operações com comportamento anormal no período. Sendo assim, apresenta-se no Quadro 5 a composição das empresas retiradas da amostra:

Quadro 5 – Empresas excluídas da amostra

Abril Educação	Energias BR	Pet Moranguinhos
AES Tiête	Fleury	Petrobrás
Agrenco	Generalshopp	Plascar Participações
Aliansce	Gp Investiments	Positivo Informática
Ananguera	Haga	Qgep Participações
Arezzo Co.	HRT Petróleo	Qualicorp
Autometal	IGB S.A.	Raia
Banrisul	Inepar	Redecard
BR Insurance	JBS	Rossi Residencial
BR Properties	JHSF Partic	Sabesp
Braskem	JSL	Santander BR
Cemig	Kroton	Santos Brp
Cespe	Laep	São Martinho
Coelce	Log-In	Saraiva
Comgás	Lopes Brasil	Sierrabrasil
Cosan Ltda.	Lupatech	Technos
Dasa	Magazine Luiza	Tegma
Duratex	Metal Leve	Time For Fun
Eletrobrás	Minerva	
Eletropaulo	OSX Brasil	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Observa-se pelo Quadro 5, que 58 empresas foram eliminadas da pesquisa. Destas, 13 pertenciam ao Mercado Tradicional, ou seja, 22,5%. Entretanto, 45 empresas, que corresponde a 77,5%, estavam classificadas pelos níveis de governança corporativa, sendo 34 no Novo Mercado, 5 no Nível 1 e 6 no Nível 2, respectivamente.

Nesse sentido, para verificar o impacto das diretrizes e normas das empresas com governança corporativa e as demais empresas pertencentes ao mercado tradicional, a amostra foi composta por:

Quadro 6 – Caracterização das empresas x Nível de governança corporativa

Nível de Governança	Empresas	%
Mercado Tradicional	15	14
Nível 1	21	19
Nível 2	7	6
Novo Mercado	66	61
Total	109	100

Fonte: Elaborado pelo Autor.

O objetivo da segmentação é verificar a influência da governança corporativa na caracterização dos resultados. Verificar se as normas implantadas pela CVM têm efeitos no que tange a divulgação da informação antecipada, bem como no monitoramento do comportamento dos *insiders*.

Para a concepção dos resultados, as 109 empresas foram analisadas também quanto ao:

- Tipo de Controle: as empresas foram separadas quanto ao tipo de controle predominante:

Quadro 7 – Caracterização das empresas quanto ao tipo de controle acionário

Tipos de Controle	Empresas	%
Concentrado	85	78
Pulverizado	24	22

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Segundo Berle e Means (1932) na concepção de uma corporação moderna é fundamental definir a separação da propriedade: pulverizada (dividida entre muitos acionistas) e controlada/concentrada (exercida por diretores).

Para Soares (2005) a estrutura de propriedade e controle da firma contribui para determinar o comportamento dos acionistas e gerentes, pois as variações nas estruturas de propriedade tendem a produzir diferentes incentivos. Aponta que numa visão tradicional da

firma existe a separação entre a propriedade e o controle provada pela pulverização do capital apesar de que embora tradicionalmente um acionista seja controlador quando possuir 50% mais uma ação do capital existente ou em situações onde um indivíduo ou empresa detém percentual inferior a metade e também possui controle da companhia.

Contudo, conforme notícia divulgada no Valor Econômico *On line* (30/11/2011) a maior parte das empresas brasileiras tem controle definido. Mas, após o advento do Novo Mercado, essa realidade vem mudando. Segundo a notícia assinada pelo jornalista André da Rocha, historicamente, o controle acionário das companhias brasileiras, em regra, é exercido por um acionista majoritário ou por um grupo de acionistas. Empresas de origem familiar, filiais de multinacionais e empresas controladas pelo Estado explicam essa configuração societária.

Sendo assim, adotaram-se como critérios em que as empresas seriam caracterizadas quanto ao tipo de controle em concentrado (definido) quando no máximo 5% dos acionistas detêm no mínimo 50% do capital social. As companhias que não se caracterizavam nesse parâmetro foram conjecturadas quanto ao tipo de controle pulverizado. Os dados para a realização dessa segmentação foram retirados da Economática®.

- Tipo de Capital: Quanto ao tipo de capital, as empresas dividiram-se em:

Quadro 8 – Caracterização das empresas quanto ao controle de capital

Tipos de Capital	Empresas	%
Nacional Privado	97	89
Nacional Estatal	4	4
Estrangeiras	8	7

Fonte: Elaborado pelo Autor.

As empresas foram estratificadas conforme os formulários de informações anuais (IAN) emitidos até 2009 e Formulários de Referência que substituíram os IANs a partir de 2010, que dispõem sobre a evolução do controle acionário e valores mobiliários das companhias e está disponível no portal da CVM.

- Setor: Relativamente ao setor de atividades as empresas, foram separadas da seguinte forma:

Quadro 9 – Caracterização das empresas quanto aos setores de atividade

Setor	Empresas	%
Bens Industriais, Máquinas e Equipamentos	9	8
Comércio, Consumo e Distribuição	36	33
Energia	8	7
Financeiro, Imóveis e Seguros	15	14
Papel e Celulose	3	3
Petróleo, Petroquímico e Gás	3	3
Siderúrgica, Metalúrgica e Mineração	8	7
Tecnologia, Telecomunicações e Serviços	4	4
Transportes, Construção e Engenharia	23	21
Total	109	100

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Para efetuar a classificação das empresas foi consultado o *site* da BM&FBOVESPA relativo aos dados de cada companhia listada na amostra e separadas de acordo com a atividade principal de cada empresa.

- Tamanho da Empresa: Para atender as premissas da pesquisa utilizou-se como *proxy* o ativo total das 109 empresas. A destacar, no entanto que foram eliminadas 5 empresas (Camargo Corrêa, Confab Industrial, Telemar N/L, Uol e Valefert), pois estas na data base (31/12/2012) haviam cancelado sua participação na bolsa de valores. Restaram, portanto, 104 empresas, que foram subdivididas em ordem decrescente, conforme a *proxy* predeterminada, sendo separadas da seguinte maneira:

- Empresas Grandes: 40% maiores ativos totais;
- Faixa de Transição: 20% ativos totais intermediários;
- Empresas Menores: 40% menores ativos totais;

A destacar, no entanto, que as empresas constantes na faixa de transação foram eliminadas da pesquisa. Das 104 empresas, 20 empresas foram eliminadas por não atenderem aos pré-requisitos mínimos da pesquisa previamente estabelecidos.

Assim, as 84 empresas restantes foram separadas e estão apresentadas no Quadro 10:

Quadro 10 – Caracterização das empresas quanto ao tamanho

Tamanho da Empresa	Quantidade	%
Grandes	42	50
Pequenas	42	50

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A seguir será apresentado o modelo de mensuração do retorno anormal para verificar se os *insiders* auferem lucros superiores em relação a média do mercado.

3.2.3 Modelos de Mensuração do Retorno Anormal e Normal

Os retornos normais e anormais são estudados nesta terceira etapa. Conforme Campbell, Lo e Mackinlay (1997) o retorno normal é aquele que encontrado sem a ocorrência do evento propriamente dito, enquanto o retorno anormal consiste no retorno observado *ex post* do título menos o retorno normal observado na janela de evento.

O modelo determinado para estimar os retornos normais foi segmentado conforme Campbell, Lo e Mackinlay (1997) em duas categorias. Os modelos estatísticos que pressupõem que os retornos são simultaneamente normais, distribuídos de forma independente e uniforme ao longo do tempo, sendo que não são afetados por fatores econômicos e os modelos econômicos que consideram além dos pressupostos estatísticos, os modelos financeiros que se baseiam fundamentalmente no CAPM, desenvolvido por Sharpe (1964).

O modelo utilizado na pesquisa para determinar o retorno anormal dos títulos de uma empresa em determinada data do evento foi a equação baseada no Modelo de Precificação de Ativos (CAPM). Essa equação baseia-se na diferença do retorno anormal observado da ação em determinada data e a adição do retorno livre de risco com o coeficiente linear da regressão da ação em relação ao mercado e o produto do coeficiente angular dessa ação pela diferença entre o retorno do mercado da ação na data pelo retorno livre de risco. A equação está algebricamente disposta abaixo:

$$AR_{it} = R_{it} - (R_L + \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_L)) \quad (1)$$

Onde:

AR_{it} é o retorno anormal da ação *i* na data *t*;

R_{it} é o retorno observado da ação *i* na data *t*;

α_i corresponde ao coeficiente linear da regressão da ação *i* em relação ao retorno do mercado;

β_i representa o coeficiente angular da regressão da ação *i* em relação ao retorno do mercado;

R_{mt} é o retorno do mercado na data *t*;

R_L é o retorno livre de risco;

Para determinar o retorno anormal da ação i na data t , foi utilizada a função logarítmica que torna a distribuição dos retornos mais simétrica. Através do modelo equacionário desenvolvido por Fama *et al.* (1969) é possível reduzir problemas de heterocedasticidade no modelo de regressão linear determinado pela função que calcula o retorno anormal da ação.

A equação é denotada pelo logaritmo da razão entre preço da ação na data zero e o preço negociado no dia anterior e está exposta a seguir.

$$R_{it} = \ln (P_{it}/ P_{it-1}) \quad (2)$$

Onde:

R_{it} = retorno observado do título i no período t_0 ;

P_{it} = Preço da ação na data t_0 ;

P_{t-1} = Preço da ação na data $t - 1$;

Em seguida, procedeu-se o cálculo do Beta que representa o coeficiente angular da regressão da ação em determinada data com relação ao retorno obtido no mercado das empresas componentes da amostra. Para a estimativa do Beta, utilizou-se o período de 6 meses anteriores a data do evento, denominado de janela de estimação, onde foram abstraídos os dados necessários para a descoberta do Beta.

Considerando-se que diante das constantes alterações no mercado onde os preços das ações das empresas oscilam, foi necessário escolher índices de referência do mercado brasileiro para efetuar a comparação com a rentabilidade das ações da empresa e, por consequência verificar a possibilidade de encontrar retornos anormais nas transações efetuadas. Para tanto, adotou-se como referência para o retorno de mercado o Índice da BM&FBOVESPA – IBOVESPA e como taxa de retorno livre de risco a taxa SELIC.

Por fim determinado todos os parâmetros necessários para a obtenção e viabilidade dos dados, procedeu-se as operações a partir da equação de retorno anormal diário baseada no Modelo de Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado.

O Quadro 11 apresenta uma concepção inicial sobre o levantamento dos eventos nos respectivos períodos, caracterizando-os em operações de compra e venda ordinárias e preferenciais.

Quadro 11 – Números de operações *insider trading* nos respectivos períodos

Ano	Compras Ordinárias	Compras Preferenciais	Vendas Ordinárias	Vendas Preferenciais	Outras Operações	Total
2006	16	1	16	17	0	50
2007	26	17	34	17	0	94
2008	43	23	27	20	0	113
2009	30	4	45	8	3	90
2010	43	13	93	17	4	170
2011	35	21	70	19	3	148
Total	193	79	285	98	10	665

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Cabe ressaltar que conforme pode ser observado no Quadro 11, a denominação outras operações que correspondem, segundo as premissas pré-determinadas para a pesquisa, em operações de compras e vendas relativamente a Units e AMAR 3.

Observa-se no Quadro 11, que vendas ordinárias foram as operações mais efetuadas no período da pesquisa, representando 42,85% do total. Contudo, cabe destacar que somente no ano de 2010 foram efetuadas 32,63% dessa operação.

Também se deve ressaltar a incidência de retornos anormais obtidos com operações de compras ordinárias, totalizando 193 operações, 29,03% do total. Constata-se, por conseguinte também que o ano de maior evidência da prática dessas operações também foi o ano de 2010, representado 22,27% das operações de compras ordinárias realizadas no período.

No Quadro 12, contudo, apresenta-se o número de operações analisadas relativo a cada *insider* no período. Nesse sentido, verifica-se que os controladores foram responsáveis por 243 operações que apontaram incidência de *insider trading*, seguida pelo Conselho de Administração com 213 operações, correspondendo a 36,43% e 31,93% das operações respectivamente.

Quadro 12 – Números de operações *insider trading* realizadas por *insider* nos respectivos períodos

Ano	Controlador	Conselho de Administração	Diretoria	Outros	Total
2006	10	23	10	7	50
2007	36	32	17	9	94
2008	59	34	13	7	113
2009	32	23	20	15	90
2010	58	60	32	20	170
2011	48	41	42	16	148
Total	243	213	135	74	665

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Todavia, os anos de maior incidência de *insider trading* para os controladores foram 2008 e 2010, respectivamente, correspondendo nesses dois anos a 48,14%. Contudo foi em 2010, que aconteceu o maior número de práticas de *insider trading*, totalizando 170 operações somente no respectivo período, correspondendo a 28,16% do total de operações realizados. A seguir, no Quadro 13, apresenta-se uma representação das operações realizadas por cada *insider* no período de 2006 a 2011.

No Quadro 13, percebe-se que o maior número de compras ordinárias foi realizado em 2008, onde foram encontradas 31 datas que apresentavam evidências de *insider trading* realizadas pelos controladores.

Por conseguinte, cabe destacar mais achados que apresentaram evidências de *insider trading* em operações de vendas ordinárias. Foram 37 achados em 2010, em transações efetuadas pelos controladores e, 34 no ano seguinte, todavia, realizadas pelos diretores.

Quadro 13 – Quantidade das diversas operações de *insider trading* no período

Ano	Controlador	Conselho de Administração	Diretoria	Outros	Operações
2006	1	14	0	1	Compras Ord.
	0	1	0	0	Compras Pref.
	4	5	5	2	Vendas Ord.
	4	6	4	3	Vendas Pref.
	0	0	0	0	Outras Operaç.
2007	2	13	6	5	Compras Ord.
	11	2	1	3	Compras Pref.
	13	12	7	2	Vendas Ord.
	10	4	3	0	Vendas Pref.
	0	0	0	0	Outras Operaç.
2008	31	9	3	0	Compras Ord.
	13	4	5	1	Compras Pref.
	12	10	1	4	Vendas Ord.
	1	13	4	2	Vendas Pref.
	0	0	0	0	Outras Operaç.
2009	16	6	2	6	Compras Ord.
	1	1	0	2	Compras Pref.
	11	13	16	5	Vendas Ord.
	1	4	2	1	Vendas Pref.
	1	2	0	0	Outras Operaç.
2010	13	18	6	6	Compras Ord.
	8	4	1	0	Compras Pref.
	37	24	18	14	Vendas Ord.
	2	10	4	1	Vendas Pref.
	0	1	3	0	Outras Operaç.
2011	12	18	3	2	Compras Ord.
	13	4	1	3	Compras Pref.
	25	8	34	3	Vendas Ord.
	1	7	4	7	Vendas Pref.
	0	0	2	1	Outras Operaç.
Total	243	213	135	74	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A seguir serão demonstrados os procedimentos de estimação do retorno anormal, ilustrando o prazo estipulado para a janela de evento, bem como a janela de estimação adotada na pesquisa.

3.2.4 Procedimentos de Estimação do Retorno Anormal

Após ter definido o modelo de Retorno de Ajustado ao Risco e ao Mercado para calcular os retornos normais ($AR_{it} = R_{it} - (R_L + \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_L))$), a quarta etapa consiste em determinar o procedimento de estimação, ou seja, definir o período próximo a data zero (data da operação) para calcular os retornos obtidos.

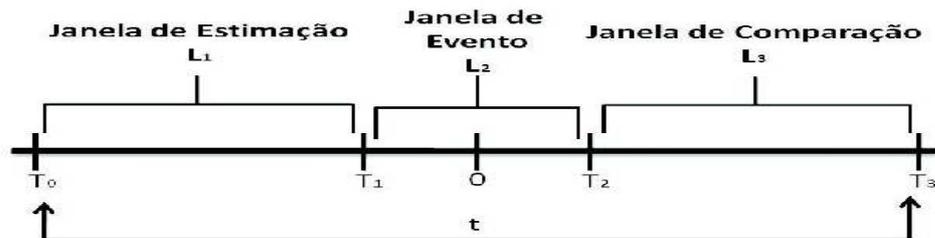
A janela de estimação consiste para Rochman e Eid Junior (2006) em definir um período ao redor da data da operação para realizar o teste do evento para o modelo escolhido que pode ser denominado como janela do evento. O período pré-determinado como janela do evento depende preponderantemente do foco do estudo.

No entanto, conforme Camargos e Barbosa (2003), ao determinar a janela de eventos é fundamental considerar momentos relevantes do estudo, a fim de que não sejam distorcidos os resultados finais.

Cabe destacar que é importante numa pesquisa de estudo de eventos determinar um período pré-evento e um período pós-eventos a partir da data zero, ou seja, o dia do evento. Essas ponderações servem para detectar eventualmente indícios do uso de informações privilegiadas e, preponderantemente, investigar como os preços serão ajustados ao mercado.

A Figura 5, adaptada de Mackinlay (1997) pode ilustrar o período estimado a partir da data da negociação.

Figura 5 – Janela de estimação no estudo de eventos



Fonte: Adaptado de Mackinlay (1997).

Para determinar a janela de evento e janela de estimação foram observados alguns fatores fundamentais e específicos que aponta a legislação sobre a questão da divulgação de informações sobre os valores mobiliários das companhias.

Conforme determinação do artigo 5º da Instrução Normativa nº 358 de 03 de janeiro de 2002, referente aos deveres e responsabilidades, a divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas

bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários da companhia sejam admitidos à negociação.

Pelo § 2º da Instrução, caso a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário da negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá, ao comunicar o ato ou fato relevante, solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante.

O § 2º do artigo 11 da Instrução Normativa nº 358/2002 determina que a divulgação de informações sobre negociações de administradores e pessoas ligadas criados por disposição estatutária deverá efetuar a comunicação, até o prazo máximo de 10 (dez) dias após o termino do mês em que se verificar qualquer alteração das posições por eles detidas, indicando, porventura, o saldo da posição no respectivo período.

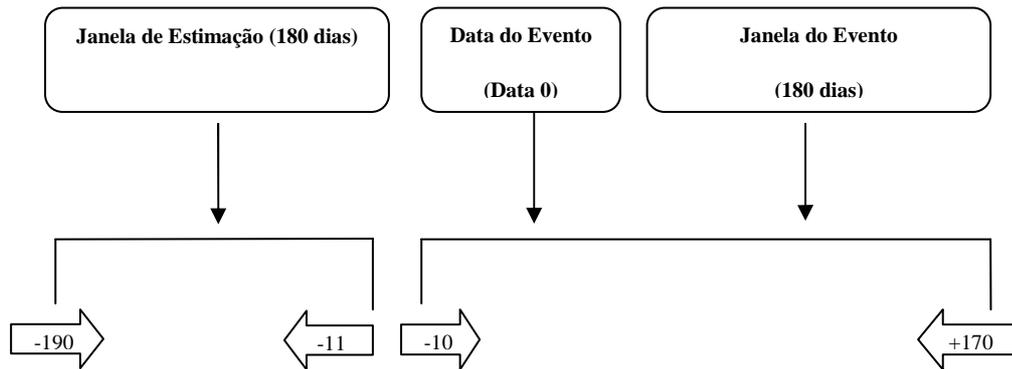
No inciso referente às políticas de negociação, o artigo 15, determina que a companhia possa por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão por ela própria, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária. Entretanto, deverá necessariamente diante de fato ou ato relevante incluir a vedação de negociações, no mínimo, no período de 15 (quinze dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP, IAN e FR) da companhia.

Diante dessas publicações, o referido estudo, adotará um intervalo de tempo para estimar os modelos empregados, principalmente para efetuar o cálculo do Beta. Cabe destacar que é importante numa pesquisa de estudo de eventos determinarem um período pré-evento e um período pós-evento a partir da data zero, ou seja, o dia do evento. Essas ponderações servem para detectar, eventualmente, indícios do uso de informações privilegiadas e, preponderantemente, investigar como os preços serão ajustados ao mercado.

Este período pré-determinado, denominado como janela de estimação, foi determinado com vistas a atender a proximidade da instrução da CVM acima determinada. A janela de estimação servirá para abstrair as cotações e retornos diários das ações disponibilizados pelo mercado e obtidos na Economática®. Adotamos para a janela de estimação um período de 180 observações (-190) que antecedem outro período subsequente denominado janela do evento. Este, compreenderá os dez dias anteriores a data do evento (data 0) e 170 observações

posteriores (+170). Já para a janela de evento, será adotada 10 dias anteriores ao evento que servirão para analisar o comportamento do mercado. Este período é importante para verificar se o mercado teve acesso ao vazamento de informações, além do *insider trader*. Ou seja, a escolha prévia desse período anterior a data zero é eficaz para verificar o *insider information*. Por conseguinte, os 170 dias posteriores foram definidos para acompanhar o desempenho dos títulos. A Figura 6 ilustra o período definido para as observações:

Figura 6 – Janela de estimação da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo Autor.

Cabe destacar que no período utilizado como janela de evento não foram extraídos dados para o cálculo do beta e a estimação do retorno anormal através do Modelo de Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado, para não disseminar e influenciar as evidências de retornos anormais dos *insiders*.

3.2.5 Procedimentos de Testes

A quinta etapa definida por Campbell, Lo e Mackinlay (1997) num estudo de eventos consiste na verificação dos testes onde são calculados os retornos anormais acumulados, bem como a definição das técnicas de interpolar os retornos anormais das empresas de forma individualizada.

Rochman e Eid Junior (2006) adaptaram o modelo de teste de Campbell, Lo e Mackinlay (1997) para estimar evidências de rentabilidade dos *insiders*. Demonstraram que para calcular os retornos excedentes acumulados durante o período estabelecido na janela de evento, o retorno anormal acumulado (CAR) pode ser da seguinte forma:

$$CAR_{t_1, a, t_2} = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} \left(\frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N} \right)}{t_2 - t_1 + 1} \quad (3)$$

Onde:

AR_{it} = retorno anormal da ação i na data t;

N = número de ações da amostra;

t_1 = data inicial da janela;

t_2 = data final da janela;

Entretanto, para testar o retorno anormal médio dos títulos nas respectivas datas, utilizou-se a equação a seguir:

$$\text{Teste} = \frac{\sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N}}{\sqrt{\frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} \hat{\sigma}_i^2}} = \frac{AR_t}{\sqrt{\frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} \hat{\sigma}_i^2}} \quad (4)$$

Onde:

AR_{it} = retorno anormal da ação i na data t;

AR_t = retorno anormal médio na data t;

N = número de ações da amostra;

N_t = número de eventos para cada data t no período do evento;

$\hat{\sigma}_i^2$ = variância estimada dos resíduos (amostra) para cada empresa i dentro do período t_1 a t_2 .

Por fim, para testar, o retorno anormal acumulado, Rochman e Eid Junior (2006), utilizaram a seguinte estatística:

$$\text{Teste} = \frac{CAR_{t_1 a t_2}}{\sqrt{\frac{1}{N_t^2} \sum_{i=1}^{N_t} \hat{\sigma}_i^2}} \quad (5)$$

Onde:

CAR = retorno anormal médio acumulado;

AR_t = retorno anormal médio da ação na data t;

N = número de ações da amostra;

N_t = número de eventos para cada data t no período de eventos;

$\hat{\sigma}_i^2$ = variância estimada dos resíduos (amostra) para cada empresa i dentro do período t_1 a t_2 .

Os procedimentos de testes foram definidos dentro da janela de evento. Para investigar evidências do uso da informação antecipada e averiguar os períodos definidos foram

efetuados pré-testes através de observações dos retornos diários obtidos no período de 10 dias que antecede o evento e 30 dias, 90 dias e 180 dias, respectivamente após o evento.

4 RESULTADOS EMPÍRICOS

Dentre as 38.141 operações coletadas, extraídas de 9.945 formulários, 665 operações se destacaram por apresentarem comportamento anormal em relação à média de negociações realizadas pelos *insiders* da empresa. Destas 665 operações, 474 (71,28%) apresentaram retornos anormais e foram analisadas em maior detalhe. No Quadro 14 são apresentadas as operações analisadas em cada ano. Interessante notar que o percentual de operações com retorno anormal nos últimos anos apesar de alto, sofreu uma redução em relação ao apresentado em 2006 e 2007, mas o total de operações com retorno anormal apresentou crescimento.

Quadro 14 – Operações analisadas x Operações com retorno anormal

Ano	Operações analisadas	Operações com retorno anormal antes do evento	%	Operações com retorno anormal após o evento	%
2006	50	22	44,00%	44	88,00%
2007	94	46	48,93%	79	84,04%
2008	113	43	38,05%	73	64,60%
2009	90	53	58,89%	60	66,67%
2010	170	66	38,82%	119	70,00%
2011	148	62	41,89%	99	66,89%
Total	665	292	43,91%	474	71,28%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Cabe ressaltar que das 474 operações detectadas com retorno anormal após a data do evento, 292 já indicavam possibilidades de retornos extraordinários, pois estavam contaminados por *insider trading*. Ou seja, 61,60% das operações que apresentaram retornos anormais após a data zero já estavam sendo analisadas pelos *insiders* para aumentarem seus retornos antes da divulgação da informação ao mercado de capitais.

Foram analisadas 281 operações de venda e 193 operações de compra realizadas por *insiders* que geraram retornos anormais após o evento. As ações vendidas por *insiders* apresentaram retorno anormal médio de -3,73%, -7,03% e -10,12% após 30, 90 e 180 dias da data da venda, respectivamente, o que sugere que os *insiders* detinham alguma informação desconhecida do mercado e se anteciparam à futura queda vendendo suas ações. Percebe-se, no entanto, pelo Quadro 15, que não havia indícios de queda de preços das ações antes das vendas realizadas pelos *insiders traders*, pois nos dias anteriores às operações de venda as ações apresentaram retornos positivos.

Quadro 15 – Retorno anormal das ações vendidas por *insiders*

Período	Operação	Vendas	
		n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,97% ***	
30 dias após o evento	Operações com ganho	206	73,31%
	Operações com perda	75	26,69%
	Total	281	100,0%
	Retorno anormal médio	- 3,73% ***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	189	67,26%
	Operações com perda	92	32,74%
	Total	281	100,0%
	Retorno anormal médio	-7,03% ***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	164	58,36%
	Operações com perda	117	41,64%
	Total	281	100,0%
	Retorno anormal médio	-10,12% ***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Além da forte queda apresentada pelas ações vendidas pelos *insiders*, pode-se observar que o percentual de operações com ganho, ou seja, ação vendida com retorno anormal positivo, é muito maior do que as operações com perda. Percebe-se que no período estimado de 30 dias, 73,31% representaram ganhos nas operações de vendas, superando, portanto, a representatividade das operações com ganhos em vendas 180 dias após a data zero, que corresponderam a 58,36%.

Nesse sentido, cabe ressaltar que mesmo reduzindo a representatividade das operações com ganho nas operações de venda no período após a data do evento, houve um aumento de retorno anormal médio no período.

Já as operações de compra realizadas por *insiders* foram seguidas de alta das ações, o que também sugere a utilização de informações desconhecidas do mercado para realização de compras de ações com retornos anormais positivos, apesar do indicativo inicial, ou seja, o período antes do evento não evidenciar retornos anormais. Contudo, após a data do evento o retorno anormal médio dessas operações de compra foi de +5,49%, +8,03% e +10,12% após 30, 90 e 180 dias. Os resultados são apresentados no Quadro 16.

Quadro 16 – Retorno anormal das ações compradas por *insiders*

Período	Operação	Compras	
		n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	-0,02%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	133	68,92%
	Operações com perda	60	31,08%
	Total	193	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 5,49%****	
90 dias após o evento	Operações com ganho	147	76,17%
	Operações com perda	46	23,83%
	Total	193	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 8,03%****	
180 dias após o evento	Operações com ganho	148	76,68%
	Operações com perda	45	23,32%
	Total	193	100,0%
	Retorno anormal médio	+10,12%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

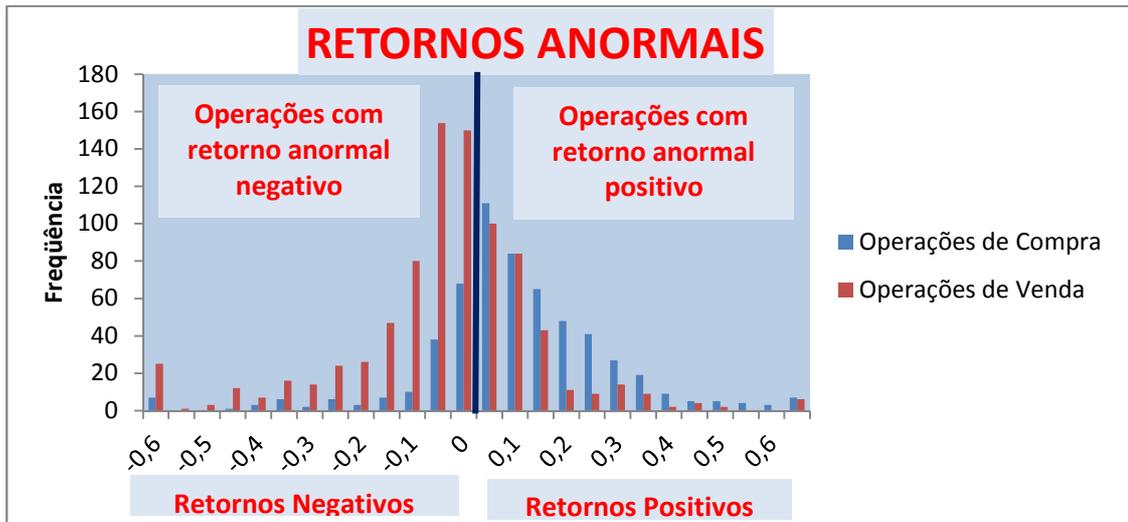
Verifica-se no Quadro 16, que aumentou a representatividade das operações com ganho nas atividades de compra. No período estimado de 30 dias após a data zero (data da operação) o índice que representava 68,92% elevou-se para 76,68%, seguindo a tendência identificada também de aumento nos três períodos pré-determinado para identificar os retornos anormais.

Sendo assim, identifica-se, comparativamente, que o percentual de operações com ganho é ainda maior nas operações de compra, o que pode ter origem nos planos de remuneração variável. Muitas das vendas podem ter tido origem em ações ou opções recebidas como bônus, o que pode caracterizar que *insider* já teria como objetivo vender essas ações, ou seja, a venda não foi motivada por uma expectativa de queda, o que explicaria também a maior quantidade de operações de venda.

Verifica-se, contudo, pela Figura 7, a concentração de intervalos com retornos anormais médios positivos e negativos tanto das operações de compra quanto de vendas.

Pelo histograma podemos perceber nitidamente a maior concentração em percentual de retornos anormais negativos nas operações de venda e retornos anormais positivos nas operações de compra.

Figura 7 – Histograma das operações de compra e venda



Fonte: Elaborado pelo Autor.

Na margem esquerda do histograma (identificada pela semi-reta vertical), verifica-se que entre todos os intervalos decimais as operações com retorno anormal negativo estão notadamente diagnosticadas pelas operações de venda.

Entretanto, verificando à margem direita do histograma, visivelmente percebe-se que exceto num intervalo decimal, que as operações de compras concentram os maiores retornos anormais positivos.

Mas para confirmar se as proporções de retornos anormais positivos e negativos das operações de compra e venda são significativamente diferentes testamos a diferença entre as proporções que foram significativas a 1% nos 3 períodos pesquisados: 30, 90 e 180 dias.

4.1 RETORNO ANORMAL QUANTO AO TIPO DE CONTROLE

As empresas que fizeram parte da amostra foram segmentadas quanto ao tipo de controle acionário. Conforme apresentado anteriormente no Quadro 7 (página 62), 78% das empresas tinham o controle concentrado, ou seja, o controlador detém, pelo menos, 50% mais uma ação do capital votante.

Constata-se nos Quadros 17 e 18 que *insiders* de empresas com controle pulverizado realizaram 286 operações com retorno anormal, enquanto os *insiders* de empresas com controle concentrado realizaram 188 operações com retorno anormal. No grupo de empresas de capital pulverizado foram identificadas 175 operações de venda. As ações vendidas por *insiders* de empresas com capital pulverizado apresentaram retorno anormal médio de -2,99%, -6,84% e -8,33% após 30, 90 e 180 dias da data da venda, respectivamente, ou seja,

apresentou um retorno menos expressivo do que os encontrados na amostra completa no período pós-evento. A destacar que os retornos foram crescentes, e que pelo Quadro 17, constata-se pelos retornos positivos antes das operações de vendas que não havia indicativo de queda de preços das ações.

No segmento de empresas com controle concentrado foram diagnosticadas 106 operações de vendas. O retorno anormal médio após 30, 90 e 180 dias da data da venda respectivamente foi de -4,94%, -7,34% e -13,09%, desempenho superior ao grupo completa da amostra realizada com operações de vendas. Os retornos positivos demonstrado no Quadro 17, já indicavam que não havia indícios de queda os preços das ações.

Quadro 17 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto ao tipo de controle

Vendas					
Período	Operação	Controle Pulverizado		Controle Concentrado	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 2,16%***		+1,67%**	
30 dias após o evento	Operações com ganho	128	73,14%	78	73,58%
	Operações com perda	47	26,86%	28	26,42%
	Total	175	100,0%	106	100,0%
	Retorno anormal médio	- 2,99%***		-4,94%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	121	69,14%	68	64,15%
	Operações com perda	54	30,86%	38	35,85%
	Total	175	100,0%	106	100,0%
	Retorno anormal médio	- 6,84%***		-7,34%****	
180 dias após o evento	Operações com ganho	93	53,14%	71	66,98%
	Operações com perda	82	46,86%	35	33,02%
	Total	175	100,0%	106	100,0%
	Retorno anormal médio	- 8,33%***		-13,09%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Percebe-se que os *insiders* de ambos os grupos apresentaram ganhos com suas operações, mas os *insiders* de empresas com controle concentrado apresentaram um desempenho superior aos *insiders* de empresas com controle pulverizado e até mesmo do retorno anormal da amostra completa, o que demonstra que a concentração de poder das empresas foi fator decisivo no momento da venda. Este resultado não está de acordo com o esperado, pois como boa parte das ações de *insiders* está com acionistas controladores, que não têm tanta facilidade em vender suas ações para aproveitar vantagens de curto prazo, já que a manutenção do controle é mais importante no longo prazo.

Nas operações de compra, o resultado foi o inverso, o desempenho dos *insiders* das empresas de controle concentrado foi inferior ao obtido pelos *insiders* de empresas de capital pulverizado principalmente no longo prazo.

Quadro 18 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto ao tipo de controle

Compras					
Período	Operação	Controle Pulverizado		Controle Concentrado	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+0,33%		- 0,08% **	
30 dias após o evento	Operações com ganho	71	63,96%	62	75,61%
	Operações com perda	40	36,04%	20	24,39%
	Total	111	100,0%	82	100,0%
	Retorno anormal médio	+4,76% ***		+6,47% ***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	86	77,48%	61	74,39%
	Operações com perda	25	22,52%	21	25,61%
	Total	111	100,0%	82	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 8,80% ***		+6,99% ***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	93	83,78%	55	67,07%
	Operações com perda	18	16,22%	27	32,93%
	Total	111	100,0%	82	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 15,40% ***		+2,97%	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Enquanto as ações das empresas do grupo de capital pulverizado apresentaram retornos anormais de +8,80% e 15,40% após 90 e 180 dias respectivamente após a operação de compra realizada por *insiders*, as ações do grupo de empresas com capital concentrado apresentaram retornos anormais mais expressivos após operações de 30 dias após o evento (+6,47%), conforme apresentado no Quadro 18.

Verifica-se no Quadro 18, que o percentual de operações com ganhos aumentou no grupo de empresas pulverizado. O percentual que correspondia a 63,96% em 30 dias, passou para 77,48% em 90 dias e, por conseguinte 83,78% em 180 dias. Contudo, o percentual de operações com ganho do grupo de empresa pertencente ao controle concentrado reduziu-se no período pós-evento. Decaiu de 75,61% em 30 dias, para 74,39% em 90 dias e 67,07% em 180 dias. Estes resultados indicam que os *insiders* de empresas de capital pulverizado compram ações da própria empresa principalmente quando percebem benefícios de longo prazo, sendo que em 180 dias obtiveram o expressivo percentual de 83,78% de operações com ganho e retorno anormal médio de 15,40%, enquanto os *insiders* de empresas de capital concentrado estão mais atuantes em oportunidades de curto prazo.

4.2 RETORNO ANORMAL QUANTO AO TIPO DE CAPITAL

As empresas que fizeram parte da amostra foram segmentadas quanto ao tipo de capital. Para tanto, adotou-se como parâmetro para a estratificação a origem do capital.

Pelo Quadro 8 (página 63), verifica-se que 89% das empresas caracterizadas para amostra possuem capital originalmente nacional privado. Por sua vez, 7% foram diagnosticados com aporte de capital oriundos de outros países e, por conseguinte 4% foram caracterizadas como empresas estatais.

As empresas nacionais privadas realizaram 253 operações de vendas identificadas com retorno anormal positivo, constituindo-se em 90% do total de vendas. Foram achadas ainda 10 operações *insider trading* nas empresas de controle estatal. E, por conseguinte, 18 transações de vendas nas empresas estrangeiras, conforme pode ser constatado no Quadro 19.

Observando o Quadro 19, é possível perceber que os retornos anormais mais expressivos foram auferidos pelos *insiders* que efetuaram vendas de ações das empresas privadas nacionais tanto em 90 quanto em 180 dias.

Em relação às empresas de controle estatal nacional, os retornos foram baixos, mas pelo pouco número de operações, os resultados não tiveram relevância estatística. Este baixo número de operações e sem resultar em ganhos aos *insiders* sugere um maior controle ou restrição a este tipo de operações em empresas estatais. Também não seria esperado que o controlador procurasse obter esse tipo de ganho, já que qualquer que fosse o ganho, para o Estado seria um valor insignificante e politicamente poderia ser muito ruim, talvez um ou outro diretor ou conselheiro dessas empresas tentariam obter algum benefício. A destacar que a maior empresa do setor, a Petrobrás, foi eliminada da pesquisa, uma vez que em seus formulários os dados estavam sempre incompletos, impossibilitando a correta captação dos dados.

Quadro 19 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto a origem do capital

Vendas							
Período	Operação	Controle Nacional Privado		Controle Nacional Estatal		Controle Estrangeiro	
		N	%	n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 2,17%		-0,74%		+ 0,75%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	186	73,52%	7	70,00%	13	72,22%
	Operações com perda	67	26,48%	3	30,00%	5	27,78%
	Total	253	100,0%	10	100,0%	18	100,0%
	Retorno anormal médio	- 3,79%***		-0,83%		- 4,40%**	
90 dias após o evento	Operações com ganho	168	66,40%	7	70,00%	14	77,78%
	Operações com perda	85	33,60%	3	30,00%	4	22,22%
	Total	253	100,0%	10	100,0%	18	100,0%
	Retorno anormal médio	- 7,40%***		-1,62%		-4,80%**	
180 dias após o evento	Operações com ganho	143	56,52%	5	50,00%	16	88,89%
	Operações com perda	110	43,48%	5	50,50%	2	11,11%
	Total	253	100,0%	10	100,0%	18	100,0%
	Retorno anormal médio	-10,42%***		+3,90%*		-13,75%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

As ações que foram alvo de venda por *insiders* das empresas nacionais de controle privado apresentaram retorno anormal de -3,79%, em 30 dias, - 7,40% em 90 dias e -10,42% após 180 dias. Enquanto que nas empresas de controle estrangeiros foram encontrados retornos anormais de -4,40% em 30 dias e -4,80% em 90 dias. Contudo, pelo Quadro 19, pode-se perceber que em 180 dias, os resultados encontrados, demonstram que *insiders* obtém retornos anormais mais expressivos no longo prazo, mesmo num pequeno volume de transações efetuadas os retornos foram de -13,75%.

Cabe ressaltar que, ao contrário dos retornos anormais auferidos pelos *insiders* após 30, 90 e 180 dias respectivamente, denota-se pelo Quadro 19 que o percentual de operações com ganhos decresceu de 73,52% em 30 dias para 56,52% após 180 dias nas empresas de controle privado. Em contrapartida, no grupo de empresas de controle estrangeiro o percentual de operações com ganhos aumentou. Representava inicialmente 72,22% em 30 dias. Em seguida, esse percentual elevou-se de 77,78% em 90 dias para 88,89% em 180 dias.

Constata-se pelo Quadro 20, que o grupo de empresas nacionais com controle privado realizou o maior número de operações de compras identificadas com retorno anormal. Foram achadas 171 operações, que corresponde a 88,60%, número esse proporcional a participação deste grupo na amostra.

Quadro 20 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto a origem do capital

Compras							
Período	Operação	Controle Nacional Privado		Controle Nacional Estatal		Controle Estrangeiro	
		n	%	n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	- 0,10%***		- 1,48%*		+ 0,51%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	117	68,42%	8	61,54%	8	88,89%
	Operações com perda	54	31,58%	5	38,46%	1	11,11%
	Total	171	100,0%	13	100,0%	9	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 5,48%***		+ 1,79%*		+ 11,19%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	132	77,19%	7	53,85%	8	88,89%
	Operações com perda	39	22,81%	6	46,15%	1	11,11%
	Total	171	100,0%	13	100,0%	9	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 8,16%***		+ 3,00%*		+12,91%	
180 dias após o evento	Operações com ganho	132	77,19%	8	61,54%	8	88,89%
	Operações com perda	39	22,81%	5	38,46%	1	11,11%
	Total	171	100,0%	13	100,0%	9	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 9,96%***		+ 1,87%		+ 25,02%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

No que tange aos retornos anormais obtidos, é possível encontrar no Quadro 20, que o grupo de empresas de controle estrangeiro obteve os rendimentos maiores na compra de ações. *Insiders* das empresas estrangeiras tiveram retornos anormais de +11,19% em 30 dias, +12,91% após 90 dias e +25,02% após 180 dias da data de compra. A destacar que o retorno após 90 dias não foi comprovado estatisticamente.

Porquanto que *insiders* que compraram ações no grupo de empresas nacionais de controle privado foi, respectivamente, de +5,48% em 30 dias, +8,16% em 90 dias e +9,96% após 180 da data da compra.

Diferentemente dos achados apresentados no Quadro 19, onde apesar do percentual de operações com ganhos na venda de ações reduziu e os retornos anormais aumentaram após

30, 90 e 180 dias nas empresas nacionais de controle privado, pelo Quadro 20, constata-se que assim como, os retornos obtidos, o percentual de operações com ganhos na compra de ações realizados pelos *insiders* do grupo de empresas com controle privado nacional também aumentaram, passando de 68,42% 30 dias após a compra de ações para 77,19% 180 dias após a compra.

Já os resultados apontados no Quadro 20 para o grupo de empresas de controle estatal nacional, os retornos anormais encontrados foram baixos. Os lucros anormais auferidos foram, respectivamente, de +1,79% em 30 dias e +3,00% em 90 dias e 1,87% em 180 dias, sendo este estatisticamente insignificante. Estes resultados, no entanto, apontam conforme o esperado que por mais que algum diretor ou conselheiro tenha realizado alguma operação *insider trading*, o resultado encontrado foi insignificante diante do contexto político e econômico de uma autarquia estadual ou federal.

4.3 RETORNO ANORMAL QUANTO AOS SETORES DE ATIVIDADE

As empresas que fizeram parte da amostra foram segmentadas quanto ao setor da atividade principal que desempenham no mercado. Pelo Quadro 9 (página 64), verifica-se que 33% das empresas caracterizadas para amostra realizam como atividade principal o desenvolvimento de comércio, consumo e distribuição de produtos. Por sua vez, 21% das empresas pertencentes à amostra são segmentados no setor de transportes, construções e engenharia. Quanto à ordem de representatividade seguem: financeiro, imóveis e seguros com 14%; bens industriais, máquinas e equipamentos com 8%; energia e siderúrgica, metalúrgica e mineração com 7%; tecnologia, telecomunicações e serviços com 4% e; papel e celulose e petróleo, petroquímico e gás com 3%.

Considerando a proporcionalidade dos segmentos por setor de atividade em relação ao percentual de operações com retorno anormal, tacitamente é possível encontrar que o setor de comércio, consumo e distribuição que representava 33% das empresas caracterizados quanto ao setor foi responsável por 25,52% das operações *insider trading*, conforme pode ser avaliado pelos Quadros 20 e 21. Ou seja, das 474 operações, 171 foram compras e vendas efetuadas por *insiders* do grupo de empresas pertencentes ao setor caracterizado como comércio, consumo e distribuição. Por conseguinte, transporte, construção e engenharia, segmento que correspondia a parcela de 21% do setor do total de empresas, realizaram 24,68% das operações com retorno anormal.

A maior discrepância em termos de razão entre o percentual de representatividade do setor no segmento e o percentual de operações com incidência de retornos acima da média de mercado e/ ou vice versa foi encontrado no setor de bens industriais, máquinas e equipamentos que apresentou proporcionalmente cinco pontos percentuais acima do setor. Enquanto o setor responsável por 8% do segmento, suas operações caracterizadas com retorno representaram 13,29%, segundo obtido através dos Quadros 9, 20 e 21. Em contrapartida a maior queda, foi detectada no setor de comércio, consumo e distribuição que representava 33% do segmento, no que tange as atividades principais do grupo total de empresas, mas proporcionalmente realizou 25,52% das operações de *insider trading*.

Verifica-se no Quadro 21, que foram encontradas 281 operações de vendas. Os *insiders* do setor de transporte, construção e engenharia, foram os que mais venderam ações, obtendo retorno anormal. Foram 74 operações caracterizadas como *insider trading*. Na sequência, *insiders* do grupo de empresas caracterizadas como comércio, consumo e distribuição que realizaram 71 operações de venda.

Conquanto, que quanto aos retornos anormais obtidos acima da média do mercado, cabe ressaltar que os maiores retornos anormais positivos com operações de vendas quanto aos setores de atividades após o evento foram obtidos por *insiders* do grupo de empresas caracterizadas como petróleo, petroquímico e gás e bens industriais, máquinas e equipamentos.

Ações vendidas por *insiders* do setor de petróleo, petroquímico e gás tiveram retorno anormal de -8,11% em 30 dias, -10,98% em 90 dias e -26,59% após 180 dias da data da transação, enquanto que os do setor de bens industriais, máquinas e equipamentos tiveram retorno anormal de -8,37%, -13,82% e -15,24% após 30, 90 e 180 dias.

A destacar ainda no Quadro 21, que *insiders* que venderam ações do setor de comércio, consumo e distribuição tiveram retorno anormal de -12,43% e -17,61% após 90 e 180 dias, respectivamente, após a data do evento.

Quadro 21 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto aos setores de atividade

Vendas							
Período	Operação	Bens Industriais		Comércio		Energia	
		n	%	n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 3,72%		+0,91%		-0,32%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	37	84,09%	50	70,42%	14	70,00%
	Operações com perda	7	15,91%	21	29,58%	6	30,00%
	Total	44	100,0%	71	100,0%	20	100,0%
	Retorno anormal médio	- 8,37%***		-0,07%		-1,98%*	
90 dias após o evento	Operações com ganho	30	68,18%	51	71,83%	10	50,00%
	Operações com perda	14	31,82%	20	28,17%	10	50,00%
	Total	44	100,0%	71	100,0%	20	100,0%
	Retorno anormal médio	-13,82%***		-12,43%***		+7,15%	
180 dias após o evento	Operações com ganho	34	77,27%	46	64,79%	1	5,00%
	Operações com perda	10	22,73%	25	35,21%	19	95,00%
	Total	44	100,0%	71	100,0%	20	100,0%
	Retorno anormal médio	-15,24%***		-17,61%***		+15,07%	
Período	Operação	Financeiro		Papel e Celulose		Petróleo	
		N	%	n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,92%		+1,43%		+8,75%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	17	68,00%	3	100,00%	6	60,00%
	Operações com perda	8	32,00%	0	0,00%	4	40,00%
	Total	25	100,0%	3	100,0%	10	100,0%
	Retorno anormal médio	- 1,82%*		-7,30%**		-8,11%**	
90 dias após o evento	Operações com ganho	17	68,00%	2	66,67%	10	100,00%
	Operações com perda	8	32,00%	1	33,33%	0	0,00%
	Total	25	100,0%	3	100,0%	10	100,0%
	Retorno anormal médio	-1,73%*		-6,25%		-10,98%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	15	60,00%	2	66,67%	10	100,00%
	Operações com perda	10	40,00%	1	33,33%	0	0,00%
	Total	25	100,0%	3	100,0%	10	100,0%
	Retorno anormal médio	-0,40%		-4,24%		- 26,59%***	

(Continua)

(Conclusão)

Período	Operação	Siderúrgica		Tecnologia		Transportes	
		n	%	n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,26%		+2,83%		+1,87%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	20	76,92%	3	37,50%	56	75,68%
	Operações com perda	6	23,08%	5	62,50%	18	24,32%
	Total	26	100,0%	8	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	- 5,16% **		-1,54%		-4,00% ***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	18	69,23%	6	75,00%	45	60,81%
	Operações com perda	8	30,77%	2	25,00%	29	39,19%
	Total	26	100,0%	8	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	-8,55% **		-2,95%		-2,85% **	
180 dias após o evento	Operações com ganho	16	61,53%	2	25,00%	38	51,35%
	Operações com perda	10	38,47%	6	75,00%	36	48,65%
	Total	26	100,0%	8	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	-13,77% **		+4,11%		-8,26% ***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Considerando os retornos anormais positivos acima, percebe-se pelo Quadro 21, que o maior percentual de ganhos em operações de venda foi obtido pelos *insiders* do setor de bens industriais, máquinas e equipamentos que auferiram retornos anormais em 84,09% das ações vendidas em 30 dias. Em contrapartida, a menor representatividade de operações com retornos anormais em vendas de ações foram encontradas nas operações realizadas pelos *insider* do grupo de energia que ganharam em apenas 5% das operações realizadas em 180 dias, considerando apenas o período pós-evento.

Já nas operações de compras é possível perceber no Quadro 22, que 68,84% das operações de *insider trading* foram encontrados na compra de ações realizadas nos setores de comércio, consumo e distribuição (50), transporte, construção e engenharia (43) e financeiro, imóveis e seguros (36) diante das 193 compras de ações achadas com retorno anormal médio positivo após a data do evento.

Quadro 22 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto aos setores de atividade

Compras							
Período	Operação	Bens Industriais		Comércio		Energia	
		n	%	N	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,84%**		-0,17%		-4,04%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	12	63,16%	39	78,00%	10	76,92%
	Operações com perda	7	36,84%	11	22,00%	3	23,08%
	Total	19	100,0%	50	100,0%	13	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 2,85%**		+6,72%***		+10,69%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	18	94,74%	37	74,00%	12	92,31%
	Operações com perda	1	5,26%	13	26,00%	1	7,69%
	Total	19	100,0%	50	100,0%	13	100,0%
	Retorno anormal médio	+13,74%***		+8,48%***		+15,61%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	18	94,74%	37	74,00%	11	84,62%
	Operações com perda	1	5,26%	13	26,00%	2	15,38%
	Total	19	100,0%	50	100,0%	13	100,0%
	Retorno anormal médio	+18,85%***		+8,44%**		+15,41%***	
Período	Operação	Financeiro		Papel e Celulose		Petróleo	
		n	%	N	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	- 0,28%		-2,39%		+4,08%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	22	61,11%	2	100,00%	3	75,00%
	Operações com perda	14	38,89%	0	0,00%	1	25,00%
	Total	36	100,0%	2	100,0%	4	100,0%
	Retorno anormal médio	+4,49%**		+6,99%***		+20,00%*	
90 dias após o evento	Operações com ganho	26	72,22%	2	100,00%	3	75,00%
	Operações com perda	19	27,78%	0	0,00%	1	25,00%
	Total	36	100,0%	2	100,0%	4	100,0%
	Retorno anormal médio	+5,48%***		+15,55%**		+16,26%**	
180 dias após o evento	Operações com ganho	25	69,44%	1	50,00%	4	100,00%
	Operações com perda	11	30,56%	1	50,00%	0	0,00%
	Total	36	100,0%	2	100,0%	4	100,0%
	Retorno anormal médio	+7,21%*		+8,37%		+30,22%***	

(Continua)

(Conclusão)

Período	Operação	Siderúrgica		Tecnologia		Transportes	
		n	%	N	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	- 2,64%		-0,97%		+1,27%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	13	59,09%	4	100,00%	28	65,7%
	Operações com perda	9	40,91%	0	0,00%	15	34,3%
	Total	22	100,0%	4	100,0%	43	100,0%
	Retorno anormal médio	+5,24% *		+12,15% ***		+2,59% **	
90 dias após o evento	Operações com ganho	14	63,64%	4	100,00%	31	65,7%
	Operações com perda	8	36,36%	0	0,00%	12	34,3%
	Total	22	100,0%	4	100,0%	43	100,0%
	Retorno anormal médio	+6,55%		+16,88% ***		+3,66% *	
180 dias após o evento	Operações com ganho	18	81,82%	0	0,00%	34	65,7%
	Operações com perda	4	18,18%	4	100,00%	9	34,3%
	Total	22	100,0%	4	100,0%	43	100,0%
	Retorno anormal médio	+8,86%		-12,16%		+9,97% **	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

No Quadro 22 é possível perceber que seis setores apresentaram retornos anormais positivos tanto em 30, 90 e 180 dias após o evento, e que são estatisticamente significativos. Comparativamente, as operações de compras tiveram retornos mais expressivos ante as vendas de ações efetuadas pelos *insiders* no que tange aos setores de atividades (Energia, Financeiro, Imóveis e Seguros, Papel e Celulose e Tecnologia, Telecomunicações e Serviços e Petróleo, Petroquímico e Gás). A destacar os lucros auferidos pelos *insiders* que compraram ações do setor de petróleo, petroquímico e gás que tiveram retornos anormais de +20,00% em 30 dias, +16,26% em 90 dias e +30,22% após 180 dias da data da compra ante os retornos de -8,11% (30 dias), -10,98% (90 dias) e -26,59% (180 dias).

Operações de compras renderam +10,69%, + 15,61% e +15,41% após 30, 90 e 180 dias, respectivamente, aos *insiders* do setor de energia. Cabe ressaltar ainda, os rendimentos extraordinários obtidos em 30, 90 e 180 dias de outros setores de atividades. Quanto aos retornos anormais do setor de bens industriais, máquinas e equipamentos os lucros anormais foram de +2,85% (30 dias), +13,74% (90 dias) e +18,85% (180 dias). Já *insiders* do setor de comércio, consumo e distribuição tiveram retorno anormal de +6,72%, +8,48% e +8,44% no pós-evento em 30, 90 e 180 dias respectivamente. Todavia, no mesmo período, as operações de

insider trading geraram retornos anormais de +4,49%, +5,48% e +7,21% aos *insiders* do setor financeiro, imóveis e serviços.

A destacar que tanto nas operações de compra quanto de vendas os resultados podem estar impactados pelo pequeno número de operações realizadas. Estes, podem proporcionalmente ter distorcido os retornos anormais obtidos em alguns setores.

4.4 RETORNO ANORMAL QUANTO AOS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Com o objetivo de melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas nacionais foi aprovada a Lei nº 10.303/01. Esta Lei altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404/76 sobre as Sociedades por Ações e na Lei 6.385/76 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários inserindo os segmentos de governança corporativa denominados como Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA.

Para tanto, os resultados apontados a seguir constituem-se numa ferramenta fundamental para sinalizar ao mercado e verificar a eficiência dessas normas na regulamentação da prática de *insider trading* no mercado acionário brasileiro.

Nesse sentido, estabelece-se inicialmente um comparativo entre o número de empresas de cada segmento de governança corporativa entre as empresas pertencentes a amostra e o grupo de empresas que totalizou o total da pesquisa, representada por 167 empresas.

A partir desta contextualização implicitamente é possível perceber que 46,43% das empresas pertencentes ao Mercado Tradicional não apresentaram incidências de *insider trading* e foram retiradas da amostra. Ou seja, de 28 empresas pertencentes a este segmento 15 apresentaram operações *insider trading*.

Em seguida, o segmento de governança corporativa denominado Nível 2, teve 46,15% de suas empresas excluídas da amostra. Do total, 13 empresas, 6 foram retiradas por não apresentaram características de retorno anormal em suas operações de compra e venda de ações.

Já o segmento Novo Mercado teve 34% das empresas extraídas da amostra, uma vez que das 100 empresas da pesquisa, restaram 66. Por fim, no segmento de governança corporativa Nível 1, 19,23% das empresas foram excluídas da amostra. Foram retiradas 5 das 26 empresas inicialmente definidas no universo da pesquisa.

Quadro 23 – Caracterização das empresas x Nível de governança corporativa

Modelos de Governança	Amostra	%	Total	%
Mercado Tradicional	15	13,76%	28	16,77%
Nível 1	21	19,27%	26	15,57%
Nível 2	7	6,42%	13	7,78%
Novo Mercado	66	60,55%	100	59,88%
Total	109		167	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Representativamente o segmento de governança corporativa que apresenta o maior número de empresas é o Novo Mercado. Embora este segmento represente 60,55% das empresas pertencentes a amostra e 59,88% da população pesquisada, verificou-se que esse segmento foi responsável por 60,13% das operações caracterizadas com retorno anormal positivo. Ou seja, 175 operações de venda e 110 operações de compras diante do total que foi respectivamente 281 operações de venda e 193 operações de compra.

Quanto aos retornos obtidos as empresas do Novo Mercado realizaram 62,28% (175 operações de venda no grupo diante de 281 operações de venda no total) das operações de vendas com retorno anormal positivo. Observa-se, contudo pelo Quadro 24, que em média as ações vendidas apresentaram retornos anormais de -4,03%, -5,33%, -7,33% após 30, 90 e 180 dias.

Verifica-se que o segmento de governança corporativa Nível 1, ações vendidas apresentaram retornos anormais de -3,58%, -8,43% e -15,07% após 30, 90 e 180 dias da data de venda. A destacar que no segmento Nível 2, os retornos obtidos pelos *insiders* de -9,38% obtido em 180 dias após a data da transação. Todavia, percebe-se *insiders* que efetuaram venda de ações no grupo de empresas não pertencente aos segmentos de governança corporativa – Mercado Tradicional – as ações vendidas apresentaram retornos anormais de -13,78% e -15,73% em 90 e 180 dias.

Constata-se que os rendimentos extraordinários foram crescentes no Novo Mercado e no Mercado Tradicional. Contudo, destes, a representatividade das operações com ganhos na venda de ações apontou tendência inversa no Novo Mercado. O percentual de operações com ganhos que representava 76,57% em 30 dias decresceu para 44,86% após 180 dias.

Quadro 24 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto aos modelos de governança corporativa

Vendas					
Período	Operação	Novo Mercado		Nível 1	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,33%		+ 1,99%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	134	76,57%	34	64,15%
	Operações com perda	41	23,43%	19	35,85%
	Total	175	100,0%	53	100,0%
	Retorno anormal médio	- 4,03% ***		- 3,58% ***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	108	61,71%	42	79,25%
	Operações com perda	67	38,29%	11	20,75%
	Total	175	100,0%	53	100,0%
	Retorno anormal médio	-5,33% ***		- 8,43% ***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	83	44,86%	41	77,36%
	Operações com perda	92	55,14%	12	22,64%
	Total	175	100,0%	53	100,0%
	Retorno anormal médio	- 7,33% ***		- 15,07% ***	
Período	Operação	Nível 2		Mercado Tradicional	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 3,37%		+ 4,28%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	7	63,64%	31	73,81%
	Operações com perda	4	36,36%	11	26,19%
	Total	11	100,0%	42	100,0%
	Retorno anormal médio	- 2,45%		-2,98%	
90 dias após o evento	Operações com ganho	7	63,64%	32	76,19%
	Operações com perda	4	36,36%	10	23,81%
	Total	11	100,0%	42	100,0%
	Retorno anormal médio	-1,57%		-13,78% ***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	9	81,82%	31	73,81%
	Operações com perda	2	18,18%	11	26,19%
	Total	11	100,0%	42	100,0%
	Retorno anormal médio	-9,38% *		- 15,73% ***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Já no Quadro 25, é possível denotar que 57% (110 operações de compras do grupo diante das 193 operações de compra no total) das operações de compras com retorno anormal médio positivo foram encontradas no segmento Novo Mercado. *Insiders*, por sua vez, obtiveram retornos anormais crescentes. Os retornos anormais foram de +5,24%, +7,33% e +10,67% no pós-evento em 30, 90 e 180 dias, respectivamente.

Quadro 25 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto aos modelos de governança corporativa

Compras					
Período	Operação	Novo Mercado		Nível 1	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	- 0,11%		- 0,78%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	75	68,18%	25	65,57%
	Operações com perda	35	31,82%	12	34,43%
	Total	110	100,0%	37	100,0%
	Retorno anormal médio	+5,24%***		+6,24%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	83	75,45%	29	78,38%
	Operações com perda	27	24,55%	8	21,62%
	Total	110	100,0%	37	100,0%
	Retorno anormal médio	+7,33%***		+7,47%**	
180 dias após o evento	Operações com ganho	85	77,27%	28	75,68%
	Operações com perda	25	22,73%	9	24,32%
	Total	110	100,0%	37	100,0%
	Retorno anormal médio	+10,67%***		+7,78%	
Período	Operação	Nível 2		Mercado Tradicional	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+1,63%		- 0,74%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	12	66,67%	21	75,00%
	Operações com perda	6	33,33%	7	25,00%
	Total	18	100,0%	28	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 3,51%**		+6,75%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	16	88,89%	19	67,86%
	Operações com perda	2	11,11%	9	32,14%
	Total	18	100,0%	28	100,0%
	Retorno anormal médio	+13,73%***		+7,87%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	11	61,11%	24	85,71%
	Operações com perda	27	38,89%	4	14,29%
	Total	18	100,0%	28	100,0%
	Retorno anormal médio	+3,83%		+15,09%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Verifica-se também no Quadro 25 que *insiders* dos segmentos Nível 1 obtiveram retornos extraordinários crescentes no período analisado. Observa-se que os retornos obtidos nas operações de *insider trading* foram de +6,24% e +7,47% e 7,78%, apesar de que este último retorno não foi comprovado estatisticamente como significativo.

Por sua vez, retornos mais expressivos na compra de ações foram encontrados nas operações realizadas por *insiders* do Mercado Tradicional. Os retornos anormais médios

positivos alcançados foram respectivamente de +6,75%, +7,87% e +15,09% após 30, 90 e 180 dias da data de realização da compra. A destacar o retorno obtido pelo grupo de empresas pertencente ao Nível 2, que obteram retorno expressivo de +13,73% após 90 dias da negociação.

Em se tratando de operações com ganhos foi possível verificar pelo Quadro 25 que o percentual de operação com ganhos nas empresas do grupo pertencentes ao Mercado Tradicional cresceu de 75% após 30 dias para 85,71% após 180 dias, diferentemente do encontrado no Quadro 24, onde na venda de ações o percentual de operações com ganhos não se alterou substancialmente após 30 e 180 dias.

4.5 RETORNO ANORMAL RELATIVO AO TIPO DE AÇÃO NEGOCIADA

Pelo Quadro 11 (página 67), é possível verificar que foram encontradas 42,85% de compra ordinária com incidências de retorno anormal, ou seja, 193 das 665. Contudo, analisando efetivamente as operações de *insider trading*, esse percentual corresponde a 29,11%, ou seja, 148 das 474, conforme pode ser observado no Quadro 25. Também é possível verificar que assim como os rendimentos o percentual de operações com ganhos nas operações de compras ordinárias foram crescentes, atingindo, 69,57%, 72,46% e 78,99% após 30, 90 e 180 dias das transações efetuadas. Os retornos anormais dos *insiders* que compraram ações foram de +5,30%, +6,94% e +10,69% após 30, 90 e 180 dias, respectivamente.

Os retornos anormais obtidos pelos *insiders* nas operações de vendas ordinárias percentualmente foram menores notadamente verificados num computo geral. Entretanto verifica-se conforme Quadro 26 que ações vendidas apresentaram retorno anormal de -4,30% -5,25% e -6,67% após 30, 90 e 180 dias. Percebe-se ainda que o maior percentual de operações com ganhos no pós-evento foi obtido em 30 dias, ou seja, 76,14%. Em contrapartida, inversamente do que aponta o percentual de retornos anormais obtidos que é mais elevada em 180 dias (-6,67%), a menor representatividade das operações com ganhos na venda de ações ordinárias foi obtida nesse período, ou seja, 49,75%, indicando que mesmo vendendo menos, o retorno anormal médio obtido pelos *insiders* foi mais representativo, possivelmente, o baixo número de operações com ganho decorrem pelo fato de as ações ONs apresentarem menor liquidez e envolver disputa pelo controle da empresa, e, assim, ser menos utilizada para operações que gerem vantagens em situações específicas.

Quadro 26 – Retorno anormal médio das operações

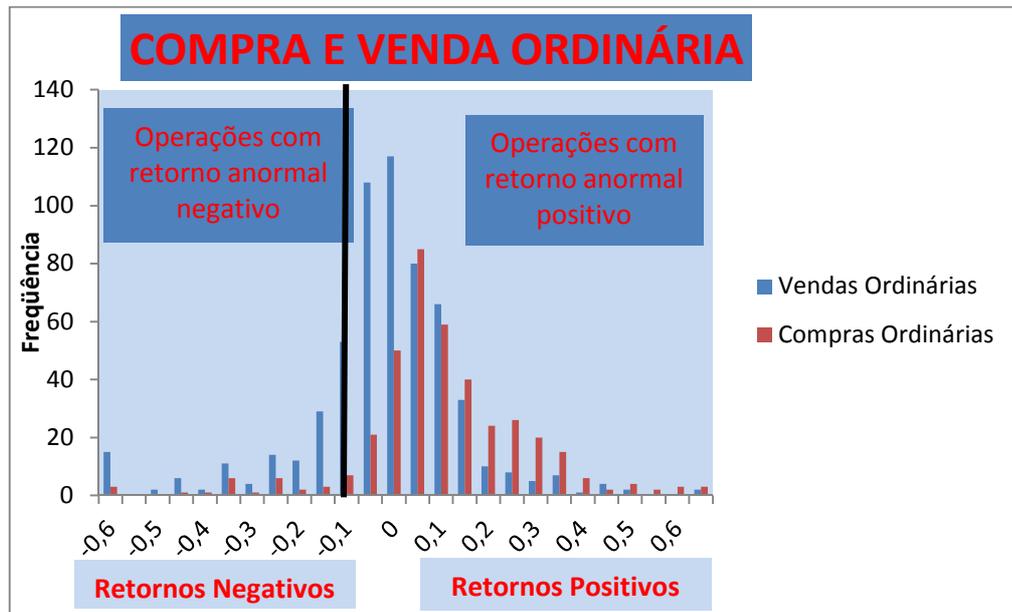
Período	Operação	Compra Ordinária		Compra Preferencial	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	-0,03%		- 0,54%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	96	69,57%	35	66,04%
	Operações com perda	42	30,43%	18	33,96%
	Total	138	100,0%	53	100,0%
	Retorno anormal médio	+5,30%***		+5,62%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	100	72,46%	45	84,91%
	Operações com perda	38	27,54%	8	15,09%
	Total	138	100,0%	53	100,0%
	Retorno anormal médio	+6,94%***		+10,32%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	109	78,99%	38	71,70%
	Operações com perda	20	21,01%	15	28,30%
	Total	138	100,0%	53	100,0%
	Retorno anormal médio	+10,69%***		+7,76%**	
Período	Operação	Venda Ordinária		Venda Preferencial	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,68%		+ 2,64%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	150	76,14%	53	67,95%
	Operações com perda	47	23,86%	25	32,05%
	Total	197	100,0%	78	100,0%
	Retorno anormal médio	-4,30%***		-2,59%	
90 dias após o evento	Operações com ganho	125	63,45%	62	79,49%
	Operações com perda	72	26,55%	16	20,51%
	Total	197	100,0%	78	100,0%
	Retorno anormal médio	-5,25%***		-12,33%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	98	49,75%	63	81,82%
	Operações com perda	99	50,25%	15	18,18%
	Total	197	100,0%	78	100,0%
	Retorno anormal médio	-6,67%***		-20,29%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Notadamente, verifica-se que pela Figura 8 que a maior concentração percentual de retornos anormais negativos foi encontrada nas operações de vendas ordinárias.

Figura 8 – Histograma das operações de compra e venda ordinárias



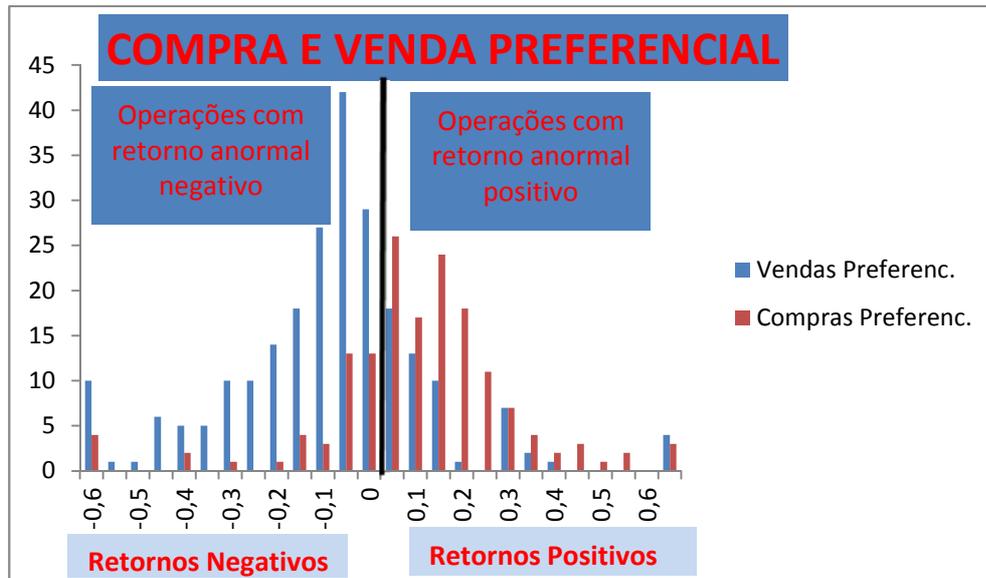
Fonte: Elaborado pelo Autor.

Por outro lado, observa-se no histograma, que na maioria dos intervalos dispostos a direita da tarja central vertical apresentam maior concentração de compras ordinárias, indicando que *insider* obtiveram, conforme enfatizado anteriormente maior percentual de retornos anormais comprando ações ordinárias das empresas em que operavam.

No Quadro 26 é possível constatar, em contrapartida que as vendas preferenciais foram mais lucrativas aos *insiders* em 90 e 180 dias. Ações vendidas apresentaram retorno anormal de -2,59%, -12,33% e -20,29% após 30, 90 e 180 dias respectivamente da data de venda. Contudo, os rendimentos anormais obtidos através de compras preferencias no mesmo período foram respectivamente de +5,62%, +10,32% e +7,76%.

Entretanto, apesar do lucro auferido pelos *insiders* nas operações de vendas preferenciais serem representativamente mais elevada após 90 e 180 dias percebe-se pela Figura 9, que a maior concentração de intervalos de operações com retorno anormal positivo foi encontrada nas operações de compras preferenciais, que apresentaram retorno percentualmente maior apenas em 30 dias comparativamente as vendas preferenciais, conforme disposto no Quadro 26.

Figura 9 – Histograma das operações de compra e venda preferenciais



Fonte: Elaborado pelo Autor.

Pelo diagrama acima, constata-se que *insiders* evitam perdas maiores vendendo ações preferenciais. Observa-se à direita da tarja vertical central que nitidamente as operações de vendas apresentaram maior concentração percentual de perdas nos intervalos de ganhos demonstrados na Figura 9.

Há destacar ainda que pelo Quadro 26, é possível conjecturar que o somatório das operações de compra e venda de ações preferenciais e ordinárias totaliza 466 operações. Cabe ressaltar que foram encontradas oito operações de compra e venda de Units, as quais não foram apresentadas no Quadro 26 devido ao fato de apresentarem retornos estatisticamente insignificantes.

4.6 RETORNO ANORMAL DOS *INSIDERS* POR TIPO DE *INSIDER*

Constata-se pelo Quadro 12 (página 67) que os controladores realizaram 243 operações com retorno anormal, ou seja, 36,54% das 665 operações detectadas com incidência de *insider trading*. Por conseguinte, o conselho de administração realizou 213 operações, representando, 32,03% e a diretoria 135, caracterizando 20,35% das operações infectadas. Contudo, verificando as operações de compras e vendas representadas nos Quadros 27 e 28, respectivamente, é possível analisar que os controladores realizaram 174 operações com retorno anormal, ou seja, 36,70% das 474 operações com incidência de *insider trading*. Por conseguinte, o conselho de administração foi responsável por 155 operações de *insider trading*, caracterizando-se 32,70% e a diretoria 93 operações, 19,62% das 474

operações detecadas com retorno anormal. Foram analisadas ainda 74 operações de outros *insiders*, que caracterizaram 11,12% do total de operações analisadas, ou seja, 665. Entretanto, destas, 52 operações indicaram retorno anormal positivo, representado 10,97% das 474 operações com incidências de retorno anormal.

Comparativamente é possível denotar que a proporcionalidade de operações analisadas (665) e as operações com retorno anormal positivo encontrado (474), em nenhum dos tipos de *insiders* analisados (controladores, diretores, conselheiros administrativos e/ou outros *insiders*) sofreu grandes alterações percentuais no comparativo.

Contudo, observa-se pelo Quadro 27, que ações vendidas pelos controladores apresentaram retornos anormais de -10,07% em 30 dias, -8,21% em 90 dias e -17,51% após 180 dias após a data de venda, o que sugere que o controlador precisa de retornos maiores para utilizar informações privilegiadas e auferir retornos anormais. Já as ações vendidas pelos *insiders* do conselho de administração apresentaram retorno anormal de -5,14% e -7,12% após 90 e 180 dias respectivamente, bem inferiores aos obtidos pelos controladores e próximos aos dos diretores. Os membros do conselho de administração parecem não conseguir realizar ganhos no curto prazo, talvez este grupo de *insider* tenham mais acesso à informações privilegiadas de médio e longo prazo. Em relação aos ganhos de curto prazo, parece que os executivos são os que têm maior oportunidade de auferirem ganhos com informações privilegiadas.

Porquanto que ações vendidas pelos diretores apresentaram retornos anormais de -6,60%, -8,27% e -6,93% após 30, 90 e 180 dias. Todavia, ações vendidas por outros *insiders* apresentaram retornos anormais de -3,15% após 30 dias, -5,96% após 90 dias e, por conseguinte -4,45% após 180 dias, conforme pode ser observado no Quadro 27.

Os diretores, apesar de terem realizados menos operações que os controladores, apresentaram um maior percentual de operações de ganho no curto prazo, enquanto os controladores obtiveram uma taxa de sucesso maior no longo prazo.

A destacar, que os resultados encontrados no período de 10 dias antes do evento, indica que não havia indícios de retorno anormal no momento da venda em nenhum dos grupos de *insiders* estudados.

Quadro 27 – Retorno anormal médio nas operações de vendas por *insiders*

Vendas					
Período	Operação	Controladores		Diretores	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+0,76%		+5,39%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	70	77,78%	60	81,08%
	Operações com perda	20	22,22%	14	18,92%
	Total	90	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	-10,07%***		-6,60%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	55	61,11%	50	67,57%
	Operações com perda	35	38,89%	24	32,43%
	Total	90	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	- 8,21%***		-8,27%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	59	65,56%	39	52,71%
	Operações com perda	31	34,44%	35	47,29%
	Total	90	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	-17,51%***		-6,93%**	
Período	Operação	Conselho de Adm.		Outros <i>Insiders</i>	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+0,27%		+2,22%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	58	65,91%	18	62,07%
	Operações com perda	30	34,09%	11	37,93%
	Total	88	100,0%	29	100,0%
	Retorno anormal médio	-0,73%		-3,15%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	61	69,32%	23	79,31%
	Operações com perda	27	30,68%	6	20,69%
	Total	88	100,0%	29	100,0%
	Retorno anormal médio	-5,14%***		-5,96%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	49	55,68%	17	58,62%
	Operações com perda	39	44,32%	12	41,38%
	Total	88	100,0%	29	100,0%
	Retorno anormal médio	-7,12%***		-4,45%*	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Já no que tange as operações de compras efetuadas pelos *insiders*, os resultados indicam, conforme Quadro 28, que controladores tiveram retornos anormais de +7,61%, +9,85% e +5,44% em 30, 90 e 180 dias no pós-evento, enquanto que *insiders* do conselho de administração tiveram retornos anormais de +2,43%, +5,67% e +11,94% após 30, 90 e 180 dias, respectivamente.

Por conseguinte, *insiders* diretores, também tiveram retornos anormais. Seus rendimentos após 30, 90 e 180 dias conforme Quadro 28 foram de +9,06%, +5,49% e +14,22% após a data da compra de ações.

Quadro 28 – Retorno anormal médio nas operações de compras por *insiders*

Período	Operação	Compras			
		Controladores		Diretores	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	-0,05%		-0,87%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	58	69,05%	17	89,47%
	Operações com perda	26	30,95%	2	10,53%
	Total	84	100,0%	19	100,0%
	Retorno anormal médio	+7,61%***		+9,06%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	63	75,00%	14	73,68%
	Operações com perda	21	25,00%	5	26,32%
	Total	84	100,0%	19	100,0%
	Retorno anormal médio	+9,85%***		+5,49%**	
180 dias após o evento	Operações com ganho	55	65,48%	14	73,68%
	Operações com perda	29	34,52%	5	26,32%
	Total	84	100,0%	19	100,0%
	Retorno anormal médio	+5,44%*		+14,22%**	
Período	Operação	Conselho de Adm.		Outros <i>Insiders</i>	
		n	%	N	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	-0,37%		+0,59%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	44	65,67%	14	60,87%
	Operações com perda	23	34,33%	9	39,13%
	Total	67	100,0%	23	100,0%
	Retorno anormal médio	+2,43%***		+3,73%**	
90 dias após o evento	Operações com ganho	53	79,10%	17	73,91%
	Operações com perda	24	20,90%	6	26,09%
	Total	67	100,0%	23	100,0%
	Retorno anormal médio	+5,67%***		+10,39%***	
180 dias após o evento	Operações com ganho	58	86,57%	21	91,30%
	Operações com perda	25	13,43%	2	8,70%
	Total	67	100,0%	23	100,0%
	Retorno anormal médio	+11,94%***		+18,51%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Já outros *insiders* obtiveram nas operações de compras os retornos extraordinários, respectivamente, de +3,73% em 30 dias, +10,39% em 90 dias e +18,51% após 180 dias em 23 transações efetuadas pelos *insiders*.

A destacar, que os resultados encontrados no período de 10 dias antes do evento, indica que não havia indícios de retorno anormal no momento da compra efetuada pelos controladores, diretores e conselheiros administrativos.

Assim como nas operações de venda, parece que as oportunidades de curto prazo são mais aproveitadas pelos diretores e as oportunidades de maior prazo, pelos demais *insider*.

4.7 RETORNO ANORMAL QUANTO AO TAMANHO DA EMPRESA

Para verificar a questão da assimetria informacional na relação com o tamanho da empresa foram investigados os retornos anormais no período de 10 dias anteriores a data da transação para constatar se houve vazamento de informações sobre fatos relevantes das companhias. Todavia para verificar a relação dos retornos dos *insiders* pós-evento, ou seja, achar o retorno anormal obtido após a divulgação das informações relevantes da empresa calculou-se os retornos anormais médios em 30, 90 e 180 dias.

Constata-se pelo Quadro 29 que os retornos anormais dos *insiders* pertencentes às grandes empresas tiveram retorno inferior aos *insiders* das empresas pequenas, o que sugere a propensão de normas mais eficazes e monitoramento mais perspicazes nas empresas de grande porte.

Quanto ao percentual de operações com ganhos percebe-se que este indicador reduziu-se ao longo do período nos dois grupos. Nas grandes empresas, passou de 75,76% em 30 dias e passou para 58,59% após 180 dias, enquanto que nas pequenas empresas regrediu de 71,55% para 51,72%.

Observa-se que após venda por *insiders* de empresas pequenas as ações apresentaram retornos anormais de -3,90%, -12,60% e -15,27%, respectivamente. Todavia, os retornos anormais das ações vendidas pelos *insiders* do grupo de empresas grandes foram de -3,50%, -4,91% e -5,43% em 30, 90 e 180 dias após a data do evento.

Quadro 29 – Retorno anormal médio das operações de vendas quanto ao tamanho da empresa

Vendas					
Período	Operação	Empresas Grandes		Empresas Pequenas	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	+ 1,37%		+3,35%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	75	75,76%	83	71,55%
	Operações com perda	24	24,24%	33	28,45%
	Total	99	100,0%	116	100,0%
	Retorno anormal médio	- 3,50% ***		-3,90% ***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	68	68,69%	81	69,83%
	Operações com perda	31	31,31%	36	30,17%
	Total	99	100,0%	116	100,0%
	Retorno anormal médio	- 4,91% ***		-12,60% ****	
180 dias após o evento	Operações com ganho	58	58,59%	60	51,72%
	Operações com perda	41	41,41%	56	48,28%
	Total	99	100,0%	116	100,0%
	Retorno anormal médio	- 5,43% ***		-15,27% ***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Já nas operações de compras é possível verificar que também os maiores rendimentos foram obtidos pelos *insiders* das empresas de pequeno porte. Verifica-se pelo Quadro 30, que *players* que compraram ações das empresas menores auferiram retornos de +5,68%, +8,17% e 15,32% em 30, 90 e 180 dias respectivamente. Ao passo que o retorno obtido no grupo de empresas de maior porte foi de +3,45%, +5,96% e +7,43%.

Esses resultados sugerem, assim como nas operações de vendas que *insiders* de empresas menores tem habilidade mais preditiva em relação às empresas maiores. A destacar também que em grandes empresas, há uma propensão maior para coibir *insider trading*.

Quadro 30 – Retorno anormal médio das operações de compras quanto ao tamanho da empresa

Compras					
Período	Operação	Empresas Grandes		Empresas Pequenas	
		n	%	n	%
10 dias antes do evento	Retorno anormal médio	-0,89%		+1,44%	
30 dias após o evento	Operações com ganho	46	63,01%	51	68,92%
	Operações com perda	27	36,99%	23	31,08%
	Total	73	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	+3,45%***		+5,68%***	
90 dias após o evento	Operações com ganho	55	75,34%	59	79,73%
	Operações com perda	18	24,66%	15	20,27%
	Total	73	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 5,96%***		+8,17%****	
180 dias após o evento	Operações com ganho	55	75,34%	59	79,73%
	Operações com perda	18	24,66%	15	20,27%
	Total	73	100,0%	74	100,0%
	Retorno anormal médio	+ 7,43%***		+15,32%***	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Ao contrário do verificado nas operações de vendas onde o percentual de operações com ganhos reduziu ao longo do período tanto no grupo de empresas de menor quanto de maior porte, constata-se pelo Quadro 30 que o percentual de ganhos aumentou nos dois grupos. A destacar o percentual de 75,34% e 79,73% obtido em 90 e 180 dias no grupo de empresas de maior e menor porte, respectivamente, ante os 63,01% e 68,92% obtidos 30 dias após as transações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Desde a divulgação da Lei 10.303/01 quando *insider trading* tornou-se crime no Brasil, o tema ressurgiu de maneira mais enfática e controversa no país. O debate quanto à prática de *insider trading* centra-se principalmente nas divergências e convergências da eficiência da regulação e fiscalização das leis.

Os oponentes a *insider trading* alegam que a legislação favorece interesses especiais em detrimento da eficiência. Por outro lado, há aqueles que argumentam que a eficiência e, por consequência, a proibição da prática aumenta o bem-estar social.

Nesse sentido, a regulação de *insider trading* poderia ser uma tentativa dos órgãos governamentais para corrigir uma falha de mercados ineficientes que os participantes do mercado estão relutantes ou incapazes de resolver. E que esta regulação deva ser reestruturada para que investidores possam, efetivamente, investir num sistema equitativo de informações.

Além do mais, a CVM tem como principal função no âmbito do mercado de valores mobiliários atender as necessidades de financiamento de médio e longo prazo das empresas, caracterizando-se como uma fonte de recursos capaz de financiar projetos de expansão ou de aperfeiçoamento tecnológico das empresas, oferecendo volume adequado de recursos a custos satisfatórios, através de instrumentos atraentes ao público, seja quanto ao retorno, prazo, liquidez e garantia.

Para tanto, espera-se a inexistência de *insider trading*. Ou seja, todos têm a mesma oportunidade de retorno. Nesse sentido, é importante identificar possíveis movimentos de *insiders traders*, bem como evidências de retornos anormais no mercado de capitais. Isso poderia ajudar os órgãos reguladores a serem mais efetivos na coibição desse tipo de operação.

Sendo assim, o presente estudo objetivou verificar se as operações realizadas por *insider trader* com ações da própria empresa auferem rentabilidade superior à média do mercado. Nesse sentido, a pesquisa teve como premissas para atender ao objetivo geral identificar evidências de *insider trading* no mercado brasileiro, buscando características inerentes ao comportamento dos *insiders traders*, bem como características de operações que sinalizem retornos anormais através de operações *insider trading*.

Na ânsia de atingir tais objetivos efetuou-se uma revisão de literatura inerente às questões até então publicadas, tais como a rentabilidade das operações de *insider trading*, teorias que sustentam a questão da assimetria informacional e mercado eficiente, além da legislação aplicada no Brasil e em alguns mercados financeiros dos principais países.

O método empírico foi realizado através de um estudo de eventos onde se investigou a rentabilidade dos *insiders* com operações de compra e venda de ações da própria empresa em relação ao mercado. Para tanto, foram consultados formulários das empresas com liquidez em bolsa superior a 1% que foram enviados mensalmente à CVM no período de janeiro de 2006 a dezembro de 2011 com informação sobre negociações de ações da própria empresa pelos seus *insiders*. Foram encontradas 281 operações de vendas e 193 operações de compras com incidência de *insider trading*.

As ações vendidas por *insiders* apresentaram retorno anormal médio de -3,73%, -7,03% e -10,12% após 30, 90 e 180 dias da data da venda, o que sugere que os *insiders* detinham alguma informação desconhecida do mercado e se anteciparam à futura queda vendendo suas ações. Nos 10 dias anteriores essas ações apresentaram retorno anormal de +1,97% o que mostra que não havia indícios de queda de preço das ações no momento em que o *insider* realizou suas vendas.

Já as operações de compras realizadas pelos *insiders traders* foram seguidas de alta das ações, o que sugere que a utilização de informações antecipadas em relação ao mercado para a realização de compras com retornos anormais positivos que foram respectivamente de +5,49%, +8,03% e +10,12%, após 30, 90 e 180 dias.

A destacar que os resultados tanto das operações de compras quanto de vendas evidenciaram rentabilidade anormal para os *insiders*, assim como já haviam demonstrado Lorie e Niederhoffer (1968), Jaffe (1974), Givoly e Palmon (1985), Seyhun (1986), Rozeff e Zaman (1988), Lin e Howe (1990), Lakoniski e Lee (2001), Del Brio, Miguel e Perote (2002) e, Jiang e Zaman (2007), entre outros.

Em seguida, foram efetuados vários procedimentos para avaliar a rentabilidade obtida pelos *insiders*, de acordo com algumas segmentações definidas essencialmente para atender aos objetivos da pesquisa.

Foram inferidos testes para verificar os possíveis retornos anormais auferidos pelos *insiders* quanto ao tipo de controle das empresas, origem do capital, setores de atividade, segmentos de governança corporativa, tipo de *insiders* e, quanto ao tamanho das empresas.

Os resultados encontrados sugerem a incidência de retornos anormais auferidos mediante o uso da informação privilegiada e, indicam que o *insider* antecipa-se ao mercado para efetuar as operações e obter vantagens financeiras.

A evidenciar os retornos obtidos quanto aos segmentos de governança corporativa que sugerem que houve efeitos positivos quanto a regulação da prática de *insider trading* no mercado de capitais, uma vez que os retornos anormais mais expressivos foram obtidos pelas

empresas do mercado tradicional. No entanto, os resultados apontam que, mesmo assim, foram encontrados indicativos de operações realizadas por *insiders* de companhias dos segmentos de governança que se utilizaram da informação antecipada para obter vantagens pessoais. Estes resultados também foram encontrados por Rochmann e Eid Junior (2006) que também descobriram indícios de *insider trading* nas empresas com governança corporativa.

Os *insiders* também foram segmentados conforme sua atuação na empresa. Para tanto, foram caracterizados em controladores, diretores, conselhos administrativos e outros *insiders*. Os resultados indicam que diretores e controladores obtêm os maiores retornos na venda de ações da própria companhia, sendo que os resultados sugerem que diretores obtêm retornos expressivos nas operações de curto prazo. Essas descobertas sinalizam também para os achados de Friederich *et al.* (2002), que também encontraram resultados consistentes dos diretores envolvidos em operações de curto prazo. Já as operações de compra apontaram que outros *insiders*, ou seja, pessoas ligadas a alta administração auferiram retornos anormais mais expressivos em relação a controladores, diretores, ou conselheiros administrativos, principalmente no longo prazo o que sugere que estes *insiders* tem mais dificuldades para o acesso imediato da informação.

Também foram investigados os rendimentos quanto ao tamanho das empresas. Constatou-se que *insiders* de empresas menores auferem retornos anormais mais expressivos tanto nas operações de compras quanto nas operações de vendas. A concepção desses resultados corrobora os achados de Seyhun (1986), Etebari, Tourani-Rad e Gilbert (2004) e Wu Zhu (2011) que descobriram também que a habilidade preditiva dos *insiders* é mais forte em empresas menores e, por conseguinte sua rentabilidade é maior nas empresas de menor porte.

Portanto, a partir dos resultados apresentados nesta pesquisa fica caracterizada a existência de *insider trading* no mercado de capitais. Isso significa que *insiders traders* estão operando no mercado acionário e obtendo retornos anormais positivos, beneficiando-se da informação privilegiada de fatos relevantes que deveriam ser comunicadas a CVM e que as próprias companhias deveriam intervir e impedir a atuação desses *players* até o momento da divulgação da notícia ao mercado para que houvesse equidade nas informações.

As atuações desses *insiders* interferem negativamente no mercado de capitais, aumentando o custo de captação do mercado acionário e, por conseguinte deixando de ser atrativo para as empresas e *outsiders*. Ou seja, esses *players* estão competindo sem igualdade de informações num mercado onde inicialmente todos deveriam ter a mesma oportunidade de retornos.

Além do mais, quanto a HME de Fama, as descobertas sugerem que o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira eficiente. Ou seja, pela teoria, mesmo utilizando-se de dados históricos como sinalizador de preços futuros, ou das informações públicas ou privadas que se ajustam rapidamente ao mercado, ainda assim, os investidores não obteriam retorno anormal, considerando a HME. Como foram achados retornos anormais médios nas operações realizadas pelos *insiders*, os resultados sugerem que o mercado não se comportou em nenhum dos três níveis de eficiência de mercado. Estes achados coincidem com os resultados encontrados por Camargos e Barbosa (2006) que através de um estudo de eventos baseado nos anúncios de fusões e aquisições de firmas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, investigaram o mercado de capitais brasileiro para detectar evidências da forma de eficiência informacional semiforte e demonstraram através do cálculo dos retornos anormais, que apesar dos avanços, informacionalmente o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira eficiente.

Sendo assim, qual a garantia de que o mercado de valores mobiliários está contribuindo para o desenvolvimento econômico do país? Será que essa fonte de captação de recursos das empresas via mercado acionário para atender as necessidades de financiamento à médio e longo prazo contribui efetivamente com custos satisfatórios mediante a presença das operações de *insider trading*? E como garantir que *outsiders* competem em igualdade de informações com *insiders* que operam com ações da própria companhia para obter retornos via mercado acionário?

Diante desses questionamentos torna-se relevante que esta é uma área de pesquisa aberta para futuros estudiosos. Sugere-se, portanto, que pesquisas futuras devam tentar identificar, além da natureza das transações, questionarem a eficácia da regulamentação *insider trading*. E que esta regulação deva ser reestruturada para que investidores possam, efetivamente, investir num sistema equitativo de informações, uma vez que a maioria das pesquisas até o momento realizadas que enfatizam as teorias sobre *insider trading* continua salientando a importância do papel que a informação desempenha no mercado de capital.

Fica evidente pelos resultados obtidos que o debate sobre *insider trading* é pertinente e relevante e deve ser pauta integrante de um conjunto de reformas e ações fundamentais para regulamentar a eficiência do mercado eficiência nacional para torná-lo mais transparente e atrativo aos *outsiders*.

Para tanto, é necessário que os órgãos governamentais atuem de forma mais eficaz na regulação das informações que comprometem a negociação de ações no mercado de capitais, aumentando a fiscalização junto a CVM e elevando as penalidades instauradas a partir do

juízo de processos por parte do MPF para minimizar a prática de *insider trading* no país e, por conseguinte, aumentar a eficiência no mercado de capitais brasileiro.

Nesse sentido, cabe destacar que desde dezembro de 2011 a CVM através da implantação de um *software* adquirido na Itália aumentou o monitoramento através de um sistema de filtro, onde são vistoriadas, em tempo real, às negociações de ações, debêntures e derivativos na BM&FBOVESPA.

Batizado de Eagle, o *software* vai permitir analisar aproximadamente um milhão de transações diárias, onde não serão filtrados somente os pacotes de títulos públicos, cujo monitoramento é de responsabilidade do Banco Central do Brasil. Os dados coletados pelo Eagle serão armazenados e a partir de então serão efetuados cruzamentos de informações para verificar movimentações atípicas no mercado financeiro. Além do mais, com a utilização do *software* será possível verificar e filtrar notícias, relatórios de análises e outros documentos que influenciam a movimentação de preços no mercado acionário.

A implantação desse software, bem como o convênio recentemente firmado entre a CVM e o MPF serão ferramentas fundamentais para aumentar o monitoramento e as punições a administradores e acionistas para coibir *insider trading* no país, e conseqüentemente reduzir o custo de captação das empresas.

Outra maneira de coibir a atuação do *insider trading* no mercado é buscar reduzir o tempo entre a descoberta do fato relevante pelo *insider* e explanação da notícia ao mercado, ou seja, sugere-se que as informações sejam disponibilizadas diariamente ao mercado com transparência e assim sendo, aumentar a equidade dessas informações entre todos os participantes de mercado, pois a implantação do *software* poderia contribuir para isso. Ou seja, tratar a questão de *insider trading* como uma ramificação da Teoria da Sinalização, uma vez que assim sendo, quando aplicada ao mercado de capitais, esta teoria, poderia ser utilizada para sinalizar algo ao mercado, reduzindo, por conseguinte, a assimetria informacional.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL Anup; JAFFE, Jeffrey. *Does Section 16b deter trading by target managers?* *Journal of Financial Economics*, v. 39, p. 295-319, 1995.

_____; COOPER, Tommy. *Insider Trading Before Accounting Scandals*. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929413 >. Acesso em: 04 ago. 2012.

ALLEN, Steven; RAMANAN, Ramachandran. *Insider Trading, Earnings Changes, and Stock Prices*. *Management Science*, v. 41, n. 4, p. 653-668, 1995.

AUSUBEL, Lawrence. *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*. *The American Economic Review*, v. 80, n. 5, p. 1022-1041, 1990. Disponível em <

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2006759?uid=3737664&uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21100656230546>. Acesso em: 11 out. 2011.

BAESEL, Jerome; STEIN, Garry. *The Value of Information: Inferences from the Profitability of Insider Trading*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 553-571, 1979.

BAILEY, Warren; KAROLY, Andrew; SALVA Carolina. *The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings*. *Journal of Financial Economics*, v. 81, p. 175-213, 2006.

BAINBRIDGE, Stephen. *Insider trading*. *Encyclopedia of Law and Economics III*, (Edward Elgar Publishing, Cheltenham, U.K.), 2000.

BAJO, Emanuele; PETRACCI, Bárbara. *Do what insiders do: Abnormal performances after the release of insiders' relevant transactions*, *Studies in Economics and Finance*, v. 23, p. 94-118, 2006.

BALL, Ray; BROWN, Philip. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p.159-178, 1968.

BARNES Peter. *Stock Market efficiency, insider dealing and market abuse*. Londres: British Library, 2009.

BEBCHUK, Lucian; FERSHTMAN, Chaim. *The Effect of Insider Trading on Insiders' Reaction to Opportunities to 'Waste' Corporate Value*. John M. Olin Center for Law, *Economics and Business Working Paper 76*, Harvard La School, 1990.

_____; FRIED, Jesse. Executive compensation as na agency problem. **Law and Economics Workshop**, Berkeley Program in Law and Economics, UC Berkeley, 2003. Disponível em: < <http://escholarship.org/ucitem/4fc8q4f8> >. Acesso em: 12 jul. 2012.

BENY, Laura; *A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading*, *Working paper, Harvard Law School*, 1999.

_____. *The political economy of Insider Trading legislation and enforcement: international evidence*. **The Center for Law, Economics, and Business**, 2002.

_____. *Testimony of on unlawful insider trading before judiciary committee, University of Michigan Law School*, 2006.

_____. ANAND, Anita. *Why Do Firms Adopt Insider Trading Policies? Evidence From Canadian Firms. University of Michigan Legal Working Paper*, 2007. Disponível em: <<http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=2121>>. Acesso em: 12 dez. 2011.

BERLE, Adolph; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Properties*. Macmillan, 1932.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 183-196, abr./maio/jun. 2006.

BETZER, André; THEISSEN, Erik. *Insider trading and corporate governance: The case of Germany, European Financial Management Forthcoming*, v. 15, n. 2, p. 402-429, 2009.

BETTIS, J. Carr; COLES, Jeffrey; LEMMON Michael. *Corporate policies restricting trading by insiders, Journal of Financial Economics*, v. 57, p. 191-220, 2000.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. *The World Price of Insider Trading. Journal of Finance*, v.57, n.1, p.75-108, 2002.

BHATTACHARYA, Sudipto; NICODANO Giovanna. *Insider Trading, Investment, and Liquidity: A Welfare Analysis, Journal of Finance*, v. 56, p.1141-1156, 2001.

BHIDE, Amar. *The Hidden costs of stock market liquidity. Journal of Financial Economics*, v. 34, p. 31-51, 1993.

BINDER, John. *The event study methodology since 1969. Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 11, p. 111-137, 1998.

BOVESPA. **Níveis de Governança da BOVESPA**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 13 fev. 2012

BRASIL. **Lei 4728/65**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/Port/lei4728.pdf>>. Acesso em: 11 jan. 2012.

BRASIL. **Lei nº 6.385/76**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 13 fev. 2012.

BRASIL. **Lei nº 6.404/76**. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 13 fev. 2012.

BRASIL. **Lei nº 10.303/2001**. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303>. Acesso em: 13 fev. 2012.

BRAU, James; LAMBSON Val; McQUEEN, Grant. *Lockups Revisited. Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 40, n. 3, p. 519-530, 2005.

BRAV, Alon; GOMPERS, Paul. *The role of lockups in initial public offerings. The Review of Financial Studies*, v. 16, n. 1, p. 1-29, 2003.

BRENNER, Steffen. *On the irrelevance of insider trading for managerial compensation. European Economic Review, In Press, Corrected Proof*, 2010.

BROCHET, Francois. *Forthcoming, Information content of insider trades: before and after the sarbanes-oxley act, Accounting Review*, 2008. Disponível em: <
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1014065>. Acesso em: 18 out. 2011.

BROWN, Stephen; WARNER, Jerold. *Measuring security price performance. Journal of Financial Economics, Amsterdam: North Holland*, v. 8, n. 3, 1980.

BUSHMAN, Robert; PIOTROSKI, Joseph; SMITH, Abbie. *Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms. The Journal of Finance*, v. 60, n.1, p. 35-66, 2005.

CALDEIRA, Luciano Marques; CAMARGO JÚNIOR, Alceu Salles; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara. A Eficiência de Mercado na América Latina: Um Estudo da Hipótese de Caminho Aleatório no Brasil, México, Peru e Argentina. Disponível em: <
http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos52005/208.pdf>. Acesso em: 06 jan. 2013.

CAMARGOS, Marcos Antônio.; BARBOSA, Francisco Vidal. Estudo de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de pesquisa em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, jul./set. 2003.

_____. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *RAUSP. Revista de Administração*, v. 41, n.1, p. 67-83, 2006.

_____. ROMERO, Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise empírica da prática de *insider trading* em fusões e aquisições recentes na economia brasileira. In: XXVII Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 9 a 11 de outubro de 2007, Foz do Iguaçu, *Anais...* Foz do Iguaçu: 2007.

_____. COUTINHO, Eduardo Senra. A teoria da firma e a fundamentação teoria para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC – Eletrônica*, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 273-295, Mai-Ago. 2008.

CAMPBELL, John; LO, Andrew; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets. New Jersey: Princeton University Press*, 1997.

CAO, Charles; FIELD; Laura Casares; HANKA, Gordon. *Does insider trading impair market liquidity? Evidence from IPO lockup expirations. Journal of Financial and Quantitative and Analysis*, v. 39, n. 1, p. 25-46, 2004.

CARLTON, Dennis; FISCHER, Daniel. *The regulation of insider trading. Stanford Law Review*, v. 35, p. 857-895, 1983.

CARPENTER Jennifer; REMMERS Bárbara. *Executive Stock Option Exercises and Inside Information. Journal of Bussines*, v. 74, p. 513-534, 2001.

CASEY, Quiao; TOURANI-RAD, Alireza; *Are Directors Deals Dodgy? Some New Zealand Evidence. University of Waikato*, 2001.

CASTRO, Cláudio Moura. *A Prática da Pesquisa*. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1977.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Científica**. 4. ed. São Paulo: Makron Books do Brasil, 1996.

CHAKRAVARTY, Sugato; McCONNELL, John. *An Analysis of Prices, Bid/Ask Spreads, and Bid and Ask Depths Surrounding Ivan Boesky's Illegal Trading in Carnation's Stock*. **Journal Financial Management**, v. 26, p. 18-34, 1997.

_____. *Does Insider Trading Really Move Stock Prices?* **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 34, p. 191-209, 1999.

CHENG, Qiang; LO, Kin. *Insider trading and voluntary disclosures*. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 5, p. 815-848, 2006.

CHENG, Shijun; NAGAR, Venky; RAJAN, Madhav. *Insider Trades and Private Information: The Special Case of Delayed-Disclosure Trades*, **Review of Financial Studies**, v. 20, p. 1833-1864, 2007.

CHEUK, M.Y; FAN, D.K.; SO, R.W. *Insider Trading in Hong Kong: Some Stylized facts*. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 14, p. 73-90, 2006.

CHING, Ken; FIRTH, Michael; RUI, Oliver. *The Information Content of Insider Trading Around Seasoned Equity Offerings*. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 14, n. 1, p. 91-117, 2006.

CHO, Jay; SHAUB, Michael. *The Consequences of Insider Trading and the Role of Academic Research*, **Business and Professional Ethics Journal**, v. 10, 1991.

CHUNG, Kee; CHAROENWONG, Charlie. *Insider Trading and Bid-Ask Spread*, **The Financial Review**, v. 33, p. 1-20, 1998.

_____; ELDER, John; KIM, Jang-Chul. *Corporate Governance and Liquidity*, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, forthcoming, v. 45, p. 265-291, 2009.

CLACHER, Iain; HILLIER, David; LHAOPACHAN, Sunthare. *Corporate Insider Trading A Literature Review*. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 38, n. 143, p. 373-397, jul-set, 2009.

CLARKE, Jonathan; DUNBAR, Craig; KAHLE, Kathleen. *Long-run performance and insider trading in completed and cancelled seasoned equity offering*. **Journal of Financial and Quantitative and Analysis**, v. 36, n. 4, p. 415-430, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS. **Insider**. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp>. Acesso em 20 jan. 2012.

_____. **Instrução nº 121/90 da CVM**. Disponível em: <
www.fiscolex.com.br/doc_309154_INSTRUCAO_NORMATIVA>. Acesso em: 13 jan. 2012.

_____. **Instrução nº 358 de 2002 da CVM**. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OF_CIRC_CVM_SGE_2002_01.asp>. Acesso em: 20 jan. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 384/2003**. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst384.htm>.
Acesso em: 14 jan. 2012.

_____. **História do Mercado de Capitais**. Disponível em:
<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx> >. Acesso em: 12 jan. 2012.

_____. **Cadernos CVM**. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1%28new%29.asp>>. Acesso em: 23 Jul. 2012.

_____. **Instrução Normativa 358**. Deveres e Responsabilidades. Disponível em : <
<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\inst\inst358.htm> >. Acesso em:
15 out. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível em:< <http://www.cvm.gov.br> >. Acesso em: 23/07/2012.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira; MARTINS, Eliseu. Retornos anormais, *big bath* e performance operacional anormal de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006. In.: Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Contabilidade, II, 2008, Salvador/BA. **Anais...** Salvador: ANPCONT, 2008.

DARROUGH, Masako; RANGAN, Isrinivasan. *Do Insider Manipulate Earnings When They Sell Their Shares in an Initial Public Offering?* **Journal of Accounting Research**, v. 43, n.1, p. 1-33, 2005.

DEGRYSE, Hans; JONG, Frank De; LEFEBVRE, Jérémie. *An empirical analysis of legal insider trading in the Netherlands*, 2009. Disponível em: <
<http://en.scientificcommons.org/59150154>> Acesso em: 13 nov. 2011.

DEL BRIO, Esther; MIGUEL, Alberto; PEROTE Javier. *An invesgation of insider trading profits in the spain stocket market*. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 42, n.1, p. 73-94, 2002.

_____. *Dividends and Markets Signilling: An Analysis of Corporate Insider Trading*. **European Financial Management**, v. 16, n.3 p. 480-497, 2008.

DEMSETZ, Harold. *Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return*. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 313-16, 1986.

DOFFOU, Ako. *Insider Trading: A Review of Theory and Empirical Work*. **Journal of Accounting and Finance Research**, v. 11, n. 1, 2003.

DOLGOPOLOV, Stanislav. *Insider Trading, Informed Trading, and Market Making: Liquidity of Securities Markets in the Zero-Sum Game*, **William & Mary Business Law Review**, *Forthcoming*, 2011.

DOLLEY, James. *Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups*. **Harvard Business Review**, v. 11, p. 316-26, 1933.

DYE, Ronald. *Insider Trading and Incentives*, *Journal of Business*, v. 57, p. 295-313, 1984.

DUBEUX, Julio Ramalho. Registro na CVM não Garante o Sucesso do Investimento: Precedente Judicial no “Caso Boi Gordo”, 2009. Disponível em: < http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Juridico/Entrevistas_artigos/ >. Acesso em: 27 de mai. 2011.

EASTERBROOK, Frank. *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*. *Supreme Court Review*. p. 3-24, 1981.

_____. *Insider Trading as an Agency Problem*. In *Principals and Agents: The Structure of Business*. John W. Pratt and Richard J. Zeckhauser, eds. Boston: Harvard Business School Press. p. 81-99, 1985.

ECKBO, B. Espen; SMITH, David. *The conditional performance of insider trades*. *Journal of Finance*, v.53, n.2, p.467-498, 1998.

ELLIOT, John; MORSE, Dale; RICHARDSON, Gordon. *The Association Between Insider Trading and Information Announcements*. *Rand Journal of Economics*, v. 15, n.4, p. 521-536, 1984.

ETEBARI, Ahmad; TOURANI-RAD, Alireza; GILBERT, Aaron. *Disclosure Regulation and the Profitability of Insider Trading: Evidence from New Zealand*. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 12, p. 479-502, 2004.

FAMA, Eugene; FISHER Lawrence; JENSEN Michael; ROLL, Richard. *The adjustment of stock prices to new information*. *International Economic Review*, v. 10, n. 1, p. 1-22, 1969.

_____. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y, p. 383-417, 1970.

FERREIRA, Roberto do Nascimento. Responsabilidade social, governança corporativa e valor das empresas. *Revista de Administração da UFLA*, v. 6, jan./jun. 2004.

FIDRMUC, Jana; GOERGEN Marc; RENNEBOOG, Luc. *Insider trading, news releases and ownership concentration*, *The Journal of Finance*, v. 61, p. 2931–2974, 2006.

_____; KORCZAK, Adriana; KORCZAK, Piotr. *Insider Trading and corporate governance: International evidence*, *Working Paper*, 2009.

FINNERTY, Joseph. *Insiders’ Activity and Inside Information: a Multivariate analysis*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v, 11, p. 205-216, 1976.

FOSTER, F. Douglas; VISWANATHAN, S. *Variations in Trading Volume, Return Volatility, and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models*. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 1, 1993.

FRIEDERICH, Sylvain; GREGORY, Alan; MATAKO, John; TONSK Ian. *Short-run returns around the trades of corporate insiders on the London Stock Exchange*. *European Financial Management*, v. 8, n. 1, p. 7-30, 2002.

FRIJNS, Bart; GILBERT Aaron; TOURANI-RAD, Alireza. *Elements of Effective Insider Trading Regulation: A Comparative Analysis*. **Journal Financial Economic**, 49 p. 2007.

_____. *Insider Trading, Regulation and the Components of the Bid-Ask Spread*. **Journal of Financial Research**, v. 31, p. 225-246, 2008.

FULLER, Kathleen. *The impact of informed trading on dividend signalling: a theoretical and empirical examination*. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 4, p. 385-407, 2003.

GALENO, Marcela Monteiro; ROGERS, Pablo; PEREIRA, Marco Antônio; FIORATTI, Cícero Augusto Piramo. A influência dos formadores de mercado nos retornos de ações negociadas na BOVESPA: um estudo de evento. In: XIII SEMEAD – Seminários em Administração, 2010, **Anais...** São Paulo: XIII SEMEAD, 2010.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIVOLY, Dan; PALMON, Dan. *Insider Trading and the exploitation of inside information: Some empirical evidence*. **Journal of Business**, v. 58, p. 69-87, 1985.

GOMBOLA, Michael; Hei Way, LEE; LIU, Feng-Ying. *Evidence of Selling by Managers After Seasoned Equity Offering Announcements*. **Financial Management**, v. 26, n. 3, p. 37-53, 1997.

GOSNELL, Thomas; KEOWN, Arthur; PINKERTON, John. *Bankruptcy and insider trading: differences between exchange-listed and OTC firms*. **The Journal of Finance**, v. 47, p. 349-362, 1992.

GU, Feng; LI, John Q. *The credibility of voluntary disclosure and insider stock transactions*. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 4, p. 771-810, 2007.

GUPTA, Atul; MISRA, Lalatendu. Public information and pre-announcement trading in takeover stocks. **Journal of Economics and Business**, v. 41, n. 3, p. 225-233, 1989.

HAIR JR, Joseph F.; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMOUEL, Phillip. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARLOW Van; HOWE, John. *Leveraged buyouts and Insider Nontrading*. **Financial Management**, v. 22, n.1, p. 109-118, 1993.

HARTMANN, Joerg. **Insider Trading. An economic and economic and legal problem**. Disponível em: < <http://www.gonzagajil.org/pdf/volume1/Hartmann/Hartmann.pdf>. >. Acesso em: 27 Jul. 2012, 1997.

HAUSER, Shmuel; KRAIZBERG, Elli; DAHAN, Ruth. *Price behaviour and insider trading around seasoned equity offerings: the case of majority-owned firms*. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 2, p. 183-199, 2003.

HEE, Joon Ahn; JANGKOO, Kang; RYU, Doojin. Informet trading in the index option market: The case of KOSPI 200 options. **Journal of Futures Markets**, v. 28, n. 12, p. 1118–1146, 2008.

HILLIER David; MARSHALL Andrew. *The market evaluation of information in directors trades. Journal of Business Finance & Accounting*, v.29, p. 77-110, 2002.

HIRSCHEY, Mark; ZAIMA, Janis. *Insider Trading, Ownership Structure, and the Market Assessment of Corporate Sell-Offs. The Journal of Finance*, v. 44, n. 4, p. 971-980, 1989.

_____; SLOVIN, Myron; ZAIMA, Janis. *Bank Debt, Insider Trading, and the returns corporate selloffs. Journal of Banking & Finance*, v. 14, n. 1, p. 85-98, 1990.

HUDDART, Steven; HUGHES, John; LEVINE, Carolyn. *Public Disclosure and Dissimulation of Insider Trades. Econometrica*, v. 69, n. 3, p. 665-681, 2001.

_____; KE, Bin; SHI, Charles. *Jeopardy, non-public information, and insider trading around SEC 10-K and 10-Q filings. Journal of Accounting and Economics*, v. 43, n. 1, p.3-36, 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da Contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

JABBOUR, Alain; JALIVAND, Abolhassan; SWITZER, Jeannette. Pre-bid price run-ups and insider trading activity: Evidence from Canadian acquisitions. **Elsevier**, v. 9, n. 1, p. 21-43, 2000.

JAFFE, Jeffrey. *Special information and insider trading, Journal of Business*, v. 47, p. 410-428, 1974.

JAGGI, Bikki; TSUI, Judy. *Insider Trading Earnings Management and Corporate Governance: Empirical Evidence Based on Hong Kong Firms. Journal of International Financial, Management & Accounting*, v. 18, n. 3, p. 192-212, 2007.

JENG, Leslie; METRICK Andrew; ZECKHAUSER Richard. *The Profits to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective, Working Paper, Harvard University, 1999.*

JENSEN, Michael.; MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, 1976.

JOHN, Kose; NARAYANAN, Ranga. *Market manipulation on the rolen of Insider Trading regulation. The Journal of the Business*, v. 70, n. 2, p. 217-247, Apr. 2003.

JIANG Xiaoquan; ZAMAN, Mir. *Aggregate Insider Trading and the Predictability of Market Returns: Contrarian Strategy or Managerial Timing?* 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970987> . Acesso em: 16 set. 2011.

_____; LANG, Larry. *Insider Trading Around Dividend Announcements: Theory and Evidence. Journal of Finance*, v. 46, p. 1361-1390, 1991.

KAHLE, Kathleen. *Insider trading and the long-run performance of new security issues. Journal of Corporate Finance*, v. 6, n. 1, p. 25-53, 2000.

KARPOFF, Jonathan; LEE, Daniel. *Insider Trading Before New Issue Announcements. Financial Management*, v. 20, p. 18-26, 1991.

KHANNA, Naveen; SLEZAK, Steve; BRADLEY, Margaret. *Insider Trading, Outside Research, and Resource Allocation, Why Firms and Society May Disagree on Insider Trading Restrictions*. *Review of Financial Studies*, v. 7, p. 575–608, 1994.

KEOWN, Arthur; PINKERTON, John. *Merger Announcement and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation*, *Journal of Finance*, v, 36, n. 4, p. 855-867, 1981.

KING, Mervyn; ROELL, Ailsa; KAY, John; WYPLOSZ, Charles. *Insider Trading*. *Economic Policy*, v.3, n. 6, p.163-193, 1988.

KNEWTSON, Heather. *CEOs, CFOs, and COOs: Why Are Certain Insiders' Trades More Informative?* *Department of Finance and Law*, 2011. Disponível em: <
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1800202. Acesso em: 10 set. 2011.

KYLE, Albert. *Continuous auctions and insider trading*, *Econometrica*, v. 53, p. 1315-1335, 1985.

LAKONISHOK, Josef; LEE Inmoo; *Are insider trades informative?* *The Review of Financial Studies*, v. 14, p. 79-111, 2001.

LANZANA, Ana. *Relação entre o Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras*. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – *Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade*, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LEE, D. Scott; MIKKELSON, Wayne; PARTCH, M. Megan. *Managers' Trading Around Stock repurchases*. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 5, p. 1947-1961, 1992.

LEE, Inmoo. *Do firms knowingly sell overvalued equity?* *The Journal of Finance*, v. 2, p.1439-1466, 1997.

LELAND, Hayne. *Insider Trading: Should It Be Prohibited?* *Journal of Political Economy*, v. 100, n. 4, p. 859-887, 1992.

LIN, Jin Chai; HOWE, John. *Insider trading in the OTC market*. *Journal of Finance*, v.55, n.4, p.1273-1284, 1990.

LODERER, Cláudio; SHEEHAN, Dennis. *Corporate Bankruptcy and Managers Self-Serving Behavior*. *The Journal of Finance*, v. 44, p. 1059-1075, 1989.

LORIE, James; NIEDERHOFFER, Victor. *Predictive and statistical properties of insider trading*. *Journal of Law and Economics*, v.11, 35-53, 1968.

LUSTGARTEN, Steven; MANDE, Vivek. *Financial analysts earnings forecasts and insider trading*. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 14, p. 233-261, 1995.

MACEDO, Fabricio de Queiroz; MELLO, Gilmar Ribeiro; TAVARES, Francisco. *Adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado*. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2006.

MACEY, Jonathan; HADDOCK, David. *A Coasian Model of Insider Trading*. **Faculty Scholarship Series**. Paper 1774, 1997. Disponível em: <
http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1774>. Acesso em: 18 Jan. 2012.

MACKINLAY, A.Craig. *Event Studies in Economics and Finance*. **Journal of Economic Literature**, v. 35, p. 13-39, 1997.

MADISON, Tom; ROTH, Greg; SAPOROSCHENKO, Andy. *Bank Mergers and Insider Nontrading*. **The Financial Review**, v. 39, n. 2, p. 203-229, 2004.

MALACRIDA, Mara Jana Contrera. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **Revista de Informação Contábil**, v.2. n.1, p. 1-18, 2008.

MANNE, Geoffrey. *Insider Trading and the Stock Market*. New York: **The Free Press**, 1966.

MANOVE, Michael. *The Harm from Insider Trading and Informed Speculation*. **QJ.E.** v. 104, p. 823-46, 1989.

MAPURUNGA, Patrícia Vasconcelos Rocha; PONTE, Vera Maria Rodrigues; COELHO, Antônio Carlos Dias; MENESES, Anelise Florencio. Determinantes do nível de *disclosure* de instrumentos derivativos em firmas brasileiras. *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, São Paulo, v. 22, p. 263-278, 2011.

MARCONI, Marina Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MAUG, Ernst. *Insider Trading Legislation and Corporate Governance*, **European Economic Review**, v. 46, p. 1569-1597, 2002.

MEDEIROS, João Bosco. **Redação Científica: a prática de fichamentos, resumos e resenhas**. São Paulo: Atlas, 2010.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro; MATSUMOTO, Alberto Shiguero. Emissões públicas de ações, volatilidade e *insider information* na BOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 25-36, 2006.

MEULBROEK, Lisa. *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 5, p. 1661-1699, 1992.

_____: HART, Carolyn. *The effect of illegal trading on takeover premia*. **European Finance Review**, v. 1, p. 51-80, 1997.

NETO, José Luís de Castro; RODRIGUES, Clarete de Itoz; CASSEMIRO, Eliane; SILVA, Gilton Paulo da; A implantação da ética nas empresas através da lei Sarbanes-Oxley. **In.: XXVI ENEGEP**, Fortaleza, Out. 2006.

NETTER, Jeffrey; MITCHELL, Mark. *Stock Repurchase Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash*. **Financial Management**, v. 18, n. 3, p. 84-96, 1989.

NUNN, Kenneth; MADDEN, Gerald; GOMBOLA, Michael. *Are some insiders more impeded than others?* **Journal of Portfolio Management**, v.9, p.18-22, 1983.

OLIVEIRA, Marcelle Colares; RIBEIRO, Maisa de Souza; SAMPAIO, Marcia Suely Alves; CARVALHO, Fernanda Abreu. Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de Governança Corporativa na Transparência das Informações Evidenciadas por Empresas Brasileiras do Setor de Papel e Celulose, 2004. Disponível em: < http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/an_resumo.asp?cod_trabalho=178>. Acesso em: 27 Mai. 2012.

PARK, Sechoul; JANG, H. Jonathan; LOEB, Martin. *Insider trading activity surrounding annual earnings announcements*. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 22, n. 4, p. 587-614, 1995.

PENMAN, Stephen. *Insider Trading and the Dissemination of Firms Forecast Information*. **Journal of Business**, v, 55, p. 479-504, 1982.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; NESS JR., Walter Lee. A reação do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, v. 24, 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis/SC: Anpad, set. 2000. p. 1-15.

PETTIT Richardson; MA, Yulong; HE, Jia. *Do Corporate Insider Circumvent Insider Trading Regulations? The Case of Stock Repurchases*. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 7, n. 1, p. 81-96, 2006.

PIOTROSKI, Joseph; ROULSTONE, Darren. *Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realization?* **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p.55-81, 2005.

POPE, Peter; MORRIS, R. Curtis; PEEL, David. *Insider trading: some evidence on market efficiency and director's share dealings in great britain*. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.17, n.3, p. 359-380, 1990.

PRATT, See.; DeVERE, C.W. *Relationship between insider trading and rates of return for NYSE common stocks: 1960-1966*. **Modern Developments in Investment Management**, , (2nd ed), Lorie R. Brealey, ed., Dryden Press, Hinsdale, Illinois, p. 259-270, 1978.

PRESTES, Cristine. VALOR ECONÔMICO. O crime não compensa. Eu & Investimentos. **Valor Econômico**, São Paulo, p. D1, 22 dez. 2011.

PRODANOV, Cléber Cristiano; FREITAS, Ernani César. **Metodologia do Trabalho Científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. Novo Hamburgo: Feevale, 2009.

RADD, Elias; WU, Hong. *Insider Trading Effects on Stock Returns around Open-Market Stock Repurchase Announcements: An Empirical Study*. **Journal of Financial Research**, v, 18, n. 1 p. 45-57. 1995.

RAVINA, Enrichetta; SAPIENZA, Paola. *Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading*. **Oxford Journals, Economics & Social Sciences**, v. 23, p. 962-1003, 2008.

REVISTA EXAME. **CVM multa advogado por inside trading no caso Gol/Varig**. Rio de Janeiro, 07 Jun. 2011. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/cvm-multa-advogado-por-insider-no-caso-gol-varig-2> > Acesso em: 11 mar. 2012.

ROCHA, André. Controle definido ou pulverizado? O que é melhor para o minoritário? **Valor Econômico**, São Paulo, 30 nov. 2011. Disponível em : < <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1118274/controle-definido-ou-pulverizado-o-que-e-melhor-para-o-minorita#ixzz2EDUIM7Qx> > Acesso em: 04 dez. 2012.

ROCHMAN, Ricardo Ratner; EID JUNIOR, William. *Insiders* conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de *insiders* das empresas de governança corporativa diferenciada na BOVESPA. In: ENANPAD, Salvador. **Anais...** Salvador: 2006.

RODDENBERRY, Stephanie; BACON, Frank. *Insider trading and market efficiency*, **Journal of Finance and Accountancy**, v. 8, 2011.

RODRIGUES, Ana Tércia Lopes. Governança Corporativa: Quando a transparência passa a ser uma exigência global. In.: **IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul**, Gramado, 2003.

ROGERS, Jonathan. *Disclosure Quality and Management Trading Incentives*. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1294904> >. Acesso em: 27 Mai. 2012.

ROZEFF, Michael; ZAMAN, Mir. *Market efficiency and insider trading: new evidence*. **Journal of Business**, v.6, n.1, p.25-44, 1988.

SARLO NETO, Alfredo; TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel; LOSS, Lenita. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 37, p. 46-58, 2005.

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

_____. *The January Effect and Aggregate Insider Trading*. **Journal of Finance**, v. 43, p. 129-141, 1998.

_____; BRADLEY, Michael. *Corporate Bankruptcy and Insider Trading*. **Journal of Business**, v. 70, n. 2, 2007.

_____. *Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms*. **Journal of Law**, v. 4, p. 369-407, 2008.

SILVA, Solange Maria; PEREIRA, Anísio Candido; RODRIGUEZ, Gregório Mancebo; PENHA, José Carlos; GIACOMAZI, Luiz Cezar; MARCOLINO, Osmir. A governança corporativa como instrumento para inibição de fraudes nas empresas. In.: **XXXIX Assembleia Anual Del Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración (CLADEA)**, 2004, Puerto Plata, CLADEA, 2004.

SIVAKUMAR, Kumar; WAYMIRE, Gregory. *Insider trading following material news events: Evidence form earnings*. **Journal Financial Management**, p. 23-32, 1994.

SOARES, Rodrigo Oliveira. Estrutura de Capital em Empresas com Controle Definido: um Estudo no Ambiente Brasileiro, 2005 159 f. Tese (Doutorado em Administração) – *Escola de Administração*, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

_____; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação e Administração, XXVI, **Anais...** Salvador: ANPAD, set. 2002. 14p.

TRAPANI, Teresa. *The Relationship Between CEO Compensation and CEO Trading Profits*. Ph. D. Dissertation, *The University of Kansas*, 1990.

UDPA, Satish. *Insider trading and the information content of earnings*. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 23, n. 8, p. 1069-1095, 1996.

VELASQUEZ, Manuel. **Business ethics: concepts and cases**. 5. ed. Prentice Hall, 2002.

VIEIRA, Kelmara Mendes; PROCIANY, Jairo Laser. Reação do mercado a stock splits e *stock dividends*: um estudo de evento e um teste para a hipótese de liquidez. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 22, 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu/PR: ANPAD, set. 1998, p.1-14.

WU, Yanhui; ZHU, Qiaoqiao. When is *Insider Trading Informative*. **24th Australasian Finance and Banking Conference, 2011**. Disponível em: <
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1917132>. Acesso em: 13 de out. 2011.

ZANI, Thobias Bassotto; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita; ZANI, João. Governança corporativa e conflito de agência: estudo de caso sobre a utilização de derivativos cambiais por cinco grandes empresas. In.: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, v. 34, 2010. **Anais...** Rio de Janeiro/RJ: ANPAD, 2010.

APÊNDICE A – EMPRESAS COMPONENTES DA AMOSTRA

ABC Brasil	Ferbasa	OGX
América Latina	Fibria	OHL Brasil
Alpargatas	Gafisa	Pão de Açúcar
Ambev	Gerdau	Panamericano
Amil	Gerdau Metalúrgica	Paranapanema
B2W Varejo	Gol	PDG
Bicbanco	GPC Participações	Pine
BR Brokers	Grendene	Porto Seguro
BR Malls Participações	Guararapes	Randon
Bradesco	Helbor	Siderúrgica Nacional
Bradespar	Hypermarcas	SLC
Banco do Brasil	Iguatemi	Souza Cruz
Brasil Telecom	Iochepe- Maxion	Sul América
Brasil Foods	Itau SA	Suzano Papel
Brookfield	ItauUnibanco	Tam
Camargo Corrêa	Klabin	Tecnisa
CCR	Le Lis Blanc	Telebrás
Cetip	Light	Telefônica
Cia Hering	LLX	Telemar
Cielo	localiza	Telemar N/L
Confab	Lojas Americanas	Tempo Participações
Contax	Lojas Marisa	Tim
Copasa	Lojas Renner	Totvs
Copel	M.Dias Branco	Tractebel
Cosan	Magnesita	Trans. Paulista
CPFL Energia	Marcopolo	Ultrapar
Cyrela Realty	Marfrig	Unipar
Direcional	Metal Iguaçu	Uol
Drogasil	Mills	Usiminas
Dufry	MMX	V-Agro
Ecorodovias	MPX Energia	Vale
Embraer	MRV Engenharia	Valefert
Equatorial	Multiplan	Valid
Estácio	Multiplus	Viver
Eternit	Mundial	Weg
Even	Natura	
Eztec	Odontoprev	

APÊNDICE B – RETORNO ANORMAL DAS 665 OPERAÇÕES ANALISADAS

Análise	Operação	Tipo	Insider	CAR 1M	CAR 3 M	CAR 6 M	Datas
1	venda	on	controlador	-0,109874537	-0,06718	-0,35354	14/02/2011
2	compra	on	controlador	0,068449184	0,224046	0,360748	14/12/2006
3	compra	on	Cons. Adm.	-0,218441607	-0,28471	-0,16116	20/08/2009
4	compra	on	Cons. Adm.	-0,099826422	-0,06162	0,281881	21/09/2009
5	compra	pn	Cons. Adm.	0,162711102	0,393028	0,473477	07/10/2009
6	compra	on	Cons. Adm.	-0,05841552	0,068167	0,089848	06/07/2006
7	compra	on	Cons. Adm.	0,080989116	0,354306	0,459292	03/10/2006
8	venda	pn	Cons. Adm.	-0,109530648	-0,02106	0,059077	04/10/2006
9	compra	on	Cons. Adm.	0,002759216	0,094736	0,228376	17/11/2006
10	venda	pn	C.A. Diret.	0,01024409	0,06498	0,164753	17/11/2006
11	compra	on	Diretoria	0,115955279	0,189464	0,005785	15/05/2007
12	compra	on	controlador	0,005590275	0,186132	0,230707	26/06/2007
13	venda	on	controlador	-0,032730045	0,021975	0,103926	23/11/2010
14	compra	on	controlador	-0,143053094	-0,22026	-0,14583	13/03/2008
15	compra	on	controlador	0,1718168910	-0,22047	-0,17849	19/03/2008
16	compra	on	controlador	0,084181942	-0,02165	-0,3901	20/06/2008
17	compra	on	controlador	0,123445289	-0,00151	-0,39585	26/06/2008
18	compra	on	controlador	0,126502893	-0,01842	-0,38857	02/07/2008
19	compra	on	controlador	0,126502893	-0,01842	-0,38857	03/07/2008
20	compra	on	controlador	0,126502893	-0,01842	-0,38857	04/07/2008
21	compra	on	controlador	-0,330685832	-0,41926	-0,36699	17/09/2008
22	compra	on	controlador	0,095693283	0,088329	-0,00621	30/08/2010
23	compra	on	controlador	-0,002668881	0,115491	0,057592	26/06/2011
24	compra	on	controlador	-0,002668881	0,115491	0,057592	30/06/2011
25	compra	on	controlador	0,110374098	0,082588	0,054633	15/07/2011
26	venda	on	controlador	-0,002059549	-0,04144	-0,06165	01/09/2011
27	compra	on	controlador	-0,037026576	-0,09725	-0,05	05/09/2011
28	venda	on	controlador	-0,005511347	-0,06806	-0,01588	19/09/2011
29	venda	on	controlador	-0,005511347	-0,06806	-0,01588	20/09/2011
30	venda	on	controlador	-0,005511347	-0,06806	-0,01588	22/09/2011
31	compra	on	controlador	0,033096775	-0,00717	-0,09453	14/10/2011
32	compra	on	controlador	0,033096775	-0,00717	-0,09453	18/10/2011
33	compra	on	controlador	-0,033289092	-0,04159	-0,01795	07/12/2010
34	compra	on	controlador	0,001865955	0,011511	0,014435	14/12/2010
35	compra	on	controlador	0,009544129	-0,01633	0,02247	22/12/2010
36	compra	on	controlador	0,021752958	-0,0016	0,042823	20/01/2011
37	compra	on	controlador	-0,014974526	0,021009	0,135197	22/02/2011
38	venda	on	controlador	0,074479814	0,066758	0,13676	12/04/2011
39	venda	on	controlador	-0,015377482	0,074228	0,115099	02/05/2011
40	compra	on	controlador	0,017478504	0,126798	0,121258	16/05/2011
41	compra	pn	controlador	0,082282606	-0,05216	-0,93076	22/04/2008
42	compra	pn	controlador	0,082282606	-0,05216	-0,93076	23/04/2008
43	compra	pn	controlador	-0,089983018	-0,0131	-0,17035	13/09/2011

44	compra	pn	controlador	-0,089983018	-0,0131	-0,17035	15/09/2011
45	compra	pn	controlador	-0,089983018	-0,0131	-0,17035	16/09/2011
46	compra	pn	controlador	-0,04306106	0,019958	-0,08985	19/09/2011
47	compra	pn	controlador	-0,04306106	0,019958	-0,08985	22/09/2011
48	compra	pn	controlador	-0,04306106	0,019958	-0,08985	23/09/2011
49	compra	pn	controlador	0,520665216	0,423482	0,895612	08/12/2008
50	compra	pn	controlador	0,520665216	0,423482	0,895612	09/12/2008
51	compra	pn	controlador	-0,049658126	0,012684	0,157158	15/04/2010
52	compra	pn	controlador	-0,1079	0,005563	0,142252	20/04/2010
53	compra	pn	controlador	-0,012147099	0,073014	0,173121	19/05/2010
54	compra	pn	controlador	-0,012147099	0,073014	0,173121	20/05/2010
55	compra	pn	controlador	0,016367248	0,174802	0,21203	27/05/2010
56	compra	pn	controlador	-0,050783871	-0,1537	-0,20766	10/12/2010
57	compra	pn	controlador	-0,017099371	-0,03619	-0,15472	01/02/2011
58	compra	pn	controlador	-0,017099371	-0,03619	-0,15472	03/02/2011
59	compra	pn	controlador	-0,072381877	-0,05336	-0,21253	06/06/2011
60	vendas	on	controlador	0,103719705	0,101625	0,069276	04/10/2010
61	vendas	on	controlador	-0,072837262	0,105326	0,035629	02/02/2011
62	venda	on	Maior. Ac.	-0,089118128	-0,0644	-0,07998	30/10/2007
63	compra	on	Maior. Ac.	0,019399476	-0,01803	0,020211	13/12/2007
64	venda	on	Maior. Ac.	-0,110617118	0,071587	0,197126	04/06/2008
65	compra	on	Maior. Ac.	-0,004323408	0,010685	0,001933	21/07/2009
66	compra	on	Maior. Ac.	-0,004323408	0,010685	0,001933	22/07/2009
67	compra	on	Maior. Ac.	-0,004323408	0,010685	0,001933	23/07/2009
68	compra	on	Detentores	-0,059730618	-0,20769	-0,37633	23/10/2007
69	venda	on	Detentores	0,042388217	-0,06148	0,076044	01/04/2009
70	venda	on	Detentores	0,206242085	0,249157	0,285429	01/07/2009
71	venda	on	Detentores	0,022641512	-0,05378	0,130535	20/01/2010
72	venda	on	Detentores	0,058901494	0,152239	0,166095	15/07/2010
73	venda	on	Detentores	0,031939593	0,171242	0,113933	30/07/2010
74	venda	on	Detentores	0,083398739	0,074269	0,137863	01/10/2010
75	venda	on	controlador	-0,061407298	0,017397	0,032771	29/11/2007
76	venda	pn	controlador	0,021671196	-0,14146	-0,01106	29/11/2007
77	venda	pn	cons. Fiscal	-0,072666179	-0,15769	-0,12448	22/07/2008
78	compra	pn	controlador	0,03862963	0,072016	0,135278	09/06/2011
79	compra	on	controlador	0,011023751	0,015133	0,078722	09/06/2011
80	compra	on	controlador	-0,025989216	-0,04796	-0,10617	19/10/2007
81	venda	on	controlador	-0,025989216	-0,04796	-0,10617	19/10/2007
82	venda	pn	controlador	-0,002918367	-0,04388	-0,14231	04/04/2008
83	compra	on	controlador	-0,114522099	-0,13242	-0,19779	30/06/2008
84	compra	on	controlador	-0,069461094	-0,01557	0,108441	27/01/2011
85	compra	on	controlador	0,020030037	0,180277	0,046464	20/10/2009
86	venda	on	Diretoria	0,020030037	0,180277	0,046464	20/10/2009
87	venda	on	Diretoria	0,020030037	0,180277	0,046464	20/10/2009
88	venda	on	Diretoria	0,020030037	0,180277	0,046464	20/10/2009
89	venda	on	Diretoria	0,020030037	0,180277	0,046464	20/10/2009

90	venda	on	controlador	0,020030037	0,180277	0,046464	20/10/2009
91	venda	on	controlador	-0,027143046	-0,07271	0,018324	18/10/2010
92	venda	on	cons. Adm.	-0,027143046	-0,07271	0,018324	18/10/2010
93	compra	on	controlador	0,119109835	0,014734	-1,01855	30/04/2008
94	compra	on	controlador	-0,134979444	-0,74942	-0,84456	13/08/2008
95	compra	on	controlador	-0,157948706	-0,70289	-0,75532	24/08/2008
96	venda	on	controlador	-0,177991534	-0,28293	-0,36404	20/10/2008
97	venda	on	controlador	0,13911856	-0,00217	-0,76293	02/05/2008
98	venda	on	controlador	0,030676453	-0,20183	-0,84108	08/05/2008
99	compra	on	controlador	0,013282497	-0,27476	-0,88876	13/05/2008
100	compra	on	controlador	-0,125352632	-0,42947	-0,98367	19/05/2008
101	compra	on	controlador	-0,068647401	-0,39536	-0,93944	02/06/2008
102	compra	on	controlador	-0,068647401	-0,39536	-0,93944	03/06/2008
103	compra	on	controlador	-0,068647401	-0,39536	-0,93944	04/06/2008
104	compra	on	controlador	-0,120325922	-0,37593	-1,03542	09/06/2008
105	compra	on	controlador	-0,120325922	-0,37593	-1,03542	12/06/2008
106	compra	on	controlador	-0,089053779	-0,4333	-1,01731	17/06/2008
107	compra	on	controlador	-0,089053779	-0,4333	-1,01731	19/06/2008
108	compra	on	controlador	-0,146068397	-0,78626	-0,926	07/07/2008
109	compra	on	controlador	-0,146068397	-0,78626	-0,926	08/07/2008
110	venda	on	cons. Adm.	-0,015515972	0,090784	0,317274	03/03/2008
111	venda	on	cons. Adm.	-0,015515972	0,090784	0,317274	04/03/2008
112	venda	on	cons. Adm.	-0,015515972	0,090784	0,317274	05/03/2008
113	venda	on	cons. Adm.	0,065379356	0,136996	0,17538	01/04/2008
114	venda	on	cons. Adm.	0,065379356	0,136996	0,17538	02/04/2008
115	compra	on	controlador	-0,007198171	0,007111	0,016031	10/02/2010
116	venda	on	Diretoria	-0,049081727	0,059432	0,067211	11/02/2011
117	venda	on	Diretoria	-0,049081727	0,059432	0,067211	14/02/2011
118	venda	on	Diretoria	-0,049081727	0,059432	0,067211	16/02/2011
119	venda	on	Diretoria	-0,05531491	0,011823	0,079081	22/02/2011
120	venda	on	Diretoria	-0,05531491	0,011823	0,079081	25/02/2011
121	venda	on	cons. Adm.	0,011880018	-0,0481	0,019229	31/03/2011
122	venda	on	Diretoria	0,002355964	0,004378	0,000885	18/07/2011
123	venda	on	Diretoria	0,002355964	0,004378	0,000885	19/07/2011
124	venda	on	Diretoria	0,002355964	0,004378	0,000885	21/07/2011
125	venda	on	Diretoria	0,021089951	0,169496	0,143106	02/12/2011
126	venda	on	Diretoria	0,021089951	0,169496	0,143106	05/12/2011
127	venda	pn	cons. Adm.	-0,276429288	-0,18946	-0,22166	30/10/2008
128	venda	pn	cons. Adm.	0,062968266	0,148057	0,192323	09/12/2008
129	venda	pn	cons. Adm.	0,062968266	0,148057	0,192323	10/12/2008
130	venda	pn	cons. Adm.	0,062968266	0,148057	0,192323	11/12/2008
131	venda	pn	cons. Adm.	0,050781248	0,167228	0,220691	16/12/2008
132	venda	pn	cons. Adm.	0,050781248	0,167228	0,220691	18/12/2008
133	venda	pn	cons. Adm.	-0,066388428	-0,05247	-0,17458	03/11/2009
134	venda	pn	cons. Adm.	-0,066388428	-0,05247	-0,17458	04/11/2009
135	venda	pn	cons. Adm.	-0,066388428	-0,05247	-0,17458	05/11/2009

136	compra	pn	cons. Adm.	0,255439867	0,168296	0,235688	08/08/2011
137	compra	on	Diretoria	0,096171161	0,099214	0,322183	08/03/2010
138	compra	on	Diretoria	0,096171161	0,099214	0,322183	08/03/2010
139	compra	on	Diretoria	0,096171161	0,099214	0,322183	08/03/2010
140	compra	on	Diretoria	0,040210538	0,028899	0,256533	15/03/2010
141	venda	on	Diretoria	0,106320565	0,193895	0,140811	22/06/2010
142	venda	on	Diretoria	0,009217635	-0,1447	-0,12474	30/11/2010
143	venda	on	controlador	-0,019018319	-0,17855	-0,10824	27/11/2007
144	venda	pn	cons. Adm.	0,041926018	-0,00541	0,071638	13/12/2006
145	venda	pn	cons. Adm.	0,048157863	-0,02867	0,113988	19/12/2006
146	venda	on	controlador	-0,13391908	-0,37158	-0,39576	11/07/2006
147	venda	on	controlador	0,110276714	0,019153	-0,28316	07/12/2006
148	venda	on	controlador	0,110276714	0,019153	-0,28316	07/12/2006
149	venda	on	controlador	0,110276714	0,019153	-0,28316	08/12/2006
150	venda	on	controlador	-0,144649196	-0,19281	-0,63949	27/12/2006
151	compra	on	O. Téc. C.	-0,01416941	-0,0704	-0,09944	01/09/2006
152	venda	on	Diretoria	-0,042238186	-0,05949	0,046022	07/12/2006
153	venda	on	O. Téc. C.	-0,033346028	-0,06898	0,055923	11/12/2006
154	venda	on	Diretoria	-0,066094456	-0,02113	0,102728	13/12/2006
155	venda	on	O. Téc. C.	-0,054646286	-0,01992	0,121687	21/12/2006
156	venda	on	O. Téc. C.	-0,064553957	-0,01453	0,149034	02/01/2007
157	compra	on	Diretoria	0,045679496	-0,00208	-0,01831	28/05/2007
158	venda	on	controlador	-0,018706933	0,02953	0,090399	18/09/2007
159	venda	on	controlador	-0,018706933	0,02953	0,090399	19/09/2007
160	venda	on	controlador	-0,018706933	0,02953	0,090399	25/09/2007
161	venda	on	controlador	0,074797339	-0,01223	0,01857	29/10/2007
162	venda	on	controlador	-0,197911146	-0,03689	-0,28173	03/12/2007
163	venda	on	controlador	-0,04774605	-0,17354	-0,10411	27/02/2008
164	venda	on	controlador	-0,074858731	0,113667	-0,40672	30/05/2008
165	venda	on	controlador	-0,005302705	-0,09322	-0,36794	30/07/2008
166	venda	on	controlador	-0,014254348	-0,06931	-0,1695	19/10/2010
167	venda	on	controlador	-0,014254348	-0,06931	-0,1695	23/10/2010
168	venda	on	controlador	-0,119369946	-0,15939	-0,39408	04/10/2010
169	venda	on	controlador	-0,119369946	-0,15939	-0,39408	05/10/2010
170	venda	on	controlador	-0,119369946	-0,15939	-0,39408	06/10/2010
171	venda	on	controlador	-0,143009443	-0,18467	-0,31044	13/10/2010
172	venda	on	controlador	-0,041707507	0,041694	0,021998	14/02/2011
173	venda	on	cons. Adm.	-0,081790797	-0,08926	0,035888	06/04/2011
174	venda	on	cons. Adm.	-0,06308745	-0,082	0,046938	14/04/2011
175	venda	on	Comitê Exec.	0,13016659	0,079127	0,108162	18/11/2010
176	venda	on	Comitê Exec.	0,004509778	-0,11894	-0,0289	03/12/2010
177	venda	on	Comitê Exec.	-0,078855138	-0,09799	-0,03549	03/01/2011
178	compra	on	cons. Adm.	-0,05367157	-0,03565	-0,04641	15/02/2011
179	compra	on	cons. Adm.	-0,05367157	-0,03565	-0,04641	16/02/2011
180	compra	on	cons. Adm.	-0,05367157	-0,03565	-0,04641	18/02/2011
181	compra	on	cons. Adm.	-0,05367157	-0,03565	-0,04641	21/02/2011

182	venda	on	Comitê Exec.	0,051030624	-0,10785	-0,01292	03/06/2011
183	venda	on	Diretoria	-0,082189003	-0,02632	0,063747	18/11/2010
184	venda	on	Diretoria	-0,038026692	-0,05503	0,041767	17/05/2011
185	compra	on	Diretoria	-0,038026692	-0,05503	0,041767	17/05/2011
186	venda	on	Diretoria	0,038745883	-0,02129	0,027391	01/09/2011
187	venda	on	Diretoria	0,038745883	-0,02129	0,027391	01/09/2011
188	venda	on	Diretoria	0,064236321	0,036636	0,248964	29/11/2011
189	venda	on	Diretoria	-0,064754232	0,134781	0,239624	20/12/2011
190	venda	on	Diretoria	-0,022513337	-0,0737	0,014119	13/10/2006
191	venda	on	Diretoria	0,224497329	0,17431	0,212971	22/08/2011
192	venda	on	Diretoria	-0,04288846	0,053641	0,063833	12/12/2006
193	venda	on	Diretoria	-0,007949315	-0,05922	-0,05438	06/06/2007
194	venda	on	Diretoria	-0,007949315	-0,05922	-0,05438	12/06/2007
195	venda	on	Diretoria	-0,119152616	-0,14856	-0,12206	15/06/2007
196	venda	on	Diretoria	-0,119152616	-0,14856	-0,12206	18/06/2007
197	compra	on	cons. Adm.	-0,085751565	-0,09048	-0,22138	23/10/2007
198	venda	on	Diretoria	-0,163155985	-0,19222	-0,08201	23/09/2009
199	compra	on	cons. Adm.	0,077908091	0,154687	0,217525	24/06/2010
200	venda	on	cons. Adm.	-0,015622062	0,035874	0,24189	06/08/2010
201	compra	on	cons. Adm.	0,005818298	-0,17612	-0,07636	06/06/2011
202	Venda	on	cons. Adm.	-0,043988142	0,152965	0,166084	17/03/2009
203	Venda	on	cons. Adm.	0,006389942	-0,13918	0,018093	12/01/2010
204	Venda	on	cons. Adm.	0,049514531	-0,03382	0,012215	26/01/2010
205	Venda	on	cons. Adm.	-0,124834345	-0,07066	-0,0445	16/08/2010
206	Venda	on	cons. Adm.	0,121476915	0,106139	0,130666	27/09/2010
207	Venda	on	cons. Adm.	0,121476915	0,106139	0,130666	28/09/2010
208	venda	on	controlador	0,173068974	0,182793	0,065793	01/10/2011
209	compra	on	cons. Adm.	0,230111253	0,37214	0,612009	23/11/2006
210	venda	on	Diretoria	0,023864704	0,153923	0,120571	21/10/2009
211	compra	on	cons. Adm.	-0,033737621	0,03241	0,138304	10/03/2010
212	compra	on	cons. Adm.	-0,033737621	0,03241	0,138304	11/03/2010
213	compra	on	cons. Adm.	-0,033737621	0,03241	0,138304	17/03/2010
214	compra	on	cons. Adm.	0,076727067	0,110154	0,172607	23/04/2010
215	compra	on	cons. Adm.	0,027330178	0,113121	0,223556	19/05/2010
216	compra	on	cons. Adm.	0,029623364	0,059399	0,276019	22/06/2010
217	compra	on	cons. Adm.	0,029623364	0,059399	0,276019	24/06/2010
218	compra	on	cons. Adm.	-0,039992688	0,0763	0,256702	28/06/2010
219	compra	on	cons. Adm.	-0,039992688	0,0763	0,256702	28/06/2010
220	compra	on	cons. Adm.	-0,039992688	0,0763	0,256702	29/06/2010
221	venda	on	Diretoria	-0,039992688	0,0763	0,256702	28/06/2010
222	compra	on	cons. Adm.	0,050498661	0,035802	-0,06677	13/12/2010
223	compra	on	cons. Adm.	-0,000334519	-0,02076	-0,14736	18/01/2011
224	venda	on	Diretoria	-0,012983343	-0,02939	-0,02001	12/05/2011
225	venda	on	cons. Adm.	-0,020656533	-0,02292	0,077484	29/06/2011
226	venda	on	cons. Adm.	-0,020656533	-0,02292	0,077484	30/06/2011
227	compra	on	cons. Adm.	-0,002417019	0,207874	0,20948	12/02/2007

228	compra	on	cons. Adm.	-0,077947331	-0,22435	-0,47714	20/07/2007
229	compra	on	cons. Adm.	-0,074548636	-0,23899	-0,37414	14/08/2007
230	compra	on	cons. Adm.	0,039815322	0,261131	0,195163	11/06/2008
231	venda	on	Diretoria	0,146912731	0,061658	0,19662	10/07/2008
232	compra	on	cons. Adm.	-0,128381281	0,026824	0,132429	03/10/2008
233	compra	on	cons. Adm.	0,06224881	0,091765	0,243833	26/11/2008
234	compra	on	cons. Adm.	0,06224881	0,091765	0,243833	27/11/2008
235	venda	on	Diretoria	0,014859006	0,020514	0,117144	02/06/2009
236	compra	on	controlador	0,00012317	-0,3749	-0,14184	19/12/2008
237	compra	on	controlador	0,19508491	-0,29824	-0,28716	08/02/2008
238	venda	on	controlador	-0,133975535	-0,04554	0,056106	22/08/2011
239	venda	on	controlador	-0,114210061	0,020726	0,051596	01/09/2011
240	venda	on	controlador	0,039292816	0,115911	0,331201	04/10/2011
241	compra	on	controlador	-0,160944851	-0,28323	-0,55533	14/05/2008
242	compra	on	controlador	-0,105401296	-0,25499	-0,37133	14/08/2008
243	compra	on	controlador	-0,004990982	-0,03773	0,164602	15/01/2010
244	venda	on	controlador	0,15218475	0,127167	0,237866	19/04/2011
245	venda	on	controlador	0,044894078	0,063587	0,033297	13/05/2011
246	venda	on	controlador	0,044894078	0,063587	0,033297	17/05/2011
247	venda	on	controlador	-0,048173272	0,012361	0,052045	06/06/2011
248	venda	on	controlador	-0,048173272	0,012361	0,052045	07/06/2011
249	venda	on	controlador	-0,048173272	0,012361	0,052045	09/06/2011
250	venda	on	controlador	-0,048173272	0,012361	0,052045	13/06/2011
251	venda	on	controlador	-0,102359248	-0,1278	0,050643	20/06/2011
252	venda	on	controlador	-0,053321551	-0,00416	0,093236	04/07/2011
253	compra	pn	Acionistas	0,269632793	0,711176	0,313134	02/04/2008
254	venda	pn	Diretoria	0,307400313	0,268341	-0,20983	16/05/2008
255	venda	pn	Diretoria	-0,071217275	-0,30407	-0,72526	09/06/2008
256	venda	pn	cons. Adm.	-0,020396837	-0,38947	-0,67102	02/07/2008
257	compra	pn	cons. Adm.	0,026103378	-0,4369	-0,69653	17/07/2008
258	compra	pn	cons. Adm.	0,026103378	-0,4369	-0,69653	18/07/2008
259	venda	pn	cons. Adm.	0,026103378	-0,4369	-0,69653	18/07/2008
260	venda	pn	cons. Adm.	-0,419875635	-0,61215	-0,9234	10/09/2008
261	compra	pn	Diretoria	-0,156316114	-0,35052	-0,45397	15/09/2008
262	venda	on	controlador	0,001843271	0,129271	0,183154	05/01/2010
263	venda	on	controlador	0,001843271	0,129271	0,183154	06/01/2010
264	venda	on	controlador	-0,014460832	0,100364	0,228167	19/01/2010
265	venda	on	controlador	0,035568904	0,093939	0,193948	01/02/2010
266	venda	on	controlador	0,048737378	0,040302	0,136246	01/03/2010
267	venda	on	controlador	0,048737378	0,040302	0,136246	02/03/2010
268	venda	on	controlador	0,048737378	0,040302	0,136246	03/03/2010
269	venda	on	controlador	0,048737378	0,040302	0,136246	04/03/2010
270	venda	on	controlador	0,048737378	0,040302	0,136246	05/03/2010
271	venda	on	controlador	0,040757989	0,015274	0,115359	11/03/2010
272	venda	on	controlador	0,040757989	0,015274	0,115359	12/03/2010
273	venda	on	Diretoria	0,066234306	0,090455	-0,12679	05/09/2006

274	venda	on	controlador	-0,094362272	-0,18492	-0,23613	27/10/2010
275	venda	on	controlador	-0,074564188	0,100423	-0,22941	27/05/2011
276	venda	on	Diretoria	-0,040342924	-0,15274	-0,46822	16/10/2006
277	venda	on	cons. Adm.	-0,065456362	-0,0363	-0,13986	06/05/2008
278	venda	on	cons. Adm.	-0,078535321	0,000263	-0,37678	12/05/2008
279	venda	on	cons. Adm.	-0,078535321	0,000263	-0,37678	19/05/2008
280	venda	on	cons. Adm.	-0,154491938	0,048444	-0,45373	30/05/2008
281	venda	on	Diretoria	-0,117797568	-0,25183	-0,25524	21/08/2009
282	venda	on	Diretoria	-0,01159773	-0,01985	-0,07372	15/12/2009
283	compra	on	Diretoria	-0,024938551	-0,10115	-0,10058	18/12/2009
284	compra	on	Diretoria	-0,024938551	-0,10115	-0,10058	21/12/2009
285	venda	on	Diretoria	0,036042716	-0,04211	-0,18179	18/08/2010
286	venda	on	cons. Adm.	0,00464328	-0,14063	-0,21108	01/10/2010
287	venda	on	cons. Adm.	0,00464328	-0,14063	-0,21108	04/10/2010
288	compra	pn	Clube Invest.	0,027297264	0,068643	0,385299	04/12/2007
289	venda	pn	Clube Invest.	0,070781164	0,097414	0,212112	16/12/2011
290	venda	pn	Clube Invest.	-0,027922938	-0,12114	-0,26876	14/11/2008
291	venda	pn	Clube Invest.	-0,134690095	-0,27502	-0,18399	15/01/2009
292	venda	pn	cons. Adm.	0,089183793	0,15171	-0,11152	17/11/2010
293	venda	pn	Clube Invest.	-0,082657181	-0,15658	-0,08432	21/03/2011
294	venda	pn	Clube Invest.	-0,071003112	-0,12502	-0,09109	18/04/2011
295	venda	pn	Clube Invest.	0,108110942	0,020067	0,095128	01/09/2011
296	venda	pn	Clube Invest.	0,003196096	-0,02971	0,071745	14/09/2011
297	venda	pn	Clube Invest.	0,003196096	-0,02971	0,071745	15/09/2011
298	venda	pn	controlador	-0,064203448	0,004882	0,129247	11/11/2011
299	compra	pn	Clube Invest.	-0,043893234	0,010122	0,189125	16/10/2007
300	compra	pn	controlador	0,034824901	0,115584	-0,18325	17/10/2008
301	compra	pn	Clube Invest.	-0,011094006	-0,02798	-0,02035	04/12/2009
302	compra	pn	Clube Invest.	0,000248241	0,001376	0,13069	14/09/2011
303	compra	on	Clube Invest.	0,021952385	-0,00765	0,118655	14/09/2011
304	compra	pn	Acionistas	0,077373062	-0,2104	-0,30257	18/05/2007
305	compra	on	Diretoria	0,135805012	0,184339	0,486609	22/05/2007
306	compra	on	Diretoria	0,496196926	0,305496	0,448462	18/06/2007
307	venda	on	Diretoria	-0,270895153	-0,01347	-0,08835	12/07/2007
308	venda	on	Diretoria	-0,270895153	-0,01347	-0,08835	13/07/2007
309	compra	on	Diretoria	-0,353894999	-0,01673	-0,1647	20/07/2007
310	compra	on	Diretoria	-0,345831901	-0,1035	-0,49646	29/07/2011
311	venda	pn	controlador	-0,016248291	-0,02998	-0,19449	17/11/2007
312	venda	pn	controlador	-0,016248291	-0,02998	-0,19449	17/11/2007
313	compra	on	cons. Adm.	-0,013369691	-0,12544	-0,09814	22/11/2007
314	compra	on	Diretoria	0,066546611	-0,07307	-0,05935	03/12/2007
315	compra	on	Diretoria	0,066546611	-0,07307	-0,05935	03/12/2007
316	compra	pn	Diretoria	-0,10241558	-0,28254	-0,2572	17/12/2007
317	compra	pn	Diretoria	-0,001915775	-0,02302	-0,29069	01/04/2008
318	compra	on	Diretoria	0,131031246	-0,25845	-0,78931	10/04/2008
319	compra	pn	Diretoria	-0,268442742	-0,63638	-0,81154	24/06/2008

320	compra	on	cons. Adm.	-0,067516288	-0,50757	-0,33599	02/09/2008
321	compra	on	cons. Adm.	-0,178608387	-0,46049	-0,33012	08/09/2008
322	compra	on	Diretoria	-0,178608387	-0,46049	-0,33012	09/09/2008
323	compra	on	Diretoria	-0,178608387	-0,46049	-0,33012	11/09/2008
324	venda	pn	cons. Adm.	0,05969089	0,193338	0,351855	14/06/2010
325	compra	on	cons. Adm.	0,030566576	8,49E-05	0,093781	12/03/2010
326	venda	on	cons. Adm.	0,103794282	0,305413	0,446885	02/06/2010
327	venda	on	cons. Adm.	0,103794282	0,305413	0,446885	03/06/2010
328	venda	on	cons. Adm.	0,102751171	0,362265	0,452779	10/06/2010
329	venda	on	cons. Adm.	0,102751171	0,362265	0,452779	15/06/2010
330	venda	on	cons. Adm.	0,000162783	-0,06721	0,200469	13/12/2010
331	venda	on	cons. Adm.	0,000162783	-0,06721	0,200469	13/12/2010
332	compra	on	cons. Adm.	0,023547848	-0,02839	0,183102	22/12/2010
333	compra	on	Pos. Detida	0,023547848	-0,02839	0,183102	22/12/2010
334	compra	on	cons. Adm.	0,034586951	0,080674	0,142762	27/07/2011
335	compra	on	cons. Adm.	0,034586951	0,080674	0,142762	27/07/2011
336	compra	on	cons. Adm.	0,034586951	0,080674	0,142762	28/07/2011
337	compra	on	cons. Adm.	0,034586951	0,080674	0,142762	28/07/2011
338	Venda	on	Pos. Detida	-0,052732013	-0,01918	0,012999	28/01/2008
339	venda	on	Pos. Detida	0,031810457	0,1554	0,588644	18/01/2010
340	compra	on	Pos. Detida	0,031810457	0,1554	0,588644	18/01/2010
341	venda	on	Pos. Detida	0,152547836	0,434851	0,423007	28/06/2010
342	venda	on	Diretoria	-0,062528872	-0,06915	0,085928	14/11/2011
343	venda	on	G. Contr.	-0,148710149	-0,45063	-0,44869	15/07/2009
344	compra	on	controlador	-0,01197433	0,003464	0,154964	07/10/2011
345	venda	on	controlador	-0,344040847	-1,14056	-0,96815	12/08/2008
346	venda	on	controlador	-0,058120255	0,013386	0,166458	14/01/2010
347	venda	on	controlador	-0,07443347	0,115495	0,402296	06/04/2010
348	venda	on	controlador	-0,042735668	0,137298	0,468478	12/04/2010
349	compra	pn	controlador	-0,02177484	0,029061	-0,02027	23/08/2010
350	compra	pn	controlador	0,017081122	0,037644	-0,01822	01/02/2011
351	Venda	pn	Diretoria	0,046368121	0,032823	-0,14923	28/02/2011
352	Venda	pn	controlador	0,036649682	0,132653	0,088714	02/02/2007
353	compra	pn	controlador	-0,064995371	-0,07362	-0,14616	07/08/2007
354	Venda	pn	controlador	-0,140969718	-0,18084	-0,15471	11/12/2007
355	compra	pn	cons. Adm.	0,094386887	0,079889	-0,16064	26/09/2008
356	Venda	pn	cons. Adm.	0,113058721	0,163611	0,109116	09/03/2010
357	compra	pn	Diretoria	0,045487189	0,231104	0,328086	03/08/2011
358	venda	on	Acionistas	0,236728233	0,469716	0,556635	13/10/2009
359	compra	on	Acionistas	0,236728233	0,469716	0,556635	13/10/2009
360	venda	on	Acionistas	0,247615803	0,594121	0,801633	28/06/2010
361	compra	on	Acionistas	0,020597232	0,221446	0,185541	05/10/2010
362	venda	on	Acionistas	0,026639585	0,131026	0,187897	11/10/2010
363	venda	on	Acionistas	0,012325229	0,189092	0,233216	18/10/2010
364	compra	on	Acionistas	0,012325229	0,189092	0,233216	18/10/2010
365	compra	on	Acionistas	0,186348354	0,159701	0,425254	01/12/2010

366	venda	on	Diretoria	0,186348354	0,159701	0,425254	01/12/2010
367	venda	on	Diretoria	-0,003561983	0,088896	0,292968	27/06/2011
368	compra	on	Acionistas	-0,073944093	0,12234	0,172107	19/12/2011
369	compra	on	cons. Fiscal	-0,079424034	-0,10362	-0,28841	16/08/2007
370	compra	on	cons. Fiscal	-0,079424034	-0,10362	-0,28841	17/08/2007
371	venda	on	cons. Adm.	-0,075795778	0,604337	0,794053	02/04/2009
372	venda	on	Diretoria	0,218850358	0,330582	0,5656	01/06/2009
373	venda	on	Diretoria	0,103819144	0,255422	0,419276	02/07/2009
374	venda	on	controlador	0,164909976	0,233787	0,152514	18/09/2009
375	venda	on	cons. Adm.	-0,115488636	0,044005	0,028239	13/10/2009
376	venda	on	cons. Adm.	0,07620209	0,038546	-0,09659	02/12/2009
377	venda	on	Diretoria	0,013254234	-0,00302	-0,18585	08/12/2009
378	venda	on	Diretoria	-0,033827345	-0,04549	-0,06546	29/12/2009
379	venda	on	controlador	0,050571697	0,299889	0,350146	05/06/2009
380	venda	on	controlador	-0,043812402	-0,00014	-0,0164	27/11/2009
381	venda	on	controlador	0,120187032	0,165508	0,103985	25/06/2010
382	venda	on	controlador	0,0032298	-0,06746	0,045549	04/11/2010
383	compra	pn	cons. Adm.	-0,026825104	0,040809	0,057302	12/09/2006
384	venda	pn	cons. Adm.	-0,026825104	0,040809	0,057302	14/09/2006
385	compra	on	cons. Adm.	0,013808987	-0,00476	0,110138	02/02/2007
386	compra	pn	cons. Adm.	0,037577197	0,105158	0,251303	26/02/2007
387	compra	AMAR 3	G. Contr.	0,247056897	0,398063	0,72422	14/12/2009
388	venda	AMAR 3	Diretoria	0,091423965	0,196114	0,338998	24/05/2010
389	venda	AMAR 3	G. Contr.	-0,06646929	0,062148	0,202264	24/11/2011
390	venda	on	Diretoria	-0,112981254	-0,19277	-0,18024	01/09/2011
391	venda	on	controlador	-0,100216515	-0,19975	-0,3569	16/07/2007
392	compra	on	cons. Adm.	-0,004493377	0,007098	0,135684	21/09/2009
393	compra	on	cons. Adm.	0,030227286	0,048417	0,087322	01/10/2009
394	compra	on	cons. Adm.	0,030227286	0,048417	0,087322	05/10/2009
395	compra	on	cons. Adm.	0,030227286	0,048417	0,087322	06/10/2009
396	compra	on	controlador	0,023381837	0,053085	0,056137	09/10/2009
397	compra	on	controlador	0,02794824	0,071425	-0,02762	15/10/2009
398	venda	on	Diretoria	-0,076785473	-0,06982	-0,0558	09/04/2010
399	venda	on	Diretoria	-0,076785473	-0,06982	-0,0558	14/04/2010
400	venda	on	controlador	-0,156568208	-0,278	-0,49317	26/07/2007
401	compra	on	controlador	0,007784032	-0,07418	-0,06653	29/04/2008
402	compra	on	controlador	-0,079250821	0,010055	-0,20572	07/10/2008
403	compra	on	controlador	-0,025174311	0,017345	0,309092	25/02/2009
404	compra	on	controlador	-0,025174311	0,017345	0,309092	26/02/2009
405	compra	on	controlador	0,20146196	0,297392	0,350627	16/06/2009
406	compra	on	controlador	0,20146196	0,297392	0,350627	17/06/2009
407	compra	on	controlador	0,20146196	0,297392	0,350627	18/06/2009
408	venda	on	Diretoria	0,083575626	0,185139	0,23215	03/07/2009
409	venda	on	Diretoria	0,049067529	0,102025	0,209459	24/07/2009
410	venda	on	Diretoria	0,041674596	0,040364	0,187697	14/09/2009
411	venda	on	G. Contr.	-0,014052466	-0,08222	-0,10576	18/03/2010

412	compra	pn	controlador	-0,046369681	0,115183	0,179151	02/04/2007
413	compra	pn	controlador	-0,046369681	0,115183	0,179151	03/04/2007
414	compra	pn	controlador	-0,046369681	0,115183	0,179151	04/04/2007
415	compra	pn	controlador	0,008199145	0,272559	0,236989	24/04/2007
416	compra	pn	controlador	0,008199145	0,272559	0,236989	24/04/2007
417	compra	pn	controlador	-0,061212519	0,163798	0,147531	02/05/2007
418	compra	pn	controlador	-0,061212519	0,163798	0,147531	03/05/2007
419	compra	pn	controlador	-0,061212519	0,163798	0,147531	04/05/2007
420	compra	pn	controlador	0,120717872	0,230322	0,119145	24/05/2007
421	compra	pn	controlador	0,120717872	0,230322	0,119145	24/05/2007
422	venda	pn	cons. Adm.	-0,034505671	-0,04643	-0,14088	25/07/2007
423	venda	pn	cons. Adm.	0,058832704	-0,06378	-0,20456	15/08/2007
424	venda	pn	cons. Adm.	-0,011318766	-0,184	-0,27278	03/09/2007
425	compra	on	O. Téc. C.	0,06847278	0,171473	0,162489	11/10/2010
426	venda	pn	Diretoria	0,061465853	0,062863	0,267792	01/04/2011
427	venda	on	controlador	-0,050417871	-0,01401	-0,215	23/04/2010
428	venda	pn	Diretoria	-0,22991712	-0,8191	-1,25542	12/07/2007
429	venda	pn	Diretoria	-0,433371813	-0,54338	-0,37755	11/06/2008
430	venda	pn	Diretoria	-0,063661946	0,388184	-0,07899	09/12/2009
431	venda	pn	Diretoria	-0,115866401	-0,48585	-0,49821	22/01/2010
432	venda	pn	cons. Adm.	-0,098007208	-0,46448	-0,43775	02/02/2010
433	venda	pn	Diretoria	-0,111299367	-0,71743	-0,33034	18/02/2010
434	venda	pn	Diretoria	-0,227929107	-0,39965	-0,32644	12/03/2010
435	venda	pn	Diretoria	-0,227929107	-0,39965	-0,32644	16/03/2010
436	venda	pn	Diretoria	-0,578817986	-0,70568	-0,92932	19/07/2011
437	venda	pn	Diretoria	-0,173559684	-0,17558	-0,42129	09/12/2011
438	venda	on	Diretoria	0,160065182	0,022183	0,028024	18/10/2010
439	venda	on	cons. Adm.	0,160065182	0,022183	0,028024	18/10/2010
440	venda	on	O. Téc. C.	0,160065182	0,022183	0,028024	18/10/2010
441	venda	on	cons. Adm.	0,057091702	-0,14715	0,041332	11/11/2010
442	venda	on	Diretoria	-0,008786192	-0,12821	0,00444	17/11/2010
443	venda	on	Diretoria	-0,008786192	-0,12821	0,00444	19/11/2010
444	venda	on	Diretoria	-0,199907484	-0,17991	-0,13645	05/07/2011
445	venda	on	Diretoria	-0,037135365	-0,11412	0,039735	21/07/2011
446	venda	on	Diretoria	-0,040436621	-0,07935	0,069857	01/09/2011
447	venda	on	controlador	0,060633735	0,240284	0,282213	20/09/2007
448	venda	on	controlador	0,060633735	0,240284	0,282213	25/09/2007
449	venda	on	cons. Adm.	0,01638477	0,239108	0,246117	26/09/2007
450	venda	on	controlador	0,060167737	0,278824	0,284257	01/10/2007
451	compra	on	controlador	-0,682192969	-1,53363	-1,56351	29/08/2008
452	compra	on	controlador	-0,235679994	-0,44351	-0,22987	16/10/2008
453	compra	on	controlador	0,572506612	0,782589	1,034096	11/03/2009
454	venda	on	controlador	0,131989503	0,04925	0,315462	18/09/2009
455	venda	on	cons. Adm.	-0,135573846	0,056316	0,162357	13/10/2009
456	compra	on	controlador	0,296651708	0,330794	0,309051	21/07/2010
457	compra	on	controlador	0,296651708	0,330794	0,309051	22/07/2010

458	compra	on	controlador	0,296651708	0,330794	0,309051	23/07/2010
459	compra	on	controlador	0,296651708	0,330794	0,309051	26/07/2010
460	venda	on	controlador	-0,047292435	0,316484	0,488601	01/12/2010
461	venda	on	controlador	-0,043971873	0,322901	0,420123	07/12/2010
462	venda	on	controlador	-0,043971873	0,322901	0,420123	08/12/2010
463	venda	on	controlador	-0,043971873	0,322901	0,420123	09/12/2010
464	venda	on	Diretoria	-0,056176824	0,04134	0,066885	28/03/2011
465	venda	on	Diretoria	-0,060183094	0,100483	0,061713	13/09/2011
466	venda	on	Diretoria	-0,060183094	0,100483	0,061713	14/09/2011
467	venda	on	Diretoria	0,161358539	0,202625	0,273942	28/10/2011
468	venda	on	controlador	0,025766555	0,059253	0,108097	21/12/2009
469	venda	on	controlador	0,037990949	0,016681	0,145307	17/12/2010
470	venda	on	controlador	0,037340621	0,000809	0,125034	28/01/2010
471	compra	on	cons. Adm.	0,131536744	0,147543	0,062885	08/10/2010
472	compra	on	cons. Adm.	0,131536744	0,147543	0,062885	08/10/2010
473	venda	on	cons. Adm.	-0,017845909	0,070171	0,270627	17/06/2011
474	venda	on	cons. Adm.	-0,017845909	0,070171	0,270627	22/06/2011
475	venda	on	cons. Adm.	-0,017845909	0,070171	0,270627	22/06/2011
476	venda	on	cons. Adm.	0,024069675	0,109422	0,157746	27/07/2011
477	compra	on	Diretoria	0,077134651	0,021543	0,317393	27/10/2011
478	venda	on	Diretoria	0,064647527	0,028024	0,384637	02/12/2011
479	venda	on	Diretoria	0,064647527	0,028024	0,384637	06/12/2011
480	compra	pn	Cons. Adm.	0,222899069	-0,12077	-0,18468	15/06/2007
481	venda	pn	Cons. Adm.	-0,050557864	0,125224	0,140833	02/12/2009
482	venda	pn	Cons. Adm.	0,614592267	-0,13607	-0,47797	18/05/2011
483	venda	pn	Cons. Adm.	0,614592267	-0,13607	-0,47797	18/05/2011
484	venda	pn	Cons. Adm.	0,622037524	-0,31885	-0,23125	23/05/2011
485	venda	pn	Cons. Adm.	0,622037524	-0,31885	-0,23125	23/05/2011
486	venda	on	controlador	0,062494777	0,12313	0,083686	14/08/2009
487	venda	on	Diretoria	-0,034302941	0,227202	0,386314	31/03/2010
488	venda	on	Diretoria	0,109191607	0,290522	0,630197	30/04/2010
489	venda	on	Diretoria	0,105915759	0,276686	0,565242	05/05/2010
490	venda	on	Diretoria	0,179370615	0,152962	0,186185	22/09/2010
491	venda	on	Diretoria	0,125469388	0,064399	0,207381	20/04/2011
492	venda	on	Diretoria	-0,077217869	-0,0156	-0,07199	16/05/2011
493	venda	on	Diretoria	0,00669654	-0,14506	-0,03549	23/08/2011
494	venda	on	Diretoria	0,040696844	-0,13626	0,002875	31/08/2011
495	compra	on	controlador	0,282092656	0,223034	0,220678	15/09/2009
496	compra	on	controlador	0,282092656	0,223034	0,220678	18/09/2009
497	compra	on	cons. Fiscal	-0,116294992	-0,27941	-0,10681	13/12/2007
498	venda	on	cons. Fiscal	0,065706979	0,123952	-0,22446	10/06/2008
499	venda	on	cons. Fiscal	0,065706979	0,123952	-0,22446	11/06/2008
500	compra	pn	Diretoria	0,089049465	0,044659	0,119303	29/10/2008
501	venda	pn	Diretoria	-0,207971212	-0,05591	0,139379	03/12/2008
502	compra	pn	Diretoria	0,190439889	0,118976	0,421598	29/12/2008
503	venda	pn	Diretoria	-0,030707368	0,071077	0,284145	06/01/2009

504	compra	pn	controlador	0,064407977	0,245637	0,129659	11/11/2009
505	compra	pn	cons. Adm.	-0,190902105	-0,1909	-0,27761	01/03/2010
506	compra	pn	cons. Adm.	-0,190902105	-0,1909	-0,27761	02/03/2010
507	venda	pn	G. Contr.	0,122749996	-0,00525	-0,03866	16/11/2006
508	venda	pn	G. Contr.	0,054166868	-0,09362	-0,25513	23/11/2006
509	venda	pn	O. Téc. C.	0,044612337	-0,12454	-0,07792	14/12/2006
510	venda	pn	Diretoria	-0,067570758	-0,19199	-0,19085	18/12/2006
511	venda	pn	Diretoria	-0,067570758	-0,19199	-0,19085	20/12/2006
512	venda	pn	Diretoria	-0,085491221	-0,22909	-0,21177	02/01/2007
513	venda	pn	Diretoria	0,029396415	-0,29468	-0,27351	15/06/2007
514	compra	on	controlador	-0,009273886	-0,56532	-0,57263	14/08/2008
515	compra	on	controlador	0,072553559	-0,45052	-0,42996	28/08/2008
516	venda	on	cons. Adm.	0,360440254	0,547492	0,522461	20/08/2009
517	venda	on	cons. Adm.	0,058152223	0,027459	-0,0477	26/10/2009
518	venda	pn	controlador	0,161014505	0,345594	0,482953	20/03/2009
519	venda	pn	controlador	-0,015270801	-0,0445	0,005399	01/02/2010
520	compra	pn	cons. Adm.	0,022342549	0,001425	0,255857	24/03/2010
521	compra	pn	Diretoria	0,022342549	0,001425	0,255857	24/03/2010
522	venda	pn	controlador	0,022342549	0,001425	0,255857	24/03/2010
523	venda	on	cons. Adm.	0,08767704	0,174797	0,156615	14/12/2006
524	venda	on	cons. Adm.	0,067585063	0,10248	0,102239	21/12/2006
525	compra	on	cons. Adm.	-0,041672264	-0,00694	-0,17445	01/03/2007
526	venda	on	cons. Adm.	-0,075708263	-0,078	-0,27354	14/11/2007
527	venda	pn	cons. Adm.	-0,091911828	-0,02661	-0,25172	06/12/2007
528	compra	on	cons. Adm.	-0,023870979	-0,12935	0,09071	07/01/2009
529	venda	on	cons. Adm.	-0,070694935	-0,02763	-0,10309	28/12/2010
530	venda	pn	Diretoria	-0,087807305	0,063625	0,292268	22/09/2006
531	venda	pn	Diretoria	-0,087807305	0,063625	0,292268	22/09/2006
532	venda	pn	controlador	0,109926691	0,269963	-0,08781	13/11/2006
533	venda	pn	controlador	0,109926691	0,269963	-0,08781	13/11/2006
534	venda	pn	controlador	0,086487436	0,292717	0,349257	21/11/2006
535	venda	pn	controlador	0,114911319	0,209912	0,332658	13/12/2006
536	venda	pn	controlador	0,00992722	0,157469	0,231201	13/03/2007
537	venda	pn	controlador	-0,055684592	-0,07551	-0,05733	06/07/2007
538	venda	pn	controlador	-0,055684592	-0,07551	-0,05733	10/07/2007
539	venda	pn	controlador	-0,055684592	-0,07551	-0,05733	10/07/2007
540	venda	pn	controlador	-0,106183837	-0,01647	-0,1302	16/07/2007
541	venda	pn	controlador	-0,106183837	-0,01647	-0,1302	16/07/2007
542	compra	on	cons. Adm.	-0,034411259	-0,10665	-0,07351	10/08/2006
543	compra	on	cons. Adm.	-0,034411259	-0,10665	-0,07351	11/08/2006
544	venda	on	cons. Adm.	-0,003545142	0,097063	0,218691	21/06/2007
545	venda	on	cons. Adm.	0,087881915	0,132955	0,254456	02/07/2007
546	venda	on	cons. Adm.	-0,043551624	-0,15143	-0,02885	09/09/2006
547	venda	on	cons. Adm.	-0,043551624	-0,15143	-0,02885	15/09/2006
548	compra	on	cons. Adm.	-0,09631454	-0,01115	0,08542	01/11/2006
549	compra	on	cons. Adm.	-0,09631454	-0,01115	0,08542	06/11/2006

550	venda	on	cons. Adm.	-0,09631454	-0,01115	0,08542	06/11/2006
551	compra	on	cons. Adm.	-0,075082592	0,075296	0,180754	30/11/2006
552	compra	on	cons. Adm.	-0,00933707	0,172347	0,206191	11/12/2006
553	compra	on	cons. Adm.	-0,00933707	0,172347	0,206191	13/12/2006
554	venda	on	cons. Adm.	-0,00933707	0,172347	0,206191	11/12/2006
555	venda	on	cons. Adm.	0,163275846	0,219094	0,193212	15/01/2007
556	venda	on	cons. Adm.	0,163275846	0,219094	0,193212	18/01/2007
557	compra	on	cons. Adm.	0,163275846	0,219094	0,193212	15/01/2007
558	compra	on	cons. Adm.	0,088383909	0,097719	0,184069	07/03/2007
559	compra	on	cons. Adm.	0,060483277	-0,02284	0,134494	16/04/2007
560	venda	on	cons. Adm.	0,060483277	-0,02284	0,134494	16/04/2007
561	venda	on	cons. Adm.	-0,074964608	0,052455	0,027397	29/05/2007
562	venda	on	controladores	-0,05446827	-0,47167	-0,53397	27/06/2008
563	venda	on	controladores	-0,05446827	-0,47167	-0,53397	27/06/2008
564	venda	on	cons. Adm.	-0,063246785	-0,08472	-0,07231	28/05/2007
565	venda	on	cons. Adm.	-0,063246785	-0,08472	-0,07231	29/05/2007
566	venda	on	cons. Adm.	-0,063246785	-0,08472	-0,07231	31/05/2007
567	venda	on	cons. Adm.	-0,063246785	-0,08472	-0,07231	31/05/2007
568	venda	on	cons. Adm.	-0,063246785	-0,08472	-0,07231	31/05/2007
569	venda	on	cons. Adm.	-0,063246785	-0,08472	-0,07231	31/05/2007
570	venda	on	Diretoria	0,056102256	0,122392	0,036054	01/09/2010
571	compra	on	cons. Adm.	0,058122324	0,066836	0,232657	11/05/2011
572	compra	on	cons. Adm.	0,092501205	0,149164	0,122446	03/08/2011
573	venda	units	cons. Adm.	0,02537813	-0,03546	-0,07015	19/11/2009
574	venda	units	controlador	0,02537813	-0,03546	-0,07015	19/11/2009
575	venda	units	Diretoria	-0,009680484	0,076465	0,259996	02/06/2010
576	venda	units	Diretoria	-0,009680484	0,076465	0,259996	02/06/2010
577	venda	units	controladores	0,043875674	0,181745	0,257925	02/07/2010
578	venda	units	Diretoria	0,058611262	0,056678	-0,05525	04/04/2011
579	compra	units	Diretoria	0,058611262	0,056678	-0,05525	05/04/2011
580	compra	pn	controladores	-0,063648088	-0,10707	-0,20066	23/04/2010
581	venda	pn	controladores	-0,063648088	-0,10707	-0,20066	23/04/2010
582	venda	pn	cons. Adm.	-0,21148057	-0,03977	-0,10524	02/05/2008
583	venda	pn	cons. Adm.	-0,051122925	0,08971	-0,27944	29/05/2008
584	venda	pn	cons. Adm.	0,319502598	0,382926	0,045746	11/07/2008
585	compra	on	cons. Adm.	0,006146757	-0,06385	-0,32102	15/10/2010
586	venda	pn	cons. Adm.	0,090168906	0,19229	0,119904	17/06/2011
587	venda	pn	cons. Adm.	0,090168906	0,19229	0,119904	22/06/2011
588	venda	pn	cons. Adm.	0,087311884	0,071215	0,143329	27/04/2011
589	venda	on	controladores	0,025078352	0,008062	-0,14109	06/10/2009
590	compra	pn	controladores	-0,311774499	-0,53519	-0,60698	06/10/2009
591	compra	pn	controladores	-0,311774499	-0,53519	-0,60698	04/02/2011
592	venda	on	cons. Fiscal	-0,194923419	0,154896	0,169801	02/02/2011
593	compra	pn	cons. Adm.	-0,039860715	-0,25821	-0,02612	04/03/2011
594	venda	on	cons. Adm.	0,301435986	0,242583	0,559396	11/03/2011
595	venda	pn	cons. Adm.	0,577124791	0,661861	0,379565	26/08/2011

596	venda	on	cons. Adm.	0,21603667	0,224915	0,365964	27/04/2009
597	venda	on	cons. Adm.	0,046495769	0,145848	0,155391	24/08/2009
598	venda	on	controlador	0,163451808	0,145735	0,143124	01/10/2009
599	compra	on	Diretoria	-0,10979263	0,025238	0,03474	24/02/2010
600	venda	on	Diretoria	-0,016364918	-0,01041	0,070882	13/09/2010
601	venda	on	Diretoria	0,02356711	-0,00102	0,117056	05/06/2007
602	venda	on	cons. Adm.	0,02356711	-0,00102	0,117056	05/06/2007
603	venda	on	cons. Adm.	0,16683691	0,039147	0,10859	08/11/2010
604	venda	on	Diretoria	0,16683691	0,039147	0,10859	08/11/2010
605	venda	on	cons. Adm.	0,068315785	-0,05356	0,014003	23/11/2010
606	venda	on	cons. Adm.	0,068315785	-0,05356	0,014003	24/11/2010
607	compra	on	cons. Adm.	-0,037891604	0,019288	-0,04695	01/11/2006
608	compra	on	cons. Adm.	0,018240754	0,04106	0,074402	09/11/2006
609	compra	on	cons. Adm.	0,102258872	0,030023	0,102259	13/02/2007
610	compra	on	cons. Adm.	0,006288391	0,079288	0,141506	01/03/2007
611	compra	on	cons. Adm.	0,006288391	0,079288	0,141506	05/03/2007
612	compra	on	cons. Adm.	-0,00755776	0,053862	0,144334	02/01/2008
613	compra	on	cons. Adm.	-0,090684393	0,182871	0,022259	11/08/2009
614	compra	on	cons. Adm.	-0,045748867	-0,08481	-0,08373	22/12/2009
615	venda	on	Diretoria	0,061719583	0,072747	0,13402	10/08/2011
616	compra	on	cons. Adm.	0,160093974	0,22215	0,205907	23/06/2006
617	venda	on	cons. Adm.	0,160093974	0,22215	0,205907	23/06/2006
618	venda	on	cons. Adm.	0,009304132	-0,01371	-0,09243	21/07/2010
619	venda	on	cons. Adm.	-0,141056472	-0,17853	-0,24803	12/08/2010
620	venda	pn	cons. Adm.	-0,021154136	-0,12342	-0,29608	01/09/2010
621	venda	pn	cons. Adm.	0,016884796	-0,147	-0,34928	10/09/2010
622	venda	pn	cons. Adm.	0,016884796	-0,147	-0,34928	13/09/2010
623	venda	pn	cons. Adm.	-0,115614516	-0,2415	-0,4811	20/09/2010
624	venda	pn	cons. Adm.	0,00570069	-0,09613	-0,32209	27/09/2010
625	venda	pn	cons. Fiscal	-0,040046509	-0,12415	-0,34445	04/10/2010
626	compra	on	cons. Adm.	-0,114258891	-0,06265	0,053153	16/11/2011
627	compra	pn	controlador	0,075840756	0,165584	-0,09832	07/10/2008
628	compra	pn	controlador	0,160374272	0,200091	-0,09782	18/11/2008
629	compra	pn	controlador	0,160374272	0,200091	-0,09782	19/11/2008
630	compra	pn	controlador	0,089479696	0,109408	-0,19239	27/11/2008
631	compra	pn	controlador	-0,022968031	-0,09579	-0,21195	18/12/2008
632	compra	pn	cons. Adm.	-0,032592234	-0,03388	-0,02565	24/03/2011
633	compra	pn	G. Contr.	-0,055734643	0,13646	0,080818	16/04/2009
634	compra	pn	G. Contr.	-0,055734643	0,13646	0,080818	16/04/2009
635	venda	pn	G. Contr.	-0,055734643	0,13646	0,080818	16/04/2009
636	compra	pn	G. Contr.	-0,02526101	-0,05014	0,111247	30/09/2009
637	venda	on	controlador	-0,207363457	-0,69799	-0,98644	19/09/2007
638	venda	on	controlador	0,011306667	-0,75121	-1,35216	14/05/2008
639	venda	on	controlador	0,011306667	-0,75121	-1,35216	16/05/2008
640	venda	on	controlador	-0,332026111	-0,7913	-1,4327	26/05/2008
641	venda	on	controlador	-0,332026111	-0,7913	-1,4327	28/05/2008

642	compra	on	cons. Adm.	-0,118769528	-0,09885	-0,1727	26/01/2011
643	compra	on	cons. Adm.	0,048970411	0,058607	-0,15065	24/05/2011
644	compra	pn	controlador	0,019820299	0,13013	0,100245	22/07/2008
645	venda	pn	controlador	0,118823968	0,324622	-0,36823	01/04/2008
646	compra	pn	controlador	-0,256119844	-0,30566	-0,14809	09/09/2008
647	compra	pn	controlador	-0,110384039	-0,08299	0,08062	06/04/2010
648	compra	pn	controlador	0,153149476	0,307588	0,334338	13/05/2011
649	venda	on	controlador	0,108457823	0,001858	-0,11706	04/12/2009
650	venda	on	controlador	0,061969102	-0,0783	-0,19631	11/12/2009
651	compra	on	controlador	0,258623478	0,209324	0,537365	16/04/2009
652	compra	on	controlador	0,258623478	0,209324	0,537365	16/04/2009
653	compra	on	controlador	-0,128172432	-0,20654	-0,02141	02/02/2010
654	venda	on	controlador	-0,074963203	-0,21364	-0,27459	25/04/2011
655	venda	pn	cons. Adm.	0,084506152	0,184986	0,339802	31/07/2006
656	venda	on	controlador	0,059886907	0,053982	-0,08898	24/09/2007
657	venda	on	cons. Adm.	-0,01887555	0,092559	0,174831	07/08/2009
658	venda	on	cons. Adm.	-0,01654551	0,068736	0,16153	19/08/2009
659	compra	on	controlador	-0,028393763	0,016097	0,210444	27/05/2010
660	compra	on	controlador	0,152963052	0,275208	0,152735	20/09/2010
661	venda	on	cons. Adm.	0,152963052	0,275208	0,152735	23/09/2010
662	venda	on	cons. Adm.	0,134764678	0,085887	0,148258	06/10/2010
663	venda	on	cons. Adm.	-0,062522607	-0,09875	-0,22032	01/12/2010
664	venda	on	cons. Adm.	-0,105651094	-0,1083	-0,25891	06/12/2010
665	venda	on	cons. Adm.	-0,105651094	-0,1083	-0,25891	10/12/2010