

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**

**A REGULACÃO DAS OPERACÖES DE COMPRA E VENDA DE  
VALORES MOBILIÁRIOS COM BASE EM INFORMACÖES  
PRIVILEGIADAS: O CASO BRASILEIRO 1989-1991.**

**DISSERTACÃO SUBMETIDA À CONGREGACÃO DA  
ESCOLA DE PÓS-GRADUACÃO EM ECONOMIA (EPGE)  
DO INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA  
PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE**

**MESTRE EM ECONOMIA**

**POR**

**GUILHERME NUNES DA COSTA**

**RIO DE JANEIRO, RJ  
Março, 2002**

## **AGRADECIMENTOS**

**Jarbas de Siqueira Costa (*in memorian*)**  
**Gilda Nunes de Siqueira Costa**  
**Sergio Ribeiro da Costa Werlang (Prof. orientador)**  
**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

## SUMÁRIO

Introdução .....	1
Notas.....	8
<b>Capítulo I: A Regulação das Operações com Informações Privilegiadas: Aspectos Econômicos e Jurídicos.....</b>	<b>10</b>
1.1: A perspectiva dos <i>direitos de propriedade</i> .....	12
1.2: A perspectiva <i>ad hoc</i> das práticas injustas.....	16
1.3: A regulação das operações com informações privilegiadas: a controvérsia dos argumentos.....	23
Notas.....	27
<b>Capítulo II: A Regulação das Operações com Informações Privilegiadas no Brasil--</b>	<b>-28</b>
2.1: O desempenho do mercado de capitais brasileiro e o arcabouço institucional da regulação do mercado.....	30
2.1.1: A estrutura legal.....	35
2.2: O desempenho da CVM: 1979-1998.....	39
Notas.....	47
<b>Capítulo III: O Impacto da Lei No 7.913/89 sobre as Operações com Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais Brasileiro-1989/1991.....</b>	<b>48</b>
3.1: Metodologia de construção dos portfólios.....	51
3.2: O <i>modelo de mercado</i> na versão de Black, Jensen & Scholes (1972).....	52
3.2.1: A especificação do <i>modelo de mercado</i> na versão de Black, Jensen & Scholes--	-55
3.3: Os testes de significância e a avaliação empírica da lei.....	62
3.4: Resultados obtidos.....	64
Notas.....	72
Conclusão.....	74
Referências bibliográficas.....	78

## SUMÁRIO DAS ILUSTRAÇÕES

**Gráfico 1: Inquéritos decididos CVM/1986-96-----42**

**Gráfico 2: Número de penalidades administrativas aplicadas CVM/1986-96----43**

## SUMÁRIO DAS TABELAS

<b>Tabela {1}: Volume de negócios no mercado acionário (US\$ milhões)-----</b>	<b>31</b>
<b>Tabela {2}: Emissões primárias de ações-----</b>	<b>32</b>
<b>Tabela {3}: Emissões primárias de debêntures-----</b>	<b>33</b>
<b>Tabela {4}: Inquéritos administrativos decididos CVM-1986/96-----</b>	<b>41</b>
<b>Tabela {5}: Número de penalidades aplicadas CVM-----</b>	<b>42</b>
<b>Tabela {6}: Relatório estatístico de decisões CVM-----</b>	<b>44</b>
<b>Tabela {7}: Resultados dos portfolios de compra-1989-----</b>	<b>65</b>
<b>Tabela {8}: Resultados dos portfolios de compra-1990-----</b>	<b>65</b>
<b>Tabela {9}: Resultados dos portfolios de compra-1991-----</b>	<b>66</b>
<b>Tabela {10}: Resultados dos portfolios de venda-1989-----</b>	<b>66</b>
<b>Tabela {11}: Resultados dos portfolios de venda-1990-----</b>	<b>67</b>
<b>Tabela {12}: Resultados dos portfolios de venda-1991-----</b>	<b>67</b>

## ANEXO

### EMPRESAS CITADAS NO RELATÓRIO DE OPERAÇÕES DE *INSIDERS* DA CVM-1989-91.

Acesita PN  
Acrinor PN  
Aços Villares ON  
Adubos Trevo PN  
Alpargatas ON  
Aracruz PN  
Avipal ON  
Banespa ON  
Belgo Mineira ON  
Bombril PN  
Brahma PN  
Bunge Alimentos ON  
Cacique PN  
Caemi Metal PN  
Café Brasília PN  
Cemig ON  
Cia Hering PN  
Cofap PN  
Confab PN  
Copene PN  
Duratex PN  
Eluma PN  
Estrela PN  
Eternit ON  
Eucatex PN  
Farol PN  
Guararapes PN  
Light ON  
Lojas Americanas ON  
Lojas Hering PN

Metal Leve PN  
Parapanema PN  
Perdigão PN  
Pirelli ON  
Sadia PN  
Samitri ON  
Souza Cruz ON  
Tupy PN  
Varig PN  
White Martins ON  
Munk PN

## INTRODUÇÃO

O rompimento irrestrito das barreiras aos fluxos transnacionais do capital ocorrido com o *fim da geografia* [1], e o processo de desregulamentação financeira dos mercados de capitais iniciado na década de 80, foram responsáveis por profundas transformações na estrutura institucional e jurídica do aparato regulatório das economias emergentes.

Sobretudo no mercado de capitais, onde podemos notar períodos de desregulamentação e *re-regulação* bem específicos, o caráter de destruição criativa das inovações financeiras e das tecnologias da informação colocou em xeque os padrões e a própria *rationale* da regulação. Como resultado imediato da expansão dos fluxos de capital financeiro para as economias emergentes, a *fiscalização* [2] da regulação nessas economias tornou-se mais flexível, sobretudo, no esforço para apurar responsabilidades civis pelo cumprimento inadequado das obrigações fiduciárias dos agentes portadores de títulos representativos do capital das empresas.

A onda de privatizações ocorrida nas economias emergentes levou a uma significativa separação da estrutura de propriedade das empresas, acabando por pulverizar de forma expressiva a composição do capital acionário. Esse processo acirrou sobremaneira os conflitos de interesses entre agentes e principais no ambiente das empresas, nesse caso, entre acionistas minoritários e *investidores corporativos*.

Com a estrutura de propriedade do capital das empresas bastante diluído entre investidores impessoais e transnacionais, a tarefa dos órgãos reguladores de garantir a proteção e a representatividade dos investidores tornou-se bastante árdua. Com isso, incentivos à apropriação indevida de informações materiais das empresas pelos *investidores corporativos* tornaram-se presentes, acirrando os problemas de agência resultantes das divergências de interesses.

Indivíduos racionais devem organizar o uso dos recursos de forma a maximizar o valor de seus direitos de propriedade sobre os mesmos. Neste sentido, a apropriação de

informações materiais de caráter privilegiado por parte dos *investidores corporativos* poderia ser economicamente justificável, embora juridicamente passível de ilicitude.

A natureza racional dos *investidores corporativos* é responsável por fazer com que estes ajam maximizando seus próprios interesses. Neste sentido, nada garante que os interesses entre acionistas e *investidores corporativos* convirjam quando os últimos tomam decisões.

A ausência de incentivos por parte das empresas em adotar políticas de ampla divulgação de informações é um exemplo característico do conflito de interesses entre acionistas, investidores potenciais, e *investidores corporativos*. Esse fato vem tornando a fronteira entre as obrigações fiduciárias e os incentivos à apropriação indevida de informações materiais bastante difusa e efêmera.

Nesse sentido, possíveis transferências de renda dos minoritários (principais menos informados) para os *investidores corporativos* (agentes mais informados) poderiam ser observadas, o que abalaria a crença dos investidores de que o mercado de capitais é um *locus* democrático e justo. A perda de confiança na integridade do mercado e de suas instituições seria também responsável por promover evidências que refutam a hipótese de mercados de capitais eficientes no sentido de Fama (1970) [3].

Faz-se mister, portanto, para uma adequada análise da regulação do mercado de capitais, avaliar a extensão da responsabilidade civil dos *investidores corporativos* sobre suas obrigações fiduciárias. Desta forma, postulo que a pulverização da propriedade das empresas como resultado da separação crescente entre propriedade e controle no sentido de Berle & Means (1932), tornou a tipificação da figura do investidor portador de informações privilegiadas bastante difusa e, portanto, que a extensão da responsabilidade civil dos ilícitos praticados no mercado ficou efêmera, quando não equivocada.

Além disso, urge a necessidade de redefinir o desenho institucional responsável pela governabilidade da nova ordem financeira global. A possibilidade de prejuízos expressivos por parte dos investidores minoritários desprotegidos, a tendência à redução

da eficiência informacional do mercado, e o descrédito no mercado e em suas instituições de governança reabrem a discussão sobre qual o modelo e os instrumentos mais adequados para regular as operações com informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários.

Entretanto, surge à pergunta. Como integrar globalmente marcos regulatórios distintos e estruturas legais e de direitos de propriedade tão peculiares? A resposta encontra-se, segundo a IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), na adoção dos princípios da harmonização do esforço regulatório e da cooperação entre as agências reguladoras.

Embora a principal justificativa para a regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas resida em proposições *ad hoc* do tipo *práticas injustas devem ser coibidas, pois são contrárias ao interesse público*, entendo que a *rationale* da regulação dessas operações, segundo essa perspectiva, é bastante falha e equivocada, pois sua lógica está fundamentada apenas em princípios normativos de justiça e equidade.

A regulação das práticas não equitativas realizadas no mercado de capitais, em especial as realizadas com informações privilegiadas, deve em primeiro lugar ser capaz de tipificar de forma clara e objetiva a figura do agente portador de informações privilegiadas. Não obstante, a difusa tipificação da ilicitude destas condutas vem influenciando negativamente a aplicabilidade das leis.

Assim, em grande medida, ao invés de assumir caráter prudencial, a regulação das operações com informações privilegiadas se tornou refém de uma lógica regulatória bastante influenciada por juízos de valor e questões normativas.

O presente trabalho assume que as operações de compra e venda de valores mobiliários, realizadas com informações privilegiadas, engendram problemas de agência nas empresas ao fazerem surgir conflitos de interesse entre propriedade e controle, principalmente, quando os *investidores corporativos* atendem a incentivos de natureza maximizadora ou oportunista.

Entretanto, o trabalho admite que as operações realizadas com base em informações privilegiadas podem funcionar como importantes sinalizadores de estratégias de investimento para os investidores menos informados no mercado.

Para muitos, as transações realizadas com informações privilegiadas são ilícitas *per se*, e deveriam ser coibidas de forma draconiana. Trata-se de um equívoco, pois algumas operações podem representar atos jurídicos perfeitos.

As operações de compra ou venda de valores mobiliários tipificadas como resultado da apropriação indevida de informações sigilosas das empresas respondem quase sempre a motivações de caráter informacional, de liquidez, ou de manipulação; somente a última, ilegal. Devemos, portanto, diferenciar práticas de manipulação de práticas com informações privilegiadas. A primeira influi diretamente sobre o valor dos títulos negociados, enquanto a segunda mostra apenas o aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora dos títulos em detrimento de outro contratante que as ignora [4].

Do ponto de vista econômico, a apropriação indevida e, portanto, ilegal de informações sigilosas das empresas ocorrerá sempre que o investidor operar com base em informações materiais não tornadas públicas. Essas informações, por conseguinte, não serão incorporadas ao preço corrente das ações, reduzindo a eficiência informacional e proporcionando retornos anormais.

O termo “*insider trading*” refere-se, portanto, às operações realizadas pelo corpo diretor pela gerência administrativa, de gestão corporativa, ou por acionistas expressivos das sociedades emissoras. Assim, com base em informações de caráter privilegiado, a ilicitude das operações decorreria de uma possível transferência de renda dos investidores menos informados para os mais informados, tornando o mercado injusto e pouco confiável.

Do ponto de vista jurídico, a maioria das agências reguladoras dos mercados de valores mobiliários tipifica a figura do *investidor corporativo* quando este for portador de pelo menos 10% de qualquer classe de valores mobiliários representativos do capital da empresa.

Entretanto, nem todas as experiências de regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações de caráter privilegiado são precisas na tipificação dessas condutas, ou eficientes no combate às práticas *injustas* de mercado.

O objetivo do trabalho é analisar o modelo de regulação das operações com informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários brasileiro. A análise do aparato legal enfocou a Instrução CVM No 8 out/79, a Instrução CVM No 31 fev/84, a Instrução CVM No 202 dez/93, os artigos 155 a 159 da Lei No 6.404 dez/76 e a Lei 7.913 dez/89. Esta última foi assumida como marco regulatório para avaliação empírica das operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas.

O modelo utilizado para avaliar a eficácia da regulação das operações com informações privilegiadas no mercado de capitais brasileiro foi o *modelo de mercado* na versão de Black, Jensen & Scholes (1972). Dessa forma, o modelo analisou o impacto da Lei 7.913 dez/89 sobre os retornos das operações com informações privilegiadas registradas na CVM.

O modelo procurou explicar se a implementação da lei foi capaz de eliminar (ou reduzir) os retornos das operações com informações privilegiadas durante o período após sua implementação. Devido à insuficiência de dados disponíveis, o período analisado compreendeu apenas os anos de 1989, 1990 e 1991.

O capítulo I define operações com informações privilegiadas e as demais práticas não eqüitativas realizadas no mercado de valores mobiliários. Duas matrizes teóricas costumam explicar a necessidade de regulação dessas operações, entretanto, como veremos no trabalho, a perspectiva mais robusta e consistente é a dos *direitos de propriedade*, pois apresenta um construto de hipóteses e postulados mais bem estruturado para a análise da questão.

A perspectiva dos *direitos de propriedade*, por sua vez, está enraizada na *teoria da apropriação indevida* [5], e procura justificar a regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas com uma lógica bem mais sustentável, além de apresentar um conjunto de argumentações bastante provocativas.

O capítulo encerra com uma breve digressão sobre a controvérsia de argumentos a favor e contra a regulação dessas operações. Embora a análise da regulação das operações com informações privilegiadas envolvam dimensões variadas, a ênfase do capítulo recai na discussão sobre a relação entre as obrigações fiduciárias dos *investidores corporativos* e os incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas.

O capítulo **II** realiza uma breve digressão sobre a conjuntura do mercado de valores mobiliários brasileiro a partir da criação da CVM, embora o período destacado para efeito da avaliação empírica esteja entre jan/89 e dez/91. O capítulo enfatiza a influência da regulação sobre a estrutura e o desempenho do mercado de valores mobiliários brasileiro, destacando os fundamentos básicos e os princípios declarados da regulação segundo a visão da CVM.

O aparato legal utilizado pela CVM como instrumento de regulação, em especial, o arsenal estatutário-legislativo contra as operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas, merece destaque nesse capítulo. Foram enfocadas a Instrução CVM No 8 out/79, a Instrução CVM No 31 fev/84, a Instrução CVM No 202 dez/93, os artigos 155 a 159 da Lei No 6.404 dez/76 e a Lei 7.913 dez/89. O capítulo **III** apresenta os métodos e procedimentos para a estimação dos testes de significância e das medidas estatísticas necessárias. O objetivo do capítulo é avaliar empiricamente o impacto da Lei 7.913 dez/89 sobre os retornos das operações com informações privilegiadas. Para isso, é testada a hipótese nula de que a lei foi eficiente, isto é, que o valor esperado dos retornos dessas operações, após a implementação da lei, não são estatisticamente significativos.

A metodologia de avaliação empírica dos dados coletados segue, fundamentalmente, os trabalhos de Givoly & Palmon (1985), Seyhun (1988), Rozeff & Zaman (1988), e Campbell, Lo & Mackinlay (1997).

O capítulo seguinte conclui o trabalho e sugere algumas modificações para a estrutura do modelo de regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas. A conclusão destaca a imperiosa necessidade de ampliação da representatividade processual da CVM para a proteção dos investidores, sobretudo, dos minoritários.

**\* NOTAS:**

[1] O'Brien (1992) destaca a influência da transnacionalização dos fluxos de capital sobre a estrutura jurídico-econômica da nova ordem financeira global de forma bastante provocativa. Assim, o autor define o *fim da geografia* da seguinte forma.

*“Como um conceito aplicado às relações financeiras internacionais, o fim da geografia refere-se ao estágio do desenvolvimento econômico em que as fronteiras geográficas aos fluxos de capital não mais existem, ou representam bem menos do que outrora”* (O'Brien, 1992, p.1).

[2] Ao longo do trabalho algumas expressões comuns ao jargão da regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas foram traduzidas para o português. Assim, teríamos.

# *Corporate insiders* = Investidores corporativos.

# *Insider trading* = Operações (transações) com informações privilegiadas.

# *Insider(s)* = Investidores portadores de informações privilegiadas, ou bem informados.

# *Disclosure* = Divulgação de informações.

# *Enforcement* = Fiscalização/Fazer cumprir as normas.

# *Corporate property* = Propriedade corporativa.

# *Residual claimants* = Reclamantes residuais.

# *Secondary insiders* = investidores secundários.

[3] Retornos anormais estatisticamente significativos foram observados em alguns trabalhos clássicos da literatura sobre finanças econômicas, como os de Jaffe (1974), Finnerty (1976), e Seyhun (1985,1988). Estes trabalhos refutaram a hipótese de mercados eficientes de Fama (1970). Outros trabalhos, por sua vez, não rejeitaram a hipótese de mercados eficientes. São exemplos, os trabalhos de Givoly & Palmon (1985) e Fischer (1992).

[4] Para uma discussão detalhada sobre as diferenças entre práticas de manipulação e práticas com informações privilegiadas ver Comparato, F. (1971), “*Insider trading: Sugestões para a Moralização do Mercado de Capitais*”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, SP, Revista dos Tribunais, vol 10, No 2, p.41-7.

[5] Segundo Bainbridge (1999), a origem da *teoria da apropriação indevida* deve-se aos desdobramentos analíticos do famoso caso “*Chiarella*” ocorrido nos Estados Unidos em 1980. Para uma descrição pormenorizada do caso ver os trabalhos de Macey (1991) e Bainbridge (1999).

## CAPÍTULO I

### **A Regulação das Operações com Informações Privilegiadas: Aspectos Econômicos e Jurídicos.**

Ao analisarmos a dimensão jurídica da regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas devemos, em primeiro lugar, focar a tipificação da figura do *investidor corporativo* no contexto das operações com ativos representativos do capital das empresas. Sem a adequada tipificação do agente do ilícito, a ilicitude do ato torna-se difusa, comprometendo o desempenho da regulação.

São considerados *investidores corporativos*, os agentes que compõem o corpo diretor, a gerência administrativa, e os acionistas portadores de pelo menos 10% de qualquer classe de ativos representativos do capital de uma empresa. Desta forma, o *investidor*

*corporativo* para ser tipificado, deverá possuir poder e autoridade decisória que possa afetar a dinâmica da empresa como um todo.

Especificamente em relação aos acionistas, a propriedade dos ativos representativos do capital da empresa poderá se dar de forma direta ou indireta. Na forma direta, os acionistas se beneficiam dos dividendos e retornos proporcionados pela propriedade dos ativos, enquanto que na forma indireta os acionistas não recebem os dividendos. Porém, através do voto em assembleias ordinárias, estes poderão beneficiar terceiros.

O termo transações com informações privilegiadas refere-se, portanto, as operações realizadas pelo corpo diretor, pela gerência administrativa, ou por acionistas expressivos portadores de pelo menos 10% dos títulos da empresa. Assim, com base em informações de caráter material, a ilicitude das operações decorreria de uma possível transferência de renda dos investidores para os *investidores corporativos*, tornando o mercado injusto e pouco confiável.

As operações que proporcionam retornos anormais aos *investidores corporativos* ao contrário do que muitos pensam, não são práticas ilícitas *per se*. Se adotarmos o princípio jurídico da razoabilidade (regra da razão), ilícitos seriam as operações com títulos baseados em informações materiais de caráter privilegiado ainda não tornadas públicas. Portanto, podemos afirmar que a existência de operações com informações privilegiadas é uma condição necessária à ilicitude, mas não suficiente.

Em quase todas as experiências internacionais de regulação dessas operações, os princípios que a justificam são consensuais. São eles: a busca por um mercado justo, democrático e eficiente; a proteção ao pequeno investidor; a promoção da confiabilidade no mercado e suas instituições e a garantia do livre acesso às informações.

O princípio jurídico do interesse público aparece aqui como justificativa declarada para a regulação dessas operações. Dessa maneira, a natureza difusa do termo interesse público impõe limites bastante restritivos para o combate eficiente dessas operações. A

regulação, portanto, nesse contexto, acaba por se tornar refém de proposições puramente *ad hoc*.

A ausência de tipificação adequada da figura do *investidor corporativo* influi de forma determinante no desempenho da fiscalização do aparato regulatório, sendo falha comum das experiências internacionais de regulação. Em alguns casos, encontramos deficiências na própria definição de *informações materiais de caráter privilegiado*. Essas deficiências acabaram provocando brechas na regulação e perda de confiança na integridade do mercado e de suas instituições.

A racionalidade econômica sobre matéria relativa à regulação das operações com informações privilegiadas é encontrada nas propostas centrais da lei. Isto é, garantir que os recursos da sociedade sejam alocados de forma responsável e eficiente através da utilização dos instrumentos tradicionais de divulgação via registros das informações, e proteção ao investidor.

As demais práticas não-equitativas observadas no mercado de valores mobiliários traduzem-se na criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço que, por ação ou omissão dolosa, provoquem alterações nos fluxos de ordem de compra ou venda e na manipulação de preços pelo uso de qualquer artifício ou processo ilícito que induza terceiros ao erro, de forma dolosa.

Em sua dimensão econômica, à regulação das operações com informações privilegiadas costuma ser analisada por duas matrizes teóricas distintas: A perspectiva dos *direitos de propriedade* e a perspectiva *ad hoc* das práticas injustas. A matriz teórica seguida no trabalho consiste na perspectiva dos *diretos de propriedade*, e está enraizada na *teoria da apropriação indevida*. Apesar disso, a perspectiva *ad hoc* é a mais utilizada pelas experiências internacionais de regulação dessas operações, inclusive a brasileira.

### **1.1- A perspectiva dos *direitos de propriedade***

Libecap (1989) definiu direitos de propriedade como instituições sociais que estabelecem e/ou delimitam o escopo dos privilégios garantidos aos indivíduos pelo

uso, consumo imediato ou alienação desses direitos. Para Libecap, a garantia dos direitos de propriedade é uma condição *sine qua non* para a promoção de um sistema de incentivos compatível com uma alocação de recursos eficiente.

Nesse sentido, admitindo que os recursos tendem a fluir para os indivíduos que mais os valoram, o mesmo deveria acontecer com os direitos de propriedade. Dessa forma, para que o exercício dos direitos possa ser garantido, este deveria estar sempre acompanhado de um regime legal de consenso estabelecido por meios formais (através do poder de coerção do Estado) ou informais (pelo hábito e/ou costumes).

Todavia, a garantia dos direitos de propriedade só será factível na medida em que a extensão das responsabilidades civis e das obrigações fiduciárias sobre esses direitos for cumprida pelos *investidores corporativos* e membros da diretoria.

A perspectiva dos direitos de propriedade coloca que a estrutura dos direitos deverá ser protegida, sempre que promover um sistema de incentivos econômicos que priorize o bem estar agregado e a alocação eficiente dos recursos.

Os direitos sobre a propriedade corporativa das empresas são de natureza absoluta ou relativa. Os de natureza absoluta podem ser distribuídos a terceiros, e assumem características tangíveis ou intangíveis. Os de natureza relativa, por sua vez, derivam das relações contratuais entre as partes e, portanto, estão sujeitos ao surgimento de problemas de agência e assimetrias informacionais.

O exercício dos direitos de propriedade sobre os bens materiais e sobre os ativos financeiros requer o surgimento de restrições formais e informais sobre a apropriação e o uso desses direitos. Entretanto, com custos de transação positivos, o processo de distribuição dos direitos de propriedade poderá não se dar de forma eficiente.

Nesse caso, como resposta as perdas de bem estar provocadas por falhas de mercado decorrentes de uma distribuição ineficiente dos direitos de propriedade sobre a propriedade corporativa das empresas, surge a necessidade de promover incentivos ao cumprimento das obrigações fiduciárias. O não cumprimento dessas obrigações por

dolo ou negligência, portanto, implicaria na responsabilização do agente por possíveis prejuízos causados aos investidores ou a terceiros.

A propriedade privada de um ativo, como vimos, consiste no direito exclusivo ao uso, no direito de auferir renda pelo uso, no direito de mudança da forma ou substância do ativo ou bem material e no direito de alienação voluntária. A distribuição dos direitos de propriedade sobre a propriedade corporativa das empresas, portanto, deverá influenciar o equilíbrio de poder decisório entre propriedade e controle.

Como não necessariamente os objetivos e decisões dos *investidores corporativos* coincidem com os interesses dos acionistas minoritários (pouca representatividade em assembleias e, portanto, pouco poder de voto), incentivos à apropriação da propriedade corporativa das empresas poderão surgir. O comportamento racional e maximizador dos *investidores corporativos* justificam-se enquanto estratégia de captura por rendas extras derivadas das decisões de risco tomadas. Essa aparente transferência de renda seria explicada em termos econômicos como um mecanismo de compensação justa aos *investidores corporativos* pelos retornos gerados para os investidores.

Como colocou Alchian:

*“Em essência, a economia é o estudo do exercício dos direitos de propriedade sobre os recursos escassos. A alocação desses recursos pela sociedade é determinada, portanto, pela distribuição dos direitos de uso exclusivo desses recursos. A grande questão econômica deve avaliar como os preços deverão ser determinados, e resume-se a forma pelo qual os direitos de propriedade deverão ser definidos, cambiados, e em quais termos”* (Alchian 1967, p.2-3).

Berle & Means (1932) ao analisarem a estrutura de propriedade das modernas corporações norte americanas chamaram a atenção para o fato de que a pulverização da estrutura do capital das empresas levaria ao acirramento dos conflitos de interesses entre propriedade e controle.

A separação entre propriedade e controle implica que os *investidores corporativos*, motivados por comportamento racional/maximizador, terão incentivos a manipular a divulgação das informações em benefício próprio. Assim, rendas extras não disponíveis aos acionistas como pensões, salários e demais fluxos financeiros, poderiam ser capturadas.

Em um mercado de capitais eficiente, os direitos de propriedade sobre a propriedade corporativa das empresas deverão ser alocados de forma a maximizar o bem estar agregado dos investidores. Nesse sentido, à medida que novas informações, públicas e privadas, são instantaneamente incorporadas aos preços das ações, os incentivos à apropriação indevida de informações materiais ficaria reduzido, já que o poder de monopólio sobre o exercício das informações materiais não mais existiria.

A perspectiva dos direitos de propriedade considera que as relações de agência entre agentes e principais envolvem, necessariamente, obrigações fiduciárias, deveres e responsabilidades entre as partes. Nesse sentido, a propriedade corporativa das empresas é considerada como ativo intangível, devendo ser alocado entre *investidores corporativos* e acionistas minoritários, de forma a maximizar o bem estar agregado dos investidores. Esta visão justifica-se por atender ao interesse público, pois elimina a necessidade do ônus da prova em processos envolvendo operações com informações privilegiadas.

A perspectiva dos direitos de propriedade, por conseguinte, considera que as informações materiais das empresas são ativos intangíveis e inalienáveis. O calcanhar de Aquiles desta matriz teórica, é que o significado difuso do termo *interesse público* poderá capturar a regulação, tornando-a viesada a favor de interesses diversos.

Esse viés justifica-se segundo a lógica jurídica da lei, pois se fundamenta na proteção dos interesses dos investidores menos informados. A criação de incentivos e de sistemas

de monitoramento para o cumprimento das obrigações fiduciárias tem sido analisada por extensa literatura sobre direitos de propriedade, custos de transação e comportamento organizacional [1].

## **1.2- A perspectiva *ad hoc* das práticas injustas**

A perspectiva *ad hoc* das práticas injustas de mercado é a matriz teórica defendida pela IOSCO como a mais eficaz no combate as operações com informações privilegiadas. A IOSCO entende que para o bom desempenho da regulação dessas operações, os princípios da harmonização, cooperação, e reciprocidade, deverão ser perseguidos. Ao buscar a promoção de mercados eficientes, democráticos e justos, a IOSCO assume que a perspectiva *ad hoc* é condição necessária e suficiente para a proteção dos investidores.

A proteção ao investidor e a garantia do livre acesso às informações consistem nos fundamentos básicos da regulação do mercado de capitais, embora outros princípios também sejam importantes como a promoção da confiança, liquidez, e eficiência informacional do mercado.

Como vimos, em um mercado eficiente, o preço dos ativos reflete todas as informações, públicas e privadas, disponíveis sobre a sociedade emissora e suas atividades. Assim sendo, ao se tornar fluido e bem informado, o mercado promove a confiança dos investidores gerando liquidez aos títulos.

Macey (1991) defende a perspectiva *ad hoc*, pois.

*“Aqueles que são contrários às operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas destacam que os investidores corporativos irão se opor ao ajustamento imediato dos preços dos títulos às novas informações, pois, acima de tudo, quanto mais os investidores corporativos conseguirem atrasar a divulgação de informações materiais de suas empresas ao público, maiores serão seus retornos. Nesse sentido, defendo que essas operações acabam por reduzir a eficiência*

*informativa do mercado, pois promovem incentivos aos investidores corporativos de atrasar a divulgação das informações” (Macey, 1991, p.110).*

A argumentação de que as operações com informações privilegiadas são injustas, está fundamentada na hipótese de que a apropriação indevida de informações de caráter privilegiado pelos *investidores corporativos*, ou pelos *investidores secundários* [2] poderia causar prejuízos aos investidores menos informados, provocando transferências de renda.

A preferência por critérios de justiça e equidade em detrimento da opção pela eficiência justifica-se, segundo a perspectiva *ad hoc* defendida pela IOSCO, pelo princípio jurídico do interesse público. Nesse sentido, o principal instrumento utilizado para a democratização das informações materiais das empresas é o sistema de divulgação de informações por registros.

O sistema de divulgação de informações compulsório por registros, todavia, não garante níveis ótimos de difusão informativa. Barth & Cordes (1980) mostraram que as empresas possuem incentivos para a divulgação de informações mesmo sem a imposição do órgão regulador. Entretanto, caso o processo se tornasse compulsório, o nível ótimo de informações não necessariamente seria alcançado.

Ao admitirem que os investidores valoram as informações divulgadas pelas empresas, Barth & Cordes (1980) afirmaram que a taxa de retorno paga como prêmio deveria decrescer à medida que o volume de informações divulgadas crescesse. Com nenhuma informação divulgada, as empresas pagariam o máximo prêmio de risco, enquanto que com total divulgação de informações o prêmio de risco a ser pago seria mínimo.

Pelo lado dos custos de emissão das novas informações, Barth & Cordes (1980) argumentaram que os custos de litígio seriam decrescentes com o volume de informações divulgadas. Desta forma, com nenhuma divulgação de informações, pesados custos de litígio recairiam sobre as empresas, enquanto que com total

divulgação os custos de litígio seriam mínimos. Barth & Cordes (1980) consideraram fontes alternativas de custos de emissão de novas informações como custos de transação. Neste caso, a relação entre o volume de informações divulgadas e os custos de transação seria crescente.

A proposição *ad hoc* de que as operações com informações privilegiadas são injustas, devemos ressaltar, não comprometeu por si só o bom desempenho da regulação. A fragilidade institucional de algumas economias emergentes, somado ao precário estágio de desenvolvimento do sistema financeiro em alguns casos, tornou a regulação bastante vulnerável à captura.

Algumas abordagens alternativas costumam fundamentar a regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas. Essas perspectivas vêm tomando espaço nas discussões acadêmicas atuais sobre regulação. Em particular, podemos destacar três: a) os riscos desnecessários assumidos pelos *investidores corporativos* na escolha de projetos de investimento; b) a geração de problemas de azar moral aos administradores corporativos; c) a *teoria da apropriação indevida*.

Easterbrook (1981) argumentou que os *investidores corporativos* possuem incentivos para realizar projetos de investimento que elevam a volatilidade dos preços dos ativos das empresas, o que nem sempre atende aos interesses dos acionistas. Essa opção se justifica pelo fato dos *investidores corporativos* poderem capturar rendas extras ao realizarem operações dessa natureza, já que não arcam com os riscos envolvidos. Na posição de *reclamantes residuais* [3], os acionistas acabariam absorvendo as possíveis perdas.

Assim, Easterbrook colocou que.

*“Investidores corporativos ao realizarem operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas, tendem a realizar projetos de investimento arriscados, o que nem sempre está de acordo com a posição dos acionistas. Esse fato justifica-se, na medida em que os riscos associados a esses projetos recaem sobre os acionistas, e não sobre os investidores corporativos. Ao se apropriarem de forma indevida da propriedade corporativa de suas empresas, os investidores corporativos procuram capturar rendas extras não disponíveis aos acionistas [...]”*(Easterbrook, 1981, p.332).

Carlton & Fischel (1983), com base na definição de firma desenvolvida por Alchian & Demsetz (1972) [4], discordaram de Easterbrook. Segundo os autores, os *investidores corporativos* atuam em times e, portanto, são monitorados e supervisionados em suas ações e decisões.

Carlton & Fischel (1983) afirmaram.

*“Mesmo que as operações com informações privilegiadas promovam incentivos ao empreendimento de projetos de investimento arriscados, não necessariamente esses incentivos serão prejudiciais aos acionistas, ou às firmas. Os investidores corporativos tendem a serem monitorados pelos acionistas em suas decisões, pois devemos entender a firma como o resultado do esforço conjunto de times. Além disso, devemos lembrar que os investidores corporativos possuem fortes incentivos a maximizar o valor dos seus serviços, pois existe um mercado para o controle corporativo”* (Carlton & Fischel, 1983, p.58).

Na mesma linha de raciocínio, Macey (1991) colocou.

*“[...] O argumento de que as operações realizadas com informações privilegiadas promovem incentivos ao empreendimento de projetos de investimentos arriscados, não se sustenta, pois desconsidera a possibilidade de haver mecanismos contratuais que restrinjam a tomada de decisão dos investidores corporativos na presença de elevados riscos. [...]”* (Macey, 1991, p.112).

Carlton & Fischel (1983) admitiram ser bem pequena a possibilidade das operações com informações privilegiadas gerarem problemas de azar moral aos administradores corporativos e aos acionistas minoritários das empresas. Assim, declararam.

*“[...] Entre os investidores corporativos que operam com informações privilegiadas, conluios objetivando decrescer o valor das firmas com base em informações materiais negativas, estarão fadados a fracassar, pois, como em qualquer conluio, cada investidor corporativo, sendo racional, terá incentivos a quebrar o cartel na medida em que seus ganhos superem os ganhos do cartel como um todo [...]”* (Carlton & Fischel, 1983, p.874).

A *teoria da apropriação indevida* amplia significativamente o escopo analítico da perspectiva dos *direitos de propriedade* ao analisar, de forma robusta e consistente, a extensão das relações fiduciárias dos *investidores corporativos* sobre a propriedade corporativa das empresas. Nesse sentido, a *teoria da apropriação indevida* colocou que, em princípio, as responsabilidades dos *investidores corporativos* para com a propriedade corporativa das empresas somente poderão ser apuradas, no caso de haverem obrigações fiduciárias entre as partes envolvidas na negociação.

Dessa forma, para efeito de possíveis litígios, as relações fiduciárias traduzem-se em uma condição necessária para a apuração das responsabilidades. As relações fiduciárias envolvem, portanto, necessariamente, autoridade discricionária e dependência, pois um agente irá depender de outro (o fiduciário) para o atendimento dos seus interesses.

O beneficiário da relação, ao confiar a custódia de sua propriedade a um agente fiduciário, estará criando um vínculo legal entre as partes, de forma que o agente fiduciário não poderá se apropriar de forma indevida, ou em benefício próprio, da propriedade corporativa. No contexto das operações com informações privilegiadas, a propriedade relevante é a informação ou, de forma mais ampla, a propriedade corporativa das empresas.

As obrigações fiduciárias, no contexto das operações com informações privilegiadas objetivam proteger, principalmente, aos acionistas minoritários. Uma vez estabelecida à extensão dessas obrigações sobre a propriedade corporativa das empresas, os *investidores corporativos* se verão obrigados a cumpri-las. Do contrário, deverão atender ao princípio do *divulgue ou abstenha-se de operar* [5]. Esse princípio rege a regulação das operações com informações privilegiadas no mercado de capitais norte americano, sendo amplamente defendido pela IOSCO.

A apropriação indevida de informações materiais das empresas constitui-se em quebra unilateral das relações fiduciárias estabelecidas. Segundo Bainbridge (1999), a criação

dos direitos de propriedade sobre informações materiais das empresas deverá atender a duas formas essenciais.

A primeira é contrária à regra do *divulgue ou abstenha-se de operar*, e permite que, via contrato, o agente fiduciário opere com informações materiais da empresa sem necessariamente divulgá-las ao mercado ou aos beneficiários diretos dos direitos, isto é, ao principal. Neste caso, postula Bainbridge, não ocorreria quebra das obrigações fiduciárias ou uso indevido da propriedade corporativa da empresa.

A segunda, utilizada como uma justificativa forte para a regulação, seria a proibição *per se* da apropriação da propriedade corporativa da empresa. Assim, estariam criadas obrigações fiduciárias entre os agentes fiduciários e os beneficiários diretos dos direitos.

Sendo assim, permitir a apropriação da propriedade corporativa das empresas significa distribuir direitos de propriedade em benefício dos *investidores corporativos*, enquanto que proibi-la, distribui para a empresa. A *rationale* da segunda alternativa justifica-se, na medida que gera incentivos à produção de novas e materiais informações.

Bainbridge (1999) argumenta, entretanto, que a opção por distribuir direitos de propriedade em benefício dos *investidores corporativos* só se justificaria enquanto um mecanismo justo de compensação aos últimos.

Ainda segundo a *teoria da apropriação indevida*, para que possa ocorrer a ilicitude no ato de se apropriar da propriedade corporativa das empresas, deverá haver, *ex ante*, quebra de alguma obrigação fiduciária do *investidor corporativo* contra o beneficiário da relação. A teoria sustenta também que os *investidores corporativos* não possuem obrigações ou deveres fiduciários para com investidores impessoais do mercado, nem mesmo com os agentes emissores dos títulos.

Nesse sentido, a *teoria da apropriação indevida* postula que as obrigações e os deveres fiduciários existem somente entre os *investidores corporativos* e as fontes difusoras das informações. No caso, as empresas. Dessa forma, qualquer *investidor corporativo* que tenha se apropriado indevidamente de informações materiais da empresa, deverá ter o dever absoluto de divulgar essas informações ou abster-se de realizar a (s) transação (ões) (regra do *divulgue ou abstenha-se de operar*).

Nos Estados Unidos, a implementação do ITSFEA (*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*) pela SEC em nov/89 foi um exemplo da influência da *teoria da apropriação indevida* no pensamento da SEC. O ITSFEA tornou os administradores das empresas responsáveis de forma direta ou indireta (por si próprios ou por outros) pelo não cumprimento de qualquer obrigação ou dever fiduciário.

Carlton & Fischel (1983), e Macey (1991), criticaram a *teoria da apropriação indevida* colocando que ela não se sustenta como justificativa para a regulação das operações com informações privilegiadas, pois as empresas têm o direito de distribuir direitos de propriedade em benefício dos *investidores corporativos*.

Podemos citar Carlton & Fischel (1983).

*“Obviamente, se a firma opta por distribuir direitos de propriedade sobre as informações materiais da empresa aos investidores corporativos, não cabe a argumentação de que as operações com informações privilegiadas são injustas ou ilícitas, pois não se tratam de apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas”* (Carlton & Fischel, 1983, p.878).

Macey (1991), por sua vez, colocou que.

*“As operações de compra e venda de títulos com informações privilegiadas não se constituem em apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas. Se a informação pode ser entendida como um exemplo de propriedade corporativa das empresas, porque não permitir que aqueles que as detêm possam utilizá-las como bem entendam ?”*(Macey, 1991, p.44).

A seção **1.3** enfoca a controvérsia de argumentos existente no debate acadêmico sobre a regulação das operações com informações privilegiadas.

### **1.3- A regulação das operações com informações privilegiadas: a controvérsia dos argumentos**

Como vimos nas seções anteriores, a regulação das operações com informações privilegiadas está longe de alcançar um consenso teórico. As diferentes perspectivas apresentadas, em maior ou menor grau, procuraram justificar a regulação com hipóteses bastante restritivas.

A fragilidade das proposições *ad hoc* utilizadas para justificar a regulação, somado ao uso populista do princípio jurídico do interesse público, tornaram a regulação refém de interesses difusos. Essa inconsistência conceitual acabou capturando a regulação e prejudicando o bom desempenho do aparato regulatório, desperdiçando vultosos recursos públicos.

A imposição de elevados custos de cumprimento das normas aos investidores e as empresas, sem contrapartida de resultados expressivos, nos faz questionar a necessidade de regulação dessas operações. Os críticos, contrariando o consenso da IOSCO, procuram atacar a perspectiva *ad hoc* da regulação baseando seus argumentos em critérios de eficiência, ao invés de critérios de justiça ou equidade.

O debate crítico em torno da regulação das operações com informações privilegiadas enfoca três argumentos básicos: a) as operações funcionam como um mecanismo justo de compensação pelo desempenho dos *investidores corporativos* na condução dos negócios da empresa; b) as operações funcionam como mecanismos de divulgação de informações e, portanto, sinalizam oportunidades de investimento aos investidores menos informados; c) as operações são de competência exclusiva das partes, isto é, poderão ser permitidas através de livre contrato.

As operações com informações privilegiadas podem, segundo Manne (1966), representar um eficiente mecanismo de compensação aos empresários empreendedores. Manne diferencia os empresários em duas categorias distintas. Os *empresários empreendedores* e os *administradores corporativos*. Para Manne, os *administradores corporativos* desempenham funções apenas administrativas, seguindo normas e procedimentos pré-estabelecidos, enquanto que os *empresários empreendedores* são responsáveis por produzir informações materiais sobre as empresas.

Desta forma, as operações com informações privilegiadas seriam meios eficientes de compensar os empresários empreendedores por sua capacidade de inovação. Ao se apropriarem de informações materiais privadas das empresas, os empresários empreendedores estariam recuperando o valor das inovações transmitidas ao domínio público.

Kraakman (1991), criticando a posição de Manne (1966) colocou.

*“Desregular as operações com informações privilegiadas irá permitir que os investidores corporativos extraiam rendas extras as custas dos demais acionistas, principalmente os minoritários, ou das empresas”* (Kraakman, 1991, p.53).

Manne (1966) e McCahery (1997) defendem as operações com informações privilegiadas com base em critérios de eficiência, e argumentam que tais operações costumam promover maior eficiência informacional ao mercado. Manne (1966), por sua vez, sustenta que as operações com informações privilegiadas, se desreguladas, corrigiriam possíveis desvios dos preços correntes dos títulos em relação aos preços esperados.

As operações com informações privilegiadas, portanto, sinalizariam aos investidores menos informados, informações materiais das empresas que, uma vez incorporadas aos preços correntes dos títulos, promoveriam eficiência de mercado no sentido de Fama (1970).

Do ponto de vista da empresa, argumenta Manne, a melhoria da eficiência informacional provocada pelas operações com informações privilegiadas trariam benefícios bastante significativos, pois com a redução do nível de incerteza e volatilidade dos preços dos títulos, as empresas teriam incentivos em divulgar um volume de informações mais expressivo.

Manne (1966) concluiu que as operações com informações privilegiadas não deveriam ser proibidas, pois tenderiam a promover incentivos à produção de novas informações. Com isso, os mercados tenderiam a se manter informados, fluidos, e eficientes.

McCahery (1997) resgatou a tese levantada por Manne (1966) sobre os compromissos entre a produção de informações e a eficiência informacional do mercado colocando que:

*“A questão da divulgação de informações envolve, em si, uma contradição. Operações lucrativas resultam, invariavelmente, da captura do valor das informações privadas, e essas informações, nem sempre são divulgadas ao mercado. Nesse sentido, a obrigatoriedade de divulgação das informações remove os incentivos econômicos a*

*busca por novas informações, reduzindo a liquidez do mercado*”. (McCahery, 1997, p.53-54).

Carlton & Fischel (1998) discordaram das afirmações de Manne (1966) e McCahery (1997) colocando.

*“Permitir operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas acaba estimulando os investidores corporativos a manipular a propriedade corporativa das empresas, em especial as informações materiais. Como os investidores corporativos desejam operar com informações ainda não tornadas públicas, é comum que haja atrasos propositais na divulgação das informações, reduzindo a eficiência informacional do mercado. Assim, permitir essas operações, irá somente conceder aos investidores corporativos a oportunidade de auferir rendas extras as custas dos investidores menos informados”* (Carlton & Fischel, 1998, p.51).

A escola de Chicago defende que as obrigações fiduciárias das empresas, dos acionistas minoritários e dos *investidores* corporativos deveriam ser baseadas no livre contrato entre as partes. Assim sendo, a distribuição dos direitos de propriedade em relação à propriedade corporativa seria uma decisão da empresa, não cabendo a nenhum órgão regulador intervir na distribuição desses direitos.

Segundo a perspectiva da escola de Chicago, se as partes envolvidas, consensualmente, resolvessem coibir a apropriação dos direitos de propriedade sobre informações materiais, estas deveriam incluir cláusulas sobre obrigações e deveres fiduciários nos contratos acordados. Assim sendo, a probabilidade de haver conflitos de interesse entre propriedade e controle ficaria reduzida, garantindo uma distribuição mais eficiente dos direitos de propriedade aos interessados diretos. De qualquer forma, permitir (ou não) operações com informações privilegiadas seria de interesse exclusivo das partes envolvidas e, portanto, uma questão de ordem privada.

O capítulo **II** a seguir analisa, à luz das perspectivas teóricas apresentadas ao longo deste capítulo, o desempenho da CVM na condução do modelo de regulação das operações com informações privilegiadas. Uma breve digressão sobre a conjuntura do mercado de capitais brasileiro, da criação da CVM até a década de 90, será também apresentada.

**\* NOTAS:**

[1] Para uma discussão detalhada sobre os incentivos ao comportamento oportunista e seus impactos sobre as diferentes estruturas de governança corporativas e o comportamento organizacional, ver os trabalhos de Alchian & Demsetz (1972); Jensen & Meckling (1976); Milgrom & Roberts (1992) e Williamson (1996), excelentes referências.

[2] Os *investidores secundários* não possuem obrigações fiduciárias para com a propriedade corporativa das empresas, especialmente em relação aos direitos de propriedade sobre as informações materiais. Nesse sentido à apropriação em si dos direitos de propriedade sobre informações não seria ilícito, já que nenhuma obrigação fiduciária estaria sendo quebrada, uma vez que não existem.

[3] Barzel (1989) define *reclamante residual* como segue.

*“A noção de direitos de propriedade está amplamente relacionada com a figura do reclamante residual. O reclamante residual de um apartamento, por exemplo, é aquele que detém a propriedade econômica do referido ativo, no sentido de que estará apto a auferir ganhos com o mesmo à medida que o imóvel se valorize, ou venha a perder com sua desvalorização. Sendo o proprietário, o reclamante residual estará sempre*

*motivado a tomar decisões que, líquido dos custos envolvidos, aumente o valor de sua propriedade”*(Barzel,1989, p.3).

[4] Alchian & Demsetz (1972) e Jensen & Meckling (1976) entendem a firma de forma diferente das tradições neoclássicas. Ao invés de pensarem a firma como uma função de produção, estendem o escopo de análise ao definirem firma como o resultado de uma produção por times (Alchian & Demsetz) ou umnexo de contratos (Jensen & Meckling).

[5] Bainbridge (1999) coloca que a regra do *divulgue ou abstenha-se de operar* originou-se da violação da Regra 10b-5 nos EUA e se resume a:

*“Um investidor corporativo, de posse de informações materiais não tornadas públicas deverá, obrigatoriamente, divulgá-las antes de efetuar qualquer operação com base nessas informações ou, caso não seja possível a divulgação imediata, abster-se de operar até que as informações se tornem públicas”* (Bainbridge, 1999, p.42-44).

## **CAPÍTULO II**

### **A Regulação das Operações com Informações Privilegiadas no Brasil**

A regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas no Brasil atende aos princípios da harmonização e cooperação defendidos pela IOSCO. Ao adotar o princípio jurídico do *interesse público* como justificativa para a regulação do mercado de valores mobiliários, a CVM procura condenar as operações com informações privilegiadas segundo critérios de justiça e equidade. Nesse sentido, podemos entender a *rationale* da regulação dessas operações no Brasil através da perspectiva *ad hoc* das práticas injustas.

A CVM exerce suas atribuições regulatórias baseada em seis fundamentos básicos que julga serem condições necessárias e suficientes para a regulação. São eles: o interesse público; a confiabilidade no mercado; a eficiência informacional; a promoção de um ambiente favorável à competição; o livre mercado; a proteção ao investidor.

Quatro princípios determinam a estrutura da regulação do mercado de capitais brasileiro: a auto-regulação; o livre acesso às informações; a qualificação adequada para o exercício de atividades no mercado; a fiscalização da conduta dos intermediários.

O aparato regulatório do modelo brasileiro, em muito se assemelha ao modelo norte americano, embora a legitimidade processual da CVM no Brasil e da SEC nos EUA difira significativamente. A legitimidade processual da CVM para a defesa dos interesses de pessoas físicas e jurídicas prejudicadas no mercado de capitais brasileiro é bastante limitada, pois o nível de proteção que a CVM confere à sociedade se resume, principalmente, ao exercício do poder de polícia no âmbito exclusivamente administrativo. Ou seja, os infratores das normas legais ou regulamentares que tenham a sua responsabilidade apurada em inquérito ficam sujeitos as penalidades previstas no art.11 da Lei 6385/76 [1].

A CVM não tem nem a atribuição nem os poderes legais conferidos para, em nome dos prejudicados pelo ato ilícito, ajuizar ação civil em sua defesa com vistas a evitar prejuízos ou a obter o ressarcimento de possíveis perdas. Vale lembrar que a CVM não pode atuar como órgão julgante, pois é Autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e, portanto, não está ligada ao Poder Judiciário.

Esta prerrogativa foi conferida pela Lei 7.913 dez/89 somente ao Ministério Público. O presente trabalho entende que seria conveniente a extensão dessa legitimidade processual também a CVM, a exemplo do que ocorre com a SEC nos EUA.

No Brasil, o arcabouço legislativo de repressão às fraudes praticadas no âmbito do mercado de capitais é bastante difuso e incompleto. O direito positivo em vigor é deveras omissivo no que se refere à tipificação de condutas criminosas no âmbito do mercado de valores mobiliários, o que pode ser comprovado pelo Código Penal brasileiro que contempla somente as figuras do estelionato (art.171), do induzimento à especulação (art.174), da fraude no comércio (art.175) e da falsificação (art.297 e 298). A própria Lei 7.492/86 (Lei do Colarinho Branco) não prevê determinados ilícitos que pela gravidade dos possíveis prejuízos gerados ao mercado deveriam ser tipificados como crime.

Entre alguns ilícitos destacam-se: o “*correr na frente*”; a manipulação de preços (genericamente prevista na Lei de Economia Popular), e as operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas.

No momento em que se retoma a discussão sobre a dimensão jurídica que deverá parametrizar a legislação do mercado de capitais, é importante consignar expressamente a prescritibilidade dos ilícitos cometidos no seu espaço. Nesse sentido, entendo que as infrações ocorridas no mercado de capitais deveriam prescrever em cinco anos, contados da data do ilícito ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

## **2.1- O desempenho do mercado de capitais brasileiro e o arcabouço institucional da regulação do mercado**

O fraco desempenho do mercado de capitais brasileiro entre 1972 e 1975 foi resultado da perda de confiança dos investidores no mercado devido à crise de 1971. Com a integridade do mercado abalada, demandas crescentes por transformações estruturais no Sistema Financeiro Nacional começaram a surgir. Entre as mais expressivas estiveram a criação da Lei das S/A (Lei 6.404/76) e a criação da CVM pela Lei 6.385/76.

Em relação à Lei das S/A, esta promoveu a padronização do mercado de valores mobiliários, incentivou a criação de mecanismos de divulgação de informações mais eficazes, obrigou a distribuição de dividendos mínimos e garantiu o direito de recesso aos acionistas. A criação da CVM, por sua vez, promoveu o desenvolvimento do mercado tornando-o mais dinâmico, líquido e confiável.

A CVM foi criada pela Lei No 6385 dez/76 com o dever de regular e desenvolver o mercado de valores mobiliários. Sendo uma Autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, a CVM veio assumir funções anteriormente cometidas ao Banco Central pela Lei No 4.728/65.

O art 4º da lei 6.385 dez/76 estabelece a competência da CVM sobre o mercado de capitais e elenca os seguintes objetivos: a) estimular a formação de poupanças e sua

aplicação em valores mobiliários; b) promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações; c) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão; d) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado de atos ilegais de administradores de carteira de valores mobiliários; e) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; f) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; g) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Os resultados positivos dessas reformas só foram sentidos a partir de 1983, quando a economia brasileira começou a sair do ciclo recessivo que se iniciara em 1981. O volume total dos negócios cresceu em termos reais algo em torno de 103 % em 1984, 113 % em 1985 caindo para 36 % em 1986, embora com participação de 10 % no GDP [2].

A tabela {1} mostra a evolução do volume dos negócios nos mercados “*over the counter*” [3], futuros, opções e outros realizados nas Bolsas de Valores entre 1980 e 1991.

\* Tabela {1}: Volume de Negócios no Mercado Acionário (US\$ milhões)

<b>Anos</b>	<b>Demanda</b>	<b>Over the Counter</b>	<b>Futuro</b>	<b>Opções</b>	<b>Outros</b>	<b>Total</b>	<b>% GDP</b>
<b>1980</b>	<b>2.834</b>	<b>216</b>	<b>2.412</b>	<b>29</b>	<b>82</b>	<b>5.573</b>	<b>3</b>
<b>1981</b>	<b>1.641</b>	<b>32</b>	<b>4.217</b>	<b>305</b>	<b>131</b>	<b>6.326</b>	<b>3</b>
<b>1982</b>	<b>2.168</b>	<b>92</b>	<b>2.977</b>	<b>669</b>	<b>188</b>	<b>6.094</b>	<b>3</b>
<b>1983</b>	<b>2.717</b>	<b>455</b>	<b>234</b>	<b>1.448</b>	<b>213</b>	<b>5.067</b>	<b>2</b>
<b>1984</b>	<b>5.556</b>	<b>1.220</b>	<b>1.241</b>	<b>1.441</b>	<b>828</b>	<b>10.286</b>	<b>4</b>
<b>1985</b>	<b>12.660</b>	<b>1.945</b>	<b>837</b>	<b>4.716</b>	<b>1.759</b>	<b>21.917</b>	<b>7</b>
<b>1986</b>	<b>18.681</b>	<b>3.443</b>	<b>146</b>	<b>7.399</b>	<b>146</b>	<b>29.815</b>	<b>9</b>
<b>1987</b>	<b>6.412</b>	<b>407</b>	<b>51</b>	<b>3.104</b>	<b>76</b>	<b>10.102</b>	<b>3</b>
<b>1988</b>	<b>12.789</b>	<b>304</b>	<b>-</b>	<b>4.756</b>	<b>213</b>	<b>18.067</b>	<b>5</b>
<b>1989</b>	<b>13.966</b>	<b>272</b>	<b>-</b>	<b>2.083</b>	<b>792</b>	<b>17.114</b>	<b>4</b>

<b>1990</b>	<b>4.956</b>	<b>81</b>	<b>-</b>	<b>448</b>	<b>95</b>	<b>5.581</b>	<b>1</b>
<b>1991</b>	<b>9.002</b>	<b>Nd</b>	<b>-</b>	<b>2.199</b>	<b>Nd</b>	<b>11.313</b>	<b>3</b>

Fonte: Periódico Mensal CVM (vários números).

As reformas estruturais que se sucederam, impactaram o desempenho do mercado de emissões primárias de ações e de debêntures. No mercado de ações, o marco recorde de US\$ 1,198 milhões foi alcançado em 1986.

No mercado de debêntures, a escassez expressiva de créditos bancários observados no início da década de 80 proporcionou um rápido crescimento das emissões primárias desse título.

Entretanto, as inúmeras restrições sobre esse mercado elevaram significativamente os custos de emissão, interrompendo o ritmo do seu crescimento.

As tabelas {2} e {3} mostram a evolução das emissões primárias de ações e de debêntures no período 1980-91.

**\* Tabela {2}:Emissões Primárias de Ações (US\$ milhões)**

<b>Anos</b>	<b>Ordinárias</b>	<b>Preferenciais</b>	<b>Total</b>	<b>Poupança</b>	<b>%</b>
			<b>(a)</b>	<b>Doméstica</b>	<b>(a/b)</b>
				<b>(US\$ bi) (b)</b>	
<b>1980</b>	<b>252</b>	<b>397</b>	<b>649</b>	<b>40,5</b>	<b>1,6</b>
<b>1981</b>	<b>157</b>	<b>133</b>	<b>290</b>	<b>42,8</b>	<b>0,7</b>
<b>1982</b>	<b>224</b>	<b>245</b>	<b>469</b>	<b>38,7</b>	<b>1,2</b>
<b>1983</b>	<b>92</b>	<b>157</b>	<b>249</b>	<b>34,3</b>	<b>0,7</b>
<b>1984</b>	<b>140</b>	<b>390</b>	<b>530</b>	<b>46,1</b>	<b>1,2</b>
<b>1985</b>	<b>169</b>	<b>416</b>	<b>585</b>	<b>57,8</b>	<b>1,0</b>
<b>1986</b>	<b>223</b>	<b>975</b>	<b>1198</b>	<b>60,7</b>	<b>2,0</b>
<b>1987</b>	<b>165</b>	<b>225</b>	<b>390</b>	<b>83,3</b>	<b>0,5</b>
<b>1988</b>	<b>211</b>	<b>318</b>	<b>529</b>	<b>94,8</b>	<b>0,6</b>
<b>1989</b>	<b>262</b>	<b>496</b>	<b>758</b>	<b>111,5</b>	<b>0,7</b>

<b>1990</b>	<b>325</b>	<b>450</b>	<b>775</b>	<b>91,7</b>	<b>0,8</b>
<b>1991</b>	<b>207</b>	<b>395</b>	<b>602</b>	<b>83,0</b>	<b>0,7</b>

Fonte: i- Periódico Mensal CVM; ii- Boletim do Banco Central; iii- Contas Nacionais IBGE. (Vários Números)

**\* Tabela {3}: Emissões Primárias de Debêntures (US\$ milhões).**

<b>Anos</b>	<b>Simplex</b>	<b>Convertíveis</b>	<b>Total (a)</b>	<b>Poupança Doméstica (US\$ bi) (b)</b>	<b>% (a/b)</b>
<b>1980</b>	<b>158</b>	<b>150</b>	<b>308</b>	<b>40,47</b>	<b>0,76</b>
<b>1981</b>	<b>1.452</b>	<b>283</b>	<b>1.735</b>	<b>42,8</b>	<b>4,1</b>
<b>1982</b>	<b>1.395</b>	<b>357</b>	<b>1.752</b>	<b>38,7</b>	<b>4,5</b>
<b>1983</b>	<b>176</b>	<b>520</b>	<b>696</b>	<b>34,3</b>	<b>2,0</b>
<b>1984</b>	<b>104</b>	<b>195</b>	<b>299</b>	<b>46,1</b>	<b>0,6</b>
<b>1985</b>	<b>70</b>	<b>45</b>	<b>115</b>	<b>57,8</b>	<b>0,2</b>
<b>1986</b>	<b>42</b>	<b>97</b>	<b>139</b>	<b>60,7</b>	<b>0,2</b>
<b>1987</b>	<b>3</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>83,3</b>	<b>0,0</b>
<b>1988</b>	<b>2.625</b>	<b>628</b>	<b>3.253</b>	<b>94,8</b>	<b>3,4</b>
<b>1989</b>	<b>735</b>	<b>750</b>	<b>1.485</b>	<b>111,5</b>	<b>1,3</b>
<b>1990</b>	<b>806</b>	<b>110</b>	<b>916</b>	<b>91,7</b>	<b>1,0</b>
<b>1991</b>	<b>971</b>	<b>40</b>	<b>1.011</b>	<b>83,0</b>	<b>1,2</b>

Fonte: Relatório Mensal CVM (Vários Números).

Na segunda metade da década de 80, influenciado pela queda das taxas de crescimento da economia e pelo desastre do receituário heterodoxo, o desempenho do mercado de valores mobiliários brasileiro foi deveras crítico. Os efeitos diretos do fracasso heterodoxo da estabilização foram o esvaziamento do mercado acionário e a elevação das incertezas dos investidores.

Entre 1986 e 1987, por exemplo, o desempenho do índice IBOVESPA sofreu queda real de aproximadamente 83 %. Precisamente em 1989, devido à excessiva concentração de posições acionárias nas mãos de poderosos grupos de investidores, o IBOVESPA

chegou a sofrer queda de 54 %, vindo a piorar ainda mais com a recessão e a crise de liquidez engendrada pelo Plano Collor [4].

A partir de 1991, entretanto, notamos uma reversão no desempenho do mercado de valores mobiliários, com o IBOVESPA chegando a crescer 205 % (termos reais). A recuperação do mercado deveu-se basicamente a dois fatores. O primeiro foi à abertura do mercado de capitais aos investidores estrangeiros. O segundo, as profundas reformas estruturais sofridas pelo estado brasileiro a partir do processo de privatização de suas empresas.

Todavia, o desempenho do mercado primário de ações foi bastante limitado. A emissão primária de ações em relação ao total da poupança bruta doméstica da economia brasileira foi de apenas 1 % entre 1980 e 1994. Alguns fatores explicam tão baixo desempenho. A natureza de aversão ao risco dos investidores brasileiros; a estrutura conservadora e familiar da governança corporativa de boa parte das empresas; a falta de confiança do pequeno e médio investidor nos intermediários financeiros e a instabilidade macroeconômica dos anos 80 e 90.

Das 1.152 empresas registradas na BOVESPA em 1983, apenas 839 permaneceram no mercado até 1993. Em 1993, menos de 25 % das empresas participavam do mercado de capitais, com menos de 10 % apresentando liquidez.

O esvaziamento do mercado de capitais brasileiro reduziu o valor de mercado das ações listadas no BOVESPA e provocou uma queda significativa do volume negociado durante o ano de 1990. Enquanto em 1986 o valor de mercado das ações atingiu US\$ 86 bilhões, em 1990 não chegou a ultrapassar os US\$ 18 bilhões. O volume médio diário observado em 1990 foi bastante pequeno se comparado à média de 1989 (US\$ 2,9 bilhões contra US\$ 14,2 bilhões). Como consequência deste cenário, os estímulos para abertura de capital ou lançamento de novas ações ficaram bastante reduzidos [5].

### **2.1.1- A estrutura legal**

O aparato legal sobre matéria relativa a regulação das operações realizadas no mercado de capitais brasileiro é composto pelas Instruções CVM No 8 (out/79), No 31 (fev/84) e No 202 (dez/93). Complementam esta lista, os artigos 153 a 159 da Lei No 6.404 dez/76 (alterada pela Lei No 9.457/97) e, finalmente, a Lei No 7.913 dez/89. Esta última escolhida como marco regulatório.

A instrução CVM No 8 (out/79) define operações fraudulentas; operações não eqüitativas; manipulação de preços e criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários. As operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas, embora possam ser consideradas práticas não eqüitativas, não estão definidas ou mesmo tipificadas nessa instrução.

Por operação fraudulenta, a CVM entende ser aquela em que se utilize ardid ou artifício destinados a induzir ou manter terceiros no erro. O objetivo é obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.

Por prática não eqüitativa, a CVM entende ser aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Embora não citadas de forma explícita nessa instrução, as operações com informações privilegiadas costumam se enquadrar, segundo a CVM, dentro dessa definição.

Por manipulação de preços, a CVM entende ser o uso de qualquer processo ou artifício, destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou reduzir a cotação de qualquer classe de valores mobiliários, induzindo terceiros à sua compra ou venda.

Por condições artificiais de demanda, oferta ou preço, a CVM entende serem aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes, ou intermediários,

por ação ou omissão dolosa, provocariam, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens das compras ou vendas de valores mobiliários.

A CVM considera falta grave, passível de aplicação das penalidades previstas no art 11, incisos I a VI da Lei No 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta instrução. As penalidades previstas são a advertência; multa; suspensão do exercício de atribuições; inabilitação temporária; suspensão da autorização ou registro para o exercício de atividades; cassação da autorização ou registro para o exercício de atividades; proibição temporária (máximo de 10 ou 20 anos) de atuar no mercado.

A Instrução CVM No 31 fev/84 dispõe sobre a regulação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo as companhias abertas. A *rationale* desta instrução reside na tentativa de garantir o princípio do livre acesso às informações. A Instrução em seu art.1º define *relevante* e elenca uma série de modalidades de atos e fatos que poderão influir na cotação dos valores mobiliários das companhias abertas; na decisão dos investidores em negociar com valores mobiliários e na determinação dos investidores de exercer direitos inerentes a condição de titular dos valores emitidos pela companhia.

O dever dos administradores da companhia aberta de comunicar e divulgar á CVM, à Bolsa de Valores e à Imprensa, ato ou fato relevante, encontra-se no art.2 da referida instrução.

O *caput* do art.9º dispõe sobre o dever dos administradores e acionistas controladores, de guardar sigilo acerca de informação de natureza privilegiada. Para efeito do exercício da regulação das operações com informações privilegiadas, os art.10; 11; 12 são extremamente importantes, pois dispõe de matéria.

O art.10 veda aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valer-se de informação material a qual tenham acesso privilegiado, e que ainda não tenha sido tornada pública. Aqui se consubstancia a condição necessária à ilicitude dessas operações, embora não tipifique claramente a figura do *investidor corporativo*.

O art 11 atende a perspectiva *ad hoc* das práticas injustas de mercado proposta pela IOSCO e classifica como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por indivíduo que, em virtude de seu cargo, função ou posição, utilize-se de atos ou fatos relevantes ainda não divulgados ao mercado. O art 12 estende a responsabilidade pelo dever de guardar sigilo dessas informações a subordinados e a terceiros de confiança. Assim, ainda que de forma não clara, o artigo tipifica o chamado *investidor secundário*.

A Instrução CVM No 202 dez/93 dispõe sobre os registros compulsórios, periódicos e eventuais que as empresas terão que divulgar para que possam negociar valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão. A instrução trouxe também a figura do *diretor de relações com o mercado* (art 5 e 6), um agente fiduciário responsável pela prestação de informações aos investidores a CVM, e, caso a companhia tenha registro em Bolsa de Valores, às Bolsas.

Em seu art.23, a instrução aprovou os formulários IAN (informações anuais); ITR (informações trimestrais); IPE (informações periódicas e eventuais); e DFP (demonstrações financeiras padronizadas). Esses formulários consistem em divulgação obrigatória para companhias abertas que queiram negociar seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. Como no modelo norte americano, a CVM isenta-se de responsabilidade sobre qualquer apreciação realizada sobre companhia registrada na Autarquia (art.20).

Os artigos 153 a 159 da Lei No 6.404 dez/76 (alterada pela Lei No 9.457/97) tratam dos deveres e responsabilidades dos administradores e *investidores corporativos* para com a empresa, seus acionistas, e investidores.

Para efeito de análise das operações de compra e venda de títulos com informações privilegiadas, podemos destacar o art 155, inciso III, parágrafos 1 e 2. O parágrafo primeiro trata do dever de guardar sigilo sobre quaisquer informações ainda não

divulgadas para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo, e capaz de influir de forma significativa na cotação de valores mobiliários. Entretanto, o art 155 não apresenta uma taxonomia para a figura do *investidor corporativo*, dificultando sua tipificação e retardando a apuração de responsabilidades.

O parágrafo segundo gerou incentivos para um monitoramento mais eficiente das relações de agência nas empresas, reduzindo problemas de *corpo mole* e apropriação indevida dos direitos de propriedade sobre as informações materiais. Diz o parágrafo.

*“O administrador deve zelar para que a violação do disposto no parágrafo primeiro não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança”* (Lei 6.404, Dez/76, art 155, inciso III, parágrafo 2º).

O dever de informar (art.157); a extensão da responsabilidade dos administradores (art.158), e a ação de responsabilidade (art.159) completam o conjunto de obrigações e deveres dos administradores para com a propriedade corporativa das empresas. Em especial, dos direitos de propriedade sobre as informações.

Por fim, a Lei 7.913 dez/89 dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. A Lei 7.913 completou a Lei 7.492/86 (Lei do Colarinho Branco) ao prever ilícitos que, pela gravidade dos prejuízos gerados ao mercado, deveriam ser enquadrados como crime.

A Lei 7.913, de forma equivocada, conferiu somente ao Ministério Público a prerrogativa de ajuizar ação civil em defesa dos prejudicados por atos ilícitos praticados no mercado de capitais. A impossibilidade de a CVM atuar como órgão judicante em defesa dos investidores acabou por gerar dúvidas quanto à eficiência desta lei sobre o mercado.

No inciso II do art 1º, podemos vislumbrar uma tentativa, ainda que velada, de enquadrar as operações com informações privilegiadas na lei. Diz o inciso que caberá ao Ministério Público de ofício, ou por solicitação da CVM, adotar as medidas judiciais

necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento dos danos causados aos titulares de valores mobiliários, quando.

*“Compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas” (Lei No 7.913 Dez/89, art.1º, inciso II).*

A seção 2.2 avalia o desempenho da CVM na condução da regulação do mercado de capitais no período de 1986 a 1998.

## **2.2- O desempenho da CVM: 1979-1998**

O bom ou mau desempenho da CVM na condução da regulação do mercado de capitais é uma questão empírica. O capítulo 3 apresentará a metodologia empírica utilizada para testar a hipótese nula de que os retornos esperados das operações com informações privilegiadas, observadas no mercado de capitais brasileiro entre jan/89 e dez/91, não foram estatisticamente significativos. Por ora, o capítulo dois encerra-se com um relato geral e descritivo do desempenho da CVM na condução da regulação do mercado de capitais entre 1986 e 1998.

A esfera de atuação da CVM sobre determinados ilícitos praticados no mercado de capitais brasileiro ainda é bastante limitada. A fragilidade da Autarquia no exercício de suas atribuições deveu-se, no meu entender, a falta de legitimidade processual para a defesa dos interesses dos investidores, pois como vimos, o nível de proteção que a CVM confere a sociedade se resume ao exercício do poder de polícia no âmbito administrativo, ou seja, ilícitos praticados por infratores das normas legais ou regulamentares que tenham sua responsabilidade apurada em inquérito ficam sujeitos às penalidades previstas no art 11 da Lei 6385 dez/76.

A instauração de inquéritos administrativos anos após a ocorrência da ilicitude, decorre do entendimento de que o ilícito administrativo é imprescritível, pois não há expressado previsão legal que acolha a prescrição. Esta visão é equivocada, na medida que sujeita o

jurisdicionado, em tese, a perpétua possibilidade de ser punido pelo órgão. A imprescritibilidade neste caso é negativa, pois deixa o agente público sem limites temporais para a apuração e apenação dos ilícitos praticados no âmbito do mercado de capitais, prolongando sobremaneira os procedimentos administrativos instaurados.

As enormes lacunas encontradas no Código Penal e na Lei do Colarinho Branco (somente as figuras do estelionato, art.171, induzimento à especulação, art.174, fraude no comércio, art.175, e falsificação, art.297-98 são contempladas pelo Código Penal) também contribuíram, a meu ver, para o desempenho apenas satisfatório da CVM durante o período considerado.

Devemos também destacar a elevada rotatividade dos membros do colegiado (prazo médio de permanência das diretorias de somente um ano), e às superposições de competências entre a CVM e o Banco Central como fatores importantes para a geração de enclaves ao bom desempenho da Autarquia. Essas superposições foram mais expressivas na criação de normas e padrões contábeis e de auditoria. Nesse sentido, vale lembrar que a Medida Provisória No 1.376 abr/96 eliminou boa parte destas superposições [6].

Por último, a ausência de cooperação entre a CVM, Banco Central, e Secretaria da Receita Federal, no trânsito com informações sobre sigilo bancário, foram também determinantes para o regular desempenho da Autarquia.

As tabelas {4} e {5}, e os gráficos 1 e 2, mostram a evolução do número de inquéritos administrativos julgados ou arquivados, e o número de penalidades administrativas aplicadas pela CVM entre os anos 1986 e 1996.

**\* Tabela {4}: Inquéritos Administrativos Decididos/CVM 1986-96.**

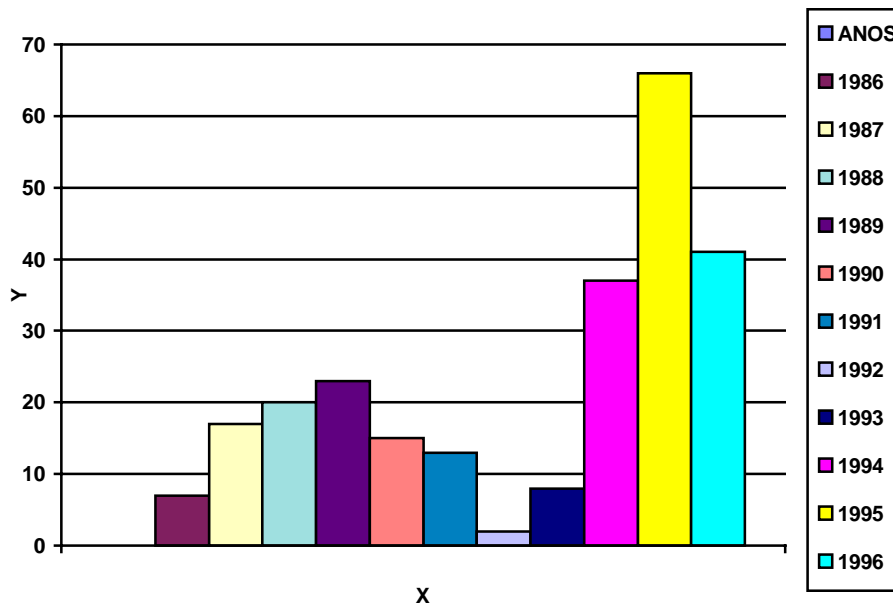
<b>Anos</b>	<b>Inquéritos Administrativos Decididos</b>
<b>1986</b>	<b>7</b>
<b>1987</b>	<b>17</b>

1988	20
1989	23
1990	15
1991	13
1992	2
1993	8
1994	37
1995	66
1996	41

Nota: 1996 até 30 de junho

Fonte: CVM/96

**\* Gráfico 1: Inquéritos Decididos CVM/ 1986-96.**



**\* Tabela {5}: Número de Penalidades Aplicadas CVM.**

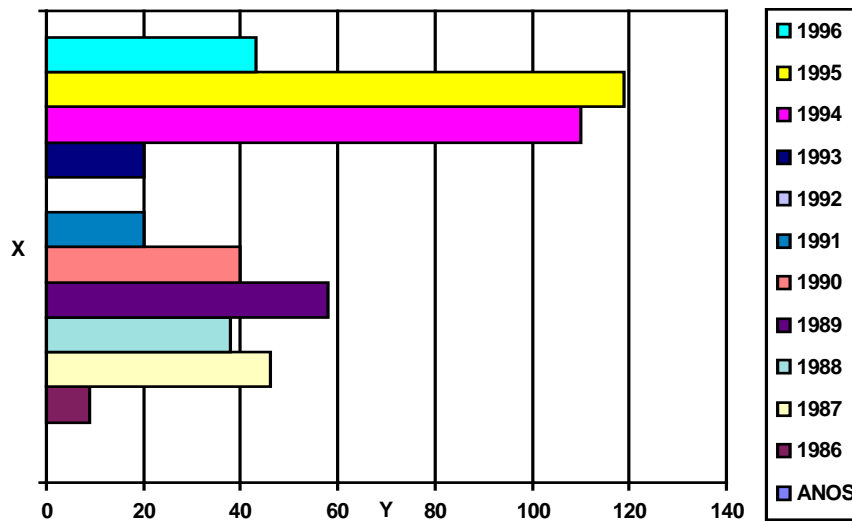
Anos	Número de Penalidades Aplicadas CVM
1986	9

1987	46
1988	38
1989	58
1990	40
1991	20
1992	0
1993	20
1994	110
1995	119
1996	43

Nota: 1996 até 30 de junho

Fonte: CVM/96

\* Gráfico 2: Número de Penalidades Administrativas Aplicadas CVM/1986-96



A tabela {6} mostra a distribuição das penalidades aplicadas pela CVM entre os anos de 1979 e 1998. Os dados são agregados, e não explicitam a natureza dos inquéritos. Vale lembrar que a Lei 6385 dez/76 admite recurso de *compromisso de cessação de prática* (art.11, § 5º, 6º, 7º, 8º).

Na coluna *absolvidos/excluídos* foram excluídos os inquéritos que admitiram compromissos de cessação de prática.

**\* Tabela {6}: Relatório Estatístico de Decisões CVM/1979-98.**

<b>Anos</b>	<b><i>Absolvidos/ Excluídos</i></b>	<b><i>Advertidos</i></b>	<b><i>Multados</i></b>	<b><i>Suspensos</i></b>	<b><i>Inabilitados</i></b>	<b><i>Cassados</i></b>	<b><i>Total</i></b>
<b>1979</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>34</b>
<b>1980</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36</b>
<b>1981</b>	<b>74</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>172</b>
<b>1982</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>89</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>141</b>
<b>1983</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>123</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>256</b>
<b>1984</b>	<b>100</b>	<b>75</b>	<b>41</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>218</b>
<b>1985</b>	<b>84</b>	<b>45</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>198</b>
<b>1986</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>17</b>
<b>1987</b>	<b>20</b>	<b>9</b>	<b>36</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>68</b>
<b>1988</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>29</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>48</b>
<b>1989</b>	<b>38</b>	<b>14</b>	<b>39</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>94</b>
<b>1990</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>57</b>
<b>1991</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>30</b>
<b>1992</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>1993</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>25</b>
<b>1994</b>	<b>72</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>179</b>

<b>1995</b>	<b>144</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>233</b>
<b>1996</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>85</b>
<b>1997</b>	<b>45</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>86</b>
<b>1998</b>	<b>50</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>75</b>
<b>Total</b>	<b>823</b>	<b>470</b>	<b>681</b>	<b>27</b>	<b>48</b>	<b>3</b>	<b>2052</b>

Fonte: Relatório Estatístico de Decisões CVM/98

Segundo os dados da tabela, o ano de 1983 respondeu pelo maior número de inquéritos instaurados, 256. Esse desempenho deveu-se à recuperação do mercado de capitais em razão das profundas reformas estruturais citadas no início do capítulo, e à reversão do ciclo econômico a partir de 1981. Dos inquéritos instaurados em 1983, 77% resultaram em alguma penalidade (28% de advertências e 49% de multas), ocorrendo apenas uma única inabilitação.

Aproximadamente 40% dos inquéritos instaurados entre 1979 e 1998 resultaram em absolvição ou exclusão dos infratores das normas legais ou regulamentares. A pena de multa aplicada sobre ilícitos praticados no mercado de capitais respondeu por 33% dos inquéritos, enquanto que as advertências respondem por aproximadamente 23% dos processos.

O pior desempenho da CVM foi durante 1992. Isso se deveu ao esvaziamento do mercado de capitais em razão da crise de liquidez provocada pelo seqüestro dos ativos financeiros durante o Plano Collor e pela elevada rotatividade dos membros do colegiado.

Em 1994 e 1997, um total de 20 inabilitações foi observado. Esse desempenho deveu-se às profundas transformações sofridas no início da década de 90 pela economia brasileira, em especial, a abertura do mercado e o processo de privatização. A necessidade de estender a representatividade da CVM sobre o mercado engendrou novos deveres e obrigações das empresas para com a CVM, e da Autarquia para com o mercado.

Dos 181 inquéritos registrados na CVM entre 1989 e 1991, aproximadamente 23% (41 inquéritos) foram relativos a indícios de operações com base em informações privilegiadas [7]. Desse total, 25 foram abertos em 1989 (20 até jul/89), 10 em 1990, e 6 em 1991. Em 1989, 18 inquéritos resultaram em absolvição, cinco em advertência e apenas dois multados. Em 1990, seis inquéritos resultaram em multas, três em advertências, e apenas uma absolvição, enquanto que em 1991 tivemos duas advertências e quatro multas. Dois motivos poderiam explicar esses resultados.

Os instrumentos de regulação utilizados pela CVM no exercício do cumprimento da lei foram eficientes, logo, o valor esperado dos retornos dessas operações é baixo se comparado, por exemplo, aos custos de transação, ou aos custos de litígio potenciais. As novas informações foram rapidamente absorvidas pelo mercado, o que teria limitado os ganhos anormais dos *investidores corporativos* no médio e longo prazo.

O capítulo **III** trata da avaliação empírica da Lei No 7.913 dez/89 (marco regulatório) sobre as operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas no mercado de capitais brasileiro. O objetivo do capítulo é analisar a eficiência da lei no cumprimento dos seus propósitos durante o período entre jan/90 e dez/91.

**\* NOTAS:**

[1] A Lei No 6.385 dez/76 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Em seu art 11, a lei trata da imposição de penalidades aos infratores das normas, resoluções e demais disposições. As penalidades são a advertência; multa; suspensão; inabilitação; cassação; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades no mercado e proibições temporárias.

[2] Dados obtidos de Cysne, Rubens P & Faria, Lauro F (1997), “Comments on the Brazilian Financial System” em Centro de Estudos de Reforma do Estado, mimeo, No.2.

[3] O chamado mercado “*over the counter*” é um mercado amplo e desregulado, onde operadores geograficamente dispersos e interligados por sistemas de telecomunicações e computadores negociam ativos financeiros. Os ativos financeiros negociados neste mercado são, geralmente, ações não listadas nas bolsas. Nos Estados Unidos, o NASD (*National Association of Securities Dealers*) e o NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) são bons exemplos.

[4] Cysne, Rubens P & Faria, Lauro F (1997), *op cit.*

[5] Cysne, Rubens P & Faria, Lauro F (1997), *op cit.*

[6] A Medida Provisória No 1.376, abr/96 eliminou os conflitos de competências no que diz respeito à regulamentação de padrões contábeis e de auditoria, e as demonstrações contábeis de instituições financeiras com ações colocadas junto ao público. A

fiscalização da atividade de auditoria independente passou a ser integrada com o Banco Central.

[7] Dados obtidos do *Relatório Estatístico de Decisões/1996* da CVM.

### CAPÍTULO III

#### **O Impacto da Lei No 7.913/89 sobre as Operações com Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais Brasileiro-1989/1991.**

Como pudemos observar no capítulo anterior, a Lei No 7.913/89 veio dispor sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro. A lei, junto aos artigos 155-59 da Lei 6.404 dez/76, e a Instrução CVM No 8 out/79, completou o aparato legal de coerção das “*práticas injustas*” realizadas no mercado de valores mobiliários brasileiro. Em destaque, vimos que o propósito da lei 7.913/89 foi coibir as operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas.

Do universo de 181 inquéritos instaurados entre jan/89 e dez/91, aproximadamente 23% representaram casos com indícios de operações com informações privilegiadas. Essas operações, embora realizadas por *investidores corporativos* e baseadas em informações materiais das empresas, não devem ser entendidas como ilegais, pois foram divulgadas a CVM através de registros próprios, com todos os prazos de divulgação das informações respeitados e cumpridos.

Essas operações aparecem no *Relatório de Operações de Insiders* e no *Relatório Estatístico de Decisões*, ambos da CVM. O *Relatório de Operações de Insiders* procura seguir o modelo “*form 4*” da SEC, e contém informações sobre a identificação das empresas, data das transações, volume de ações negociadas, códigos de compra ou venda, cotações de fechamento das operações, períodos de retenção, e os retornos das operações [1].

Este capítulo analisa empiricamente a eficácia da regulação das operações com informações privilegiadas no mercado de capitais brasileiro. O modelo de equilíbrio utilizado para estimar os retornos dos portfólios contendo ações listadas nos relatórios foi o *modelo de mercado* na versão de Black, Jensen & Scholes (1972).

Ao analisarmos o impacto da lei 7.913/89 sobre os retornos gerados por operações com informações privilegiadas, estamos avaliando o desempenho da CVM no cumprimento de suas atribuições para com os investidores e o mercado. Neste sentido, devemos invocar a própria essência dos fundamentos da regulação do mercado de capitais brasileiro que, como vimos, procuram promover a transparência, eficiência, justiça e, sobretudo, a integridade do mercado.

A eficácia da CVM no exercício do processo regulatório sobre as operações com informações privilegiadas pode ser, em grande medida, avaliada pelos efeitos provocados pela regulação sobre os retornos proporcionados por essas operações. Assim, ao testarmos a significância estatística dos retornos gerados pelas operações com informações privilegiadas estamos, de fato, avaliando se a lei foi ou não capaz de tornar os retornos dessas operações não significativos. Além disso, devemos ressaltar, ao avaliarmos o desempenho da lei, acabamos por testar a validade da hipótese de mercados eficientes no sentido de Fama (1970), pois, se satisfatório, nenhum *investidor corporativo* poderá auferir retornos significativos pelo uso indevido de informações privilegiadas.

Durante a especificação do *modelo de mercado* para o caso brasileiro, a escolha da periodicidade dos dados, se diários ou mensais, tornou-se um dilema. Entretanto, assumindo como válidas as observações metodológicas encontradas no trabalho de Brown & Warner (1980), foram utilizados dados mensais para as séries de preços e retornos das operações com informações privilegiadas. O uso de dados diários, segundo os autores, apresenta problemas, pois séries diárias costumam afastar-se de forma mais significativa das hipóteses de normalidade e sincronia das operações [2].

Em função da insuficiência de dados para uma perfeita especificação do modelo e dos testes estatísticos, o período analisado foi bastante curto, compreendendo apenas os anos de 1989-91.

Ao compararmos os resultados encontrados para 1990 e 1991 com aqueles obtidos para o ano de 1989, estamos avaliando se a lei foi, de fato, capaz de alterar a estrutura de incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas. Nesse sentido, a significância estatística dos retornos obtidos durante 1990 e 1991 foi comparada com os resultados do ano de 1989. Com isso, testamos a hipótese nula de que a lei foi eficiente ao tentar cumprir seu principal objetivo, isto é, tornar os retornos esperados dessas operações estatisticamente não significativos.

Para efeito de avaliação empírica da eficácia da lei, foram construídos 36 portfólios de compra e 36 portfólios de venda (jan/89 a dez/91). Os portfólios contém ações das empresas citadas no *Relatório de Operações de Insiders* da CVM durante o período selecionado.

Além disso, apenas as operações realizadas no mercado à vista foram consideradas. As operações com opções foram desconsideradas. As séries mensais de preço das ações listadas no *Relatório de Operações de Insiders*, e incluídas nos portfólios, foram construídas com base nos dados fornecidos pelos sistemas *Economática*<sup>®</sup> e *Macrodados*<sup>®</sup>. Todas as séries foram ajustadas para proventos (dividendos, bonificações, subscrições). As bonificações e subscrições foram corrigidas pelas fórmulas fornecidas pelos sistemas *Economática*<sup>®</sup> e *Macrodados*<sup>®</sup>, enquanto que a correção dos dividendos sofreu pequena modificação [3].

Custos de transação comuns às operações realizadas no mercado de valores mobiliários, como taxas de corretagem, custos de cumprimento das normas, custos de divulgação de informações, e custos com auditoria, foram também desconsiderados. Trabalhos como os de Lorie & Niederhoffer (1968), Jaffe (1974), e Seyhun (1988) consideraram custos de transação da ordem de 2%. Esses trabalhos testaram a validade da hipótese de eficiência de mercado na presença de retornos anormais gerados por operações com base em informações privilegiadas. O presente trabalho, entretanto, não comparou os resultados empíricos obtidos com quaisquer estimativas sobre custos de transação no mercado de capitais brasileiro.

### 3.1-Metodologia de construção dos portfólios.

Para cada mês do período entre jan/89 e dez/91, portfólios de compra e venda contendo ações das empresas listadas no *Relatório de Operações de Insiders* da CVM foram construídos. No total, 72 portfólios (36 de compra e 36 de venda) foram analisados. Os critérios para inclusão das ações nos portfólios seguiram as metodologias desenvolvidas nos trabalhos de Givoly & Palmon (1985), e Rozeff & Zaman (1988).

Para que uma ação possa ser incluída em um portfólio de compra, em um determinado mês, pelo menos três operações de compra e nenhuma venda deverão ter ocorrido naquele mês em específico. A recíproca se aplica para a construção dos portfólios de venda, isto é, para que uma ação seja incluída em um portfólio de venda, pelo menos três operações de venda e nenhuma compra deverão ter ocorrido naquele mês.

Segundo a metodologia desenvolvida por Givoly & Palmon (1985), e Rozeff & Zaman (1988), seja  $X$  um número inteiro qualquer. O portfólio correspondente ao mês  $\tau$  deverá incluir todas as ações listadas que atenderam ao critério supra, e que apresentaram eventos registrados no *Relatório de Operações de Insiders* durante os meses  $(\tau - X)$  e  $\tau$ .

Se uma empresa em particular apresentou eventos em  $c$  meses distintos durante o período entre  $(\tau - X)$  e  $\tau$ , ela será incluída  $c$  vezes no portfólio do mês  $\tau$ . Assim, por exemplo, o portfólio do mês mar/90 ( $\tau = 3$  e  $X = 2$ ) deverá incluir ações das empresas listadas que apresentaram eventos em jan/90, fev/90, e mar/90 [4].

Devemos lembrar que, ao utilizarmos o modelo de mercado na versão de Black, Jensen & Scholes (1972), estamos interessados em medir a magnitude das estatísticas-t relativas aos coeficientes *alpha* obtidos nas regressões e, com isso, testar a significância dos retornos observados após o marco regulatório escolhido. A hipótese nula,  $H_0$ , testada, como vimos, afirmou que a lei foi eficiente, reduzindo os retornos das operações com informações privilegiadas.

Os resultados das estatísticas-t dos coeficientes *alpha*, em 1989 (anterior a implementação da lei), foram comparados com os resultados observados para os anos de 1990 e 1991. Uma

vez montados os portfólios de compra e venda, os retornos mensais de cada portfólio foram comparados com a remuneração mensal efetiva do SELIC no período considerado. Os *excessos de retorno* assim chamados representam a variável dependente do *modelo de mercado*, e mostram os desvios dos retornos mensais dos portfólios em relação a um ativo isento de risco (taxa efetiva do SELIC).

Os portfólios mensais apresentaram diferentes *betas* estimados, entretanto, os *excessos de retorno* mensais não foram comparados com os *betas* dos portfólios e, portanto, não atenderam a nenhum critério de corte para a formação de portfólios ótimos. Podemos, portanto, afirmar, que os portfólios foram equiponderados ao longo do período em análise.

A seção 3.2 a seguir, apresenta o *modelo de mercado* na versão de Black, Jensen & Scholes (1972). A seção 3.3 trata da metodologia para avaliação do impacto da lei 7.913/89 sobre as operações com informações privilegiadas, e destaca os testes de significância realizados. A seção 3.4 apresenta e discute os resultados obtidos.

### **3.2- O modelo de mercado na versão de Black, Jensen & Scholes (1972)**

Na literatura teórica e empírica sobre finanças econômicas, a análise do impacto de eventos endógenos e exógenos sobre preços e retornos dos ativos tem sido objeto de avaliação freqüente, sobretudo, a partir do final da década de 60. O objetivo principal da maioria desses trabalhos foi testar a hipótese de eficiência do mercado desenvolvida por Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969), e Fama (1970). Entretanto, não houve consenso quanto aos resultados empíricos alcançados.

A existência de retornos anormais é inconsistente com a hipótese de que novas informações, públicas e privadas, são instantaneamente incorporadas aos preços correntes dos ativos das empresas. Dessa forma, o desempenho de um ativo ou portfólio só poderá ser considerado anormal, se comparado a algum modelo de equilíbrio específico.

Devemos definir *retornos anormais* de um ativo ou portfólio, em um determinado instante do tempo  $\tau$ , a diferença entre o retorno atual *ex post* e o retorno gerado pelo modelo de equilíbrio escolhido.

O *modelo de mercado* na versão de Black, Jensen & Scholes (1972) nos permite medir o prêmio de risco de um portfólio de compra ou venda acima do retorno do mercado, o que os referidos autores chamaram de *retorno diferencial*.

O *modelo de mercado* é um modelo estatístico baseado na hipótese (assumida) de normalidade conjunta da distribuição dos retornos dos ativos ou portfólios. Dado a estacionaridade dos parâmetros do modelo, a hipótese de normalidade é garantida pelo teorema central do limite.

Se a hipótese de normalidade é satisfeita, os resíduos irão possuir valores esperados iguais a zero, variância constante, e covariância nula com o mercado, qualquer que seja o tamanho da empresa. Para que o modelo fique bem especificado, podemos forçar a validade da hipótese de autocorrelação serial nula dos resíduos.

O *modelo de mercado* em sua versão original estabelece uma relação linear entre o retorno de qualquer ativo e o retorno do portfólio de mercado. A relação linear deriva da hipótese de normalidade conjunta dos retornos das ações selecionadas. O *modelo de mercado* admite também a hipótese de mercados de capitais eficientes no sentido de Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) e Fama (1970). Isto é, que novas informações materiais, sejam elas públicas ou privadas, serão instantaneamente incorporadas aos preços correntes das ações no mercado.

O *modelo de mercado* permite ainda uma interpretação bastante intuitiva, pois decompõe a taxa de retorno de um ativo em dois componentes, o associado aos aspectos e variações do mercado como um todo, e o associado aos aspectos específicos e particulares dos títulos.

Se todas essas hipóteses forem satisfeitas, a possibilidade dos investidores, ou mesmo dos *investidores corporativos*, auferirem retornos anormais baseados em informações

privilegiadas é bastante desprezível. Podemos citar Fama (1970), e definir mercados eficientes como segue.

*“O principal papel do mercado de capitais é alocar de forma eficiente à propriedade do estoque de capital da economia. Em geral, a situação ideal é aquela em que os preços promovem acuradas sinalizações para a alocação dos recursos: isto é, mercados em que as firmas possam realizar decisões de investimentos produtivos e que seus investidores possam escolher entre ativos representativos do capital das firmas, na hipótese de que os preços desses, a qualquer hora, possam refletir todas as informações, públicas e privadas a seu respeito. Mercados cujos preços dos ativos refletem todo o conjunto de informações públicas e privadas, disponíveis, são chamados de mercados eficientes”* (Fama, 1970, p.383).

Se a hipótese de mercados eficientes for satisfeita, os desvios do retorno do ativo  $i$ ,  $R_{it}$ , em relação aos seus valores esperados de equilíbrio, condicionado ao conjunto de informações públicas e privadas disponíveis no instante  $t - 1$ ,  $\phi_{t-1}$ ,  $E\left(R_{it}/\phi_{t-1}\right)$ , não poderão ser sistematicamente diferentes de zero o que, em outras palavras, implica dizer que a variável  $\varepsilon_{it} \equiv R_{it} - E\left(R_{it}/\phi_{t-1}\right)$  possui valor esperado igual a zero e variância constante.

Grossman & Stiglitz (1976,1980) em dois clássicos trabalhos sobre a validade da hipótese de eficiência informacional no mercado de capitais, desenvolveram duas idéias bastante interessantes. Na primeira, o preço competitivo corrente dos ativos no mercado, de fato, seria capaz de transformar um conjunto de informações privadas em públicas.

Este processo, por sua vez, disseram os autores, proporcionava uma transferência de informações materiais dos agentes mais informados para os menos informados, tornando o mercado mais líquido e confiável.

Entretanto, Grossman & Stiglitz (1976,1980) reconheceram a inexistência de incentivos para ampla divulgação de informações por parte das empresas (mesmo estando submetidas a obrigações de natureza fiduciária ou contratual, ou a políticas de divulgação de informações ótimas). A ausência de incentivos, portanto, reduziria o grau de eficiência informacional do mercado, refutando a hipótese de Fama (1970). As

barreiras à ampla divulgação de informações seriam justificadas, portanto, pela posição de monopólio dos *investidores corporativos* sobre a propriedade corporativa das empresas.

Em especial, o acesso às informações privilegiadas. A segunda proposição colocou que, em equilíbrio, apenas uma fração dos agentes menos informados iriam, de fato, tornar-se informada. Entretanto, a presença de assimetrias informacionais não invalidaria a possibilidade de existência de mercados de capitais eficientes.

### 3.2.1- A especificação do *modelo de mercado* na versão de Black, Jensen & Scholes

O prêmio de risco de um portfólio individual acima do retorno do mercado, definido por Black, Jensen & Scholes (1972) como *retorno diferencial*, pode ser estimado pela seguinte regressão.

$$* \left( R_{i\tau} - R_{f\tau} \right) = \alpha_i + \beta_i \left( R_{m\tau} - R_{f\tau} \right) + \varepsilon_{i\tau} \quad (1)$$

Em (1):

\*  $R_{i\tau}$  é o retorno de um portfólio individual para o mês  $\tau$ .

\*  $R_{f\tau}$  é a taxa efetiva do SELIC para o mês  $\tau$ .

\*  $R_{m\tau}$  é o retorno do portfólio de mercado para o mês  $\tau$ , sendo representado pelo índice IBOVESPA.

\*  $\alpha_i$  é o intercepto da reta de regressão, e deve ser interpretado como uma medida dos desvios do *retorno diferencial*, de seus valores previstos (esperados).

\*  $\beta_i$  é a inclinação da reta de regressão e deve ser interpretado como uma medida do risco sistemático, isto é, a parcela do risco não eliminado por diversificação. Com  $\beta_i > 1$ , o portfólio é dito agressivo ou volátil, enquanto que com  $\beta_i < 1$  o portfólio é dito defensivo.

\*  $\varepsilon_{it}$  é uma variável aleatória do tipo ruído branco, e é assumida independente de  $R_{m\tau}$ , portanto, podemos interpretar  $\varepsilon_{it}$  como sendo o desvio aleatório do retorno de um portfólio individual de sua relação normal com o mercado. Essa variável é assumida como sendo uniformemente distribuída acima e abaixo da reta de regressão, possuindo valor esperado igual a zero, e variância constante.

Em (1), a variável dependente é  $\left( R_{it} - R_{f\tau} \right)$ , enquanto que os  $\beta_i$  são as variáveis explicativas (independentes). Portanto, para efeito de regressões em (1), devemos antes estimar  $\hat{\beta}_i$ , um estimador BLUE de  $\beta_i$ . Devemos ressaltar que os parâmetros do *modelo de mercado* foram estimados por OLS a partir do programa *Excel* da *Microsoft*®.

Os coeficientes *alpha* das regressões foram tratados no *modelo de mercado* de Black, Jensen & Scholes (1972) como variáveis independentes, medindo os desvios do retorno diferencial de seus valores previstos. Assim sendo, para efeito de avaliação da eficácia de lei 7.913/89 sobre os retornos das operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas, observamos a significância estatística dos coeficientes *alpha* encontrados nas 72 regressões rodadas entre jan/89 e dez/91.

A presença de coeficientes *alpha* significativamente diferentes de zero indica que o desempenho mensal médio dos portfólios contendo ações negociadas com informações privilegiadas estaria acima (ou abaixo) de seu desempenho esperado ou previsto. Este resultado apresenta-se como evidência estatística da existência de operações com informações privilegiadas no mercado de capitais brasileiro.

Se a hipótese nula não puder ser rejeitada, os coeficientes *alpha* encontrados nas regressões, após a implementação da lei (jan/90 a dez/91), serão estatisticamente não significativos. O nível de significância escolhido foi de 5%. As hipóteses nula (a lei foi eficiente) e alternativa foram especificadas como  $H_0 : \alpha_0 = 0$  e  $H_1 : \alpha_i > 0$  (teste unicaudal superior).

Voltando ao modelo, de (1), teríamos.

$$* \alpha_i = R_{it} - R_{ft} - \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) \quad (2)$$

Como os portfólios apresentam um número variado de ações e, como a variância residual das regressões rodadas incorpora os efeitos interdependentes de qualquer “*cross section*”, a estatística do erro padrão dos coeficientes *alpha* foi usada para o cálculo das estatísticas-t dos interceptos das retas de regressão. O erro padrão do intercepto *alpha*, nesse caso, foi usado para testar o desvio do coeficiente *alpha*, de zero. As estatísticas-t dos coeficientes medem, portanto, a significância estatística dos *retornos diferenciais*.

Ainda no modelo, em relação aos resíduos observados em (1), temos que.

$$* \varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (3)$$

Para estimarmos os parâmetros do *modelo de mercado* utilizando o método OLS, algumas hipóteses relevantes acerca dos resíduos foram feitas. Assim, os resíduos deveriam possuir valor esperado igual a zero, deveriam apresentar variância constante, e deveriam ser não correlacionados.

Com essas hipóteses satisfeitas, o método OLS permite que os estimadores dos parâmetros *alpha* e *beta*, bem como os de suas variâncias, atendam a propriedades estatísticas bastante desejáveis. Entre as mais relevantes poderíamos destacar a variância mínima, e a não tendenciosidade dos estimadores.

Para realizarmos inferências estatísticas a partir dos parâmetros amostrais encontrados e, para testarmos hipóteses acerca dos verdadeiros valores dos parâmetros, fez-se mister especificar a distribuição de probabilidades dos resíduos. Os estimadores OLS dos parâmetros *alpha* ( $\hat{\alpha}_i$ ) e *beta* ( $\hat{\beta}_i$ ) são ambos funções lineares dos resíduos. Assim, no *modelo de mercado*, a distribuição de probabilidades dos estimadores OLS depende das hipóteses assumidas sobre a distribuição de probabilidades dos resíduos.

Como as distribuições de probabilidades dos estimadores OLS são fundamentais para inferirmos conclusões sobre os valores populacionais, a natureza da distribuição dos resíduos torna-se capital para realizarmos qualquer teste de hipóteses.

O teorema central do limite promove, como sabemos, uma justificativa teórica para a hipótese de normalidade dos resíduos. Assim, é usualmente assumido que a distribuição de probabilidades dos resíduos segue a distribuição normal.

Posto isso, teríamos.

$$E(\varepsilon_i) = 0$$

$$E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2$$

$$E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \quad i \neq j$$

Ou, de forma sintética, a expressão abaixo.

$$\varepsilon_i \square N(0, \sigma^2) \quad (3.a)$$

Devemos ressaltar que, para duas variáveis normalmente distribuídas, a hipótese de covariância nula entre os resíduos significa independência entre as variáveis. Assim sendo, podemos afirmar que a hipótese de covariância nula garante que os resíduos sejam, além de não correlacionados, independentemente distribuídos.

Isto posto, podemos representar (3.a) como a seguir.

$$\varepsilon_i \square NID(0, \sigma^2) \quad (3.b)$$

Ao admitirmos a hipótese de normalidade, estamos garantindo que os estimadores OLS dos coeficientes das regressões também seguem a distribuição normal. Além disso, assumindo tal hipótese, os estimadores  $\hat{\alpha}_i$  e  $\hat{\beta}_i$  do modelo seguirão propriedades estatísticas bastante satisfatórias. Entre elas podemos destacar que os estimadores serão BLUE, e independentemente distribuídos dos estimadores de suas variâncias.

Podemos resumir suas propriedades da seguinte forma.

$$* \hat{\alpha}_i \square N\left(\alpha_i, \sigma_{\hat{\alpha}_i}^2\right) \quad (4)$$

$$* \hat{\beta}_i \square N\left(\beta_i, \sigma_{\hat{\beta}_i}^2\right) \quad (4.a)$$

A hipótese de que a distribuição de probabilidades dos resíduos segue a distribuição normal permite representar (3) de acordo com o seguinte sistema de regressão.

$$* \hat{\varepsilon}_i^* = R_i^* - X_i^* \hat{\theta}_i \quad (5)$$

Em (5),  $R_i^*$  é um vetor cujos elementos são os retornos atuais dos portfólios durante o período selecionado;  $X_i^*$  é uma matriz contendo um vetor unitário na primeira coluna e um vetor com retornos do mercado,  $R_m^*$ , na segunda coluna.  $\hat{\theta}_i$  é um vetor contendo os parâmetros  $\hat{\alpha}_i$  e  $\hat{\beta}_i$  estimados por OLS. Assim, teríamos.

$$* E[\hat{\varepsilon}_i^* | X_i^*] = E[R_i^* - X_i^* \hat{\theta}_i | X_i^*] \quad (6)$$

$$* E[\hat{\varepsilon}_i^* | X_i^*] = E[(R_i^* - X_i^* \theta_i) - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) | X_i^*] = 0 \quad (6.a)$$

$$* \mathbf{V}_i = E[\hat{\varepsilon}_i^* \hat{\varepsilon}_i^{*'} | X_i^*] \quad (7)$$

$$* \mathbf{V}_i = E\left[\left[\varepsilon_i^* - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)\right] \left[\varepsilon_i^* - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)\right]' | X_i^*\right] \quad (7.a)$$

$$* \mathbf{V}_i = E\left[\varepsilon_i^* \varepsilon_i^{*'} - \varepsilon_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)' X_i^{*'} - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) \varepsilon_i^{*'} + X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) (\hat{\theta}_i - \theta_i)' X_i^{*'} | X_i^*\right] \quad (7.b)$$

$$* \mathbf{V}_i = I \sigma_{\varepsilon_i}^2 + X_i^* (X_i^* X_i^*)^{-1} X_i^{*'} \sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (7.c)$$

Observando (7.c), devemos ressaltar que  $\mathbf{I}$  é uma matriz identidade. Assim, em (6) e (6.a), o vetor de retornos anormais possui esperança matemática igual a zero e é não-viesado.

A matriz de covariância em (7.c) pode ser decomposta em dois termos. O primeiro termo da soma representa a variância dos retornos anormais resultante da observação de eventos futuros, enquanto que o segundo termo da soma nos informa a variância amostral dos erros observados no parâmetro  $\hat{\theta}_i$ .

Embora os distúrbios observados nas variáveis aleatórias do *modelo de mercado* tenham sido assumidos independentes ao longo do tempo, o segundo termo da soma em (7.c) poderá gerar o aparecimento de problemas de correlação serial entre os resíduos, o que foi desconsiderado. Entretanto, à medida que o período de observação torna-se maior, o segundo termo da soma em (7.c) tende a zero, e os retornos anormais ao longo dos períodos observados tornam-se assintoticamente independentes.

O *modelo de mercado* na versão de Black, Jensen & Scholes (1972) foi usado por Finnerty (1976) para avaliar o impacto dos *retornos diferenciais* proporcionados pelas operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas sobre o grau de eficiência informacional do mercado. Finnerty (1976) assumiu que para portfólios contendo um número expressivo de ações ( $N > 100$ ),  $\beta_i = 1$  e  $\alpha_i = 0$ . Neste caso, (2) e (3) poderiam ser escritas da seguinte forma.

$$* \alpha_i = R_{it} - R_{ft} - 1(R_{mt} - R_{ft}) \quad (8)$$

$$* \varepsilon_{it} = R_{it} - (0 + 1R_{mt}) \quad (9)$$

Como  $\alpha_i = R_{it} - R_{mt}$  e  $\varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt}$ , segue-se que  $\alpha_i = \varepsilon_i$ . Isto é, segundo Finnerty (1976), portfólios com mais de 100 ações deverão apresentar coeficientes *alpha* (interceptos da reta de regressão/*retornos diferenciais*) iguais a zero.

Devido à insuficiência de dados disponíveis, em nenhum portfólio o número de ações incluídas superou 50. Assim, a presença de coeficientes *alpha* significativamente positivos ou negativos, sinaliza que o desempenho dos portfólios contendo operações com informações privilegiadas, de fato, superou o desempenho médio do mercado, pois se baseou na apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas.

Os resultados empíricos encontrados poderão sofrer, dado a insuficiência de dados para a construção de portfólios mais robustos, algum viés estatístico, entretanto, baseado nas evidências empíricas encontradas nos trabalhos de Contador (1975) e Brito (1979, 1980) para o mercado de capitais brasileiro, o presente trabalho assumiu a validade das hipóteses de normalidade, independência, e autocorrelação serial nula dos resíduos.

### **3.3-Os testes de significância e a avaliação empírica da lei**

A avaliação da eficácia da lei 7.913/89 sobre as operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas foi realizada, medindo a significância estatística dos coeficientes *alpha* obtidos pelas regressões rodadas nos 72 portfolios (36 de compra e 36 de venda).

Os parâmetros do *modelo de mercado* foram estimados por OLS, e apresentam propriedades estatísticas bastante satisfatórias. Em função das hipóteses de normalidade e independência, e do teorema central do limite, os estimadores dos parâmetros do modelo são todos BLUE.

Os coeficientes *alpha* das regressões são, portanto, uma medida dos desvios dos *retornos diferenciais* mensais em relação aos seus valores previstos. Assim, coeficientes *alpha* significativamente positivos mostram que o desempenho do portfolio individual superou o desempenho do portfolio de mercado (representado pelo IBOVESPA). Nesse sentido, o coeficiente *alpha* é capaz de medir o desempenho dos portfolios de compra e venda baseados em informações privilegiadas.

O desempenho da Lei No 7.913/89 foi medido, portanto, calculando-se as estatísticas-t para cada portfolio durante o período 1989-91. Os resultados encontrados para o biênio 1990-1 foram comparados com as estatísticas-t dos coeficientes *alpha* obtidas para o ano de 1989.

Finalmente, interpretando os resultados, encontramos evidências estatísticas que comprovaram a eficácia da lei durante os anos de 1990-91. Devemos chamar atenção para a falta de robustez no tamanho das amostras. Isso se deveu a enorme dificuldade na obtenção de dados confiáveis para a formação dos portfolios mensais. A possibilidade de existência de algum viés provocado pelo tamanho das amostras não foi descartada,

entretanto, o consenso de opiniões contidas na literatura sustenta a hipótese de que a lei foi eficiente no cumprimento dos seus propósitos.

As estatísticas-t correspondentes aos coeficientes *alpha* foram obtidas dividindo-se os *retornos diferenciais* mensais pelo erro padrão de cada coeficiente obtido nas regressões rodadas. O erro padrão dos coeficientes *alpha* mede, como dissemos, os desvios do coeficiente *alpha*, de zero. As regressões foram rodadas no sistema *Excel®* da *Microsoft®*.

Podemos representar as estatísticas-t como a seguir.

$$* t = \frac{\hat{\alpha}_i - \alpha_i}{S_{\hat{\alpha}_i}} \square t_{N-2} \quad (10)$$

Em (10), o numerador é o *retorno diferencial* obtido pelas regressões, pois o valor esperado do coeficiente *alpha*, na hipótese da lei ser eficiente no cumprimento dos seus propósitos, é igual a zero. No denominador da expressão (10) temos o erro padrão do coeficiente *alpha*.

Devemos lembrar que a hipótese nula formulada garante que o teste acima segue a distribuição-t com N – 2 graus de liberdade.

Os valores-p correspondentes aos coeficientes *alpha* também foram calculados e, como sabemos, representam o menor nível de significância pelo qual a hipótese nula pode ser rejeitada. Os valores-p, por conseguinte, representam o exato nível de significância dos coeficientes regressores, sendo definidos como uma medida exata da probabilidade de se cometer um erro do tipo I. Se a lei 7.913/89 foi, de fato, eficiente, os valores-p dos coeficientes *alpha* deverão ser maiores do que o nível de significância escolhido, no caso, 5%.

Com valores-p acima do nível de significância escolhido, podemos afirmar que os coeficientes *alpha* (*retornos diferenciais* das operações com informações privilegiadas) não são estatisticamente significativos (estatisticamente superiores a zero) ao nível de 5% e que, portanto, não devemos rejeitar a hipótese nula de que a lei foi eficiente.

### 3.4-Resultados obtidos

Os resultados obtidos para o período selecionado, como dissemos, poderão ter apresentado algum viés estatístico, pois os dados coletados foram insuficientes para a formação de portfólios robustos. Entretanto, a pouca evidência empírica existente sobre a matéria na literatura brasileira, mostra que o *modelo de mercado* pode estimar de forma satisfatória os retornos das ações negociadas no mercado de capitais brasileiro. Os próprios relatórios da CVM que acompanham as operações legais com informações privilegiadas, de fato, mostram que os retornos anormais gerados por essas operações sofreram expressiva redução após a implementação da lei 7.913/89.

As tabelas {7} a {12} mostram os resultados obtidos para o mercado de capitais brasileiro durante o período 1989-1991. O nível de significância dos resultados foi de 5%. Nas tabelas abaixo encontramos dados relativos, aos *retornos diferenciais* (coeficientes *alpha*), aos erros padrão dos coeficientes *alpha*, ao número de ações incluídas em cada portfólio mensal, as estatísticas-t correspondentes aos coeficientes *alpha*, aos valores-p dos coeficientes *alpha*, e aos *betas* dos portfólios.

**# Tabela {7}: Resultados dos portfólios de compra-1989.**

Portfolios de Compra/1989	Retornos Diferenciais (1)	Erro Padrão (2)	N (3)	teste-t (4)	Valor-p (5)	Betas (6)
jan	0,036874585	0,014101469	38	2,6149	0,0469	1,561
fev	0,025465666	0,010458561	35	2,4349	0,0341	1,384
mar	0,023334785	0,010098745	36	2,3107	0,0327	1,248
abr	0,021110370	0,010056544	34	2,0992	0,0296	1,163
mai	0,017898521	0,007158687	39	2,5003	0,0288	1,057
jun	0,015552370	0,006234675	37	2,4945	0,0125	1,147
jul	0,015220170	0,006548570	35	2,3242	0,0455	1,041
ago	0,013037091	0,005730167	34	2,2752	0,0336	1,012
set	0,012225471	0,004276603	42	2,8587	0,0396	1,053
out	0,019698533	0,008740422	40	2,2537	0,0225	1,099
nov	0,020236984	0,009979560	47	2,0278	0,0456	0,923
dez	0,014403690	0,008989680	32	1,6022	0,0613	0,901
<b>Média</b>	<b>0,019588186</b>					

- (1) Coeficientes *alpha* das regressões rodadas no modelo de mercado.  
(2) Erros padrão dos coeficientes *alpha* encontrados nas regressões.  
(3) Número de ações contidas no portfolio  
(4) O teste-t refere-se aos coeficientes *alpha*. teste-t = coluna (1)/(2).  
(5) Probabilidade de cometer um erro do tipo-I.  
(6) *Betas* dos portfolios individuais.

**# Tabela {8}: Resultados dos portfolios de compra-1990.**

Portfolios de Compra/1990	Retornos Diferenciais (1)	Erro Padrão (2)	N (3)	teste-t (4)	Valor-p (5)	Betas (6)
jan	0,010152266	0,008274635	36	1,2269	0,0632	0,958
fev	0,008545201	0,005345212	34	1,5987	0,0602	1,025
mar	0,003777800	0,002634985	42	1,4337	0,0586	1,114
abr	0,005339904	0,002238982	43	2,3850	0,0453	0,963
mai	0,002677400	0,001564884	38	1,7109	0,0639	1,221
jun	0,004966647	0,002934556	30	1,6925	0,0745	0,995
jul	0,003695136	0,001988331	36	1,8584	0,0599	0,943

ago	0,002899955	0,001836778	38	1,5788	0,0610	1,467
set	0,004993649	0,002933104	34	1,7025	0,0602	1,196
out	0,004002577	0,002746025	35	1,4576	0,0577	1,266
nov	0,003677458	0,001979700	35	1,8576	0,0701	1,025
dez	0,002745780	0,001599803	30	1,7163	0,0615	0,980
<b>Média</b>	<b>0,004789481</b>					

(1) a (6) idem.

**# Tabela {9}: Resultados dos portfolios de compra-1991.**

Portfolios de Compra/1991	Retornos Diferenciais (1)	Erro Padrão (2)	N (3)	teste-t (4)	Valor-p (5)	Betas (6)
jan	0,007698458	0,004959989	48	1,5521	0,0588	1,112
fev	0,004321459	0,002774698	36	1,5575	0,0599	1,258
mar	0,004141776	0,002726982	31	1,5188	0,0693	1,104
abr	0,004999874	0,002894789	29	1,7272	0,0654	1,069
mai	0,005019855	0,002996014	27	1,6755	0,0622	1,022
jun	0,011179666	0,006967740	25	1,6045	0,0741	1,036
jul	0,009630025	0,005013056	35	1,9210	0,0652	1,118
ago	0,009222473	0,004772107	24	1,9326	0,0677	1,258
set	0,012156010	0,006986214	32	1,7400	0,0771	1,047
out	0,012059657	0,006963694	29	1,7318	0,0779	1,057
nov	0,008774127	0,005611126	24	1,5637	0,0563	1,032
dez	0,009330604	0,005741012	36	1,6253	0,0607	1,082
<b>Média</b>	<b>0,008211165</b>					

(1) a (6) idem.

**# Tabela {10}: Resultados dos portfolios de venda-1989.**

Portfolios de Venda/1989	Retornos Diferenciais (1)	Erro Padrão (2)	N (3)	teste-t (4)	Valor-p (5)	Betas (6)
jan	-0,089996587	0,018963547	38	-4,7458	0,0421	0,753
fev	-0,078851236	0,014447895	32	-5,4576	0,0401	0,629
mar	-0,077896541	0,010258965	31	-7,5930	0,0374	0,854
abr	-0,065541237	0,008789654	35	-7,4566	0,0380	0,587
mai	-0,050130258	0,009987413	30	-5,0193	0,0277	0,883
Jun	-0,044563699	0,012896574	29	-3,4555	0,0205	0,490
Jul	-0,033652145	0,015478963	24	-2,1741	0,0202	0,923
ago	-0,003498746	0,001147896	26	-3,0480	0,0059	0,996
Set	-0,001234568	0,000258874	21	-4,7690	0,0028	0,887
out	-0,012288785	0,005845897	32	-2,1021	0,0147	0,921
nov	-0,011423987	0,006896985	39	-1,6564	0,0756	0,441
dez	-0,009981021	0,005998459	42	-1,6639	0,0632	0,214
<b>Média</b>	<b>-0,039921568</b>					

(1) a (6) idem.

# Tabela {11}: Resultados dos portfólios de venda-1990.

Portfólios de Venda/1990	Retornos Diferenciais (1)	Erro Padrão (2)	N (3)	teste-t (4)	Valor-p (5)	Betas (5)
Jan	-0,009012354	0,005963745	32	-1,5112	0,0721	0,925
Fev	-0,008555841	0,005693741	25	-1,5027	0,0745	1,102
mar	-0,003311129	0,001966985	27	-1,6834	0,0789	1,222
abr	-0,004211236	0,002706985	29	-1,5557	0,0698	1,036
mai	-0,004788830	0,002856932	36	-1,6762	0,0645	1,369
Jun	-0,003312108	0,001894699	34	-1,7481	0,0674	0,587
Jul	-0,003114702	0,001856985	42	-1,6773	0,0732	0,441
ago	-0,002621045	0,001582590	32	-1,6562	0,0641	0,623
Set	-0,003705898	0,001855203	30	-1,9976	0,0627	1,112
out	-0,003420085	0,002369854	28	-1,4432	0,0655	0,755
nov	-0,002874133	0,001725887	26	-1,6653	0,0596	0,857
dez	-0,002611136	0,001884563	32	-1,3855	0,0574	0,753
<b>Média</b>	<b>-0,004294875</b>					

(1) a (6) idem.

# Tabela {12}: Resultados dos portfólios de venda-1991.

Portfólios de Venda/1991	Retornos Diferenciais (1)	Erro Padrão (2)	N (3)	teste-t (4)	Valor-p (5)	Betas (6)
jan	-0,002548478	0,001985630	35	-1,2835	0,0771	0,980
fev	-0,002444872	0,001569874	38	-1,5574	0,0802	0,687
mar	-0,002448963	0,001789036	30	-1,3689	0,0733	0,395
abr	-0,002789654	0,001960447	30	-1,4230	0,0677	0,500
mai	-0,002005896	0,001546901	36	-1,2967	0,0622	0,857
jun	-0,003698452	0,001955247	35	-1,8916	0,0631	1,207
jul	-0,025698520	0,017980489	28	-1,4292	0,0870	1,119
ago	-0,002988025	0,001881258	26	-1,5883	0,0588	0,913
set	-0,003006902	0,001230148	36	-2,4443	0,0466	0,903
out	-0,001874331	0,001136985	35	-1,6485	0,0544	0,886
nov	-0,002876930	0,001278541	33	-2,2502	0,0212	0,617
dez	-0,005004785	0,001836922	39	-2,7245	0,0473	0,307
<b>Média</b>	<b>-0,004782151</b>					

(1) a (6) idem.

Ao longo do período selecionado, podemos observar uma clara tendência de queda dos *retornos diferenciais* obtidos com operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas no mercado de capitais brasileiro.

Mesmo durante o ano de 1989, embora com *retornos diferenciais* estatisticamente mais significativos, essa tendência já se verificava. Com a sanção da Lei 7.913 em dezembro de 1989, os incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas tornaram-se menores, provocando a queda dos *retornos diferenciais*. Embora a lei não tenha eliminado por completo esses retornos, pois é notória a existência de *retornos diferenciais* gerados pelo uso indevido de informações privilegiadas durante o período considerado, podemos dizer que a lei foi eficiente no cumprimento dos seus propósitos, pois tornaram os retornos diferenciais estatisticamente menos significativos após sua implementação.

Os resultados apresentados nas tabelas {7} e {10} mostram evidências de que os *retornos diferenciais* dos portfólios de compra e venda, respectivamente, foram estatisticamente mais significativos durante o ano de 1989, a exceção do mês de dezembro para os portfólios de compra, e dos meses de novembro e dezembro para os de venda.

As estatísticas-t dos *retornos diferenciais* em 1989 foram todas significativas ao nível de 5% (a exceção, como dissemos, do mês de dezembro). Isso mostra que os *investidores corporativos*, na ausência de restrições adequadas ao uso indevido da propriedade corporativa das empresas, de fato conseguiram prever situações favoráveis e desfavoráveis com relação ao comportamento dos preços das ações de suas empresas.

Entretanto, após a implementação da lei, a significância estatística dos *retornos diferenciais* ficou bastante reduzida. Devemos ressaltar que os *retornos diferenciais* não foram comparados com estimativas de custos de transação inerentes ao mercado de capitais brasileiro durante o período analisado.

Alguns fatores, como vimos, inibiram o desempenho da CVM na condução da regulação das operações com informações privilegiadas. Em destaque, podemos citar a inexistência de adequada tipificação da figura do agente investidor com informações privilegiadas (*investidores corporativos ou investidores secundários*), a elevada rotatividade dos membros do colegiado da Autarquia, e a superposição de competências com o Ministério Público.

Especificamente em relação aos portfólios de compra, os coeficientes *alpha* das regressões foram todos positivos ao nível de 5% de significância. Isso implica dizer que os *investidores corporativos* auferiram retornos acima do mercado quando adquiriram ações de suas próprias empresas com base em informações privilegiadas. A pergunta a ser feita, é se esses retornos foram estatisticamente significativos.

O desempenho médio dos portfólios de compra durante o primeiro semestre de 1989 foi de aproximadamente 2,33%, caindo para 1,58% no segundo semestre. Em relação ao primeiro semestre do ano de 1990, o desempenho médio dos portfólios de compra foi de aproximadamente 0,59% contra 0,36% do segundo semestre. Em 1991, durante o primeiro semestre, os portfólios de compra obtiveram um desempenho médio de aproximadamente 0,62% contra 1,02% do segundo semestre. Esses resultados mostram que o propósito da lei 7.913 em restringir as operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas foi alcançado de forma satisfatória.

Em 1989, os *retornos diferenciais* dos portfólios de compra apresentaram valores-p inferiores ao nível de 5% de significância. A exceção foi o mês de dezembro que apresentou um valor-p superior a 5% (0,0613). Este resultado evidencia que a lei 7.913/89, de fato, alterou os incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas. Em 1990-91, todos os valores-p dos *retornos diferenciais* foram superiores ao nível de significância de 5%. Este resultado mostra que a implementação da lei 7.913/89 conseguiu tornar os *retornos diferenciais* das operações com informações privilegiadas estatisticamente não significativas.

Em relação aos portfólios de venda, os coeficientes *alpha* das regressões foram todos negativos ao nível de 5% de significância. Esta evidência mostra que os *investidores corporativos*, de posse de informações privilegiadas, incorreram em perdas menos significativas ao venderem ações de suas respectivas empresas antes dos demais investidores menos informados.

Os coeficientes *alpha* negativos sinalizaram também que o desempenho das ações incluídas nos portfólios de venda foi insatisfatório, em muitos casos, não superando a remuneração efetiva mensal do SELIC.

Durante o primeiro semestre de 1989, o desempenho médio dos portfólios de venda foi de aproximadamente -6,78% contra -1,20% no segundo semestre. Em 1990, o desempenho do primeiro semestre foi de -0,55% contra -0,30% do segundo semestre, enquanto que para o ano de 1991, os resultados obtidos para o primeiro semestre mostraram um desempenho aproximado de -0,26%, contra -0,69% do segundo semestre.

Assim como nos portfólios de compra, o desempenho dos portfólios de venda também foi estatisticamente significativo durante o ano de 1989. Entretanto, o mesmo não pode ser dito de 1990 e 1991. Se considerarmos o desempenho dos portfólios de venda para o ano de 1990, veremos que as perdas médias alcançaram 0,43%, enquanto que para o ano de 1991 a perda foi de 0,48%.

As estatísticas-t dos *retornos diferenciais* dos portfólios de venda foram estatisticamente significativas durante o ano de 1989, embora a partir de novembro esta evidência tenha sofrido uma reversão. Em 1990, em nenhum portfólio, as estatísticas-t dos *retornos diferenciais* foram significativas ao nível de 5%. O quadro não sofreu maiores alterações em 1991, embora nos meses de setembro, novembro e dezembro tenhamos observado estatísticas-t significativas.

Os valores-p dos *retornos diferenciais* dos portfólios de venda seguiram a mesma tendência dos resultados obtidos para os portfólios de compra durante o período selecionado. Durante o ano de 1989, a exceção dos meses de novembro e dezembro, os valores-p foram todos inferiores ao nível de significância de 5%, indicando que a hipótese nula deve ser, de fato, rejeitada para esse ano. Em 1990, todos os valores-p foram superiores ao nível de significância de 5%, indicando que a lei foi eficiente, pois os *retornos diferenciais* foram estatisticamente não significativos. Dessa forma, com os valores-p obtidos para 1990, a hipótese nula não deve ser rejeitada.

Os valores-p obtidos para os portfólios de venda em 1991 confirmaram que a hipótese nula não deve ser rejeitada. À exceção dos meses de setembro, novembro e dezembro, os valores-p foram todos superiores ao nível de 5% de significância.

Podemos explicar a tendência de queda dos *retornos diferenciais* a partir de 1989, pela implementação da lei 7.913/89, pela validade da hipótese de mercados eficientes no sentido de Fama (1970), ou pelas oportunidades geradas pelo ambiente macroeconômico desfavorável da economia brasileira durante o período. Os resultados obtidos, não obstante, acabaram mostrando que a implementação da lei 7.913/89 foi eficiente, ainda que não totalmente satisfatória do ponto de vista da excelência jurídica.

A introdução da lei 7.913/89 foi, portanto, um passo importante para a transformação do mercado de capitais brasileiro em um espaço justo e democrático. Entretanto, não devemos negar que as operações com informações privilegiadas promovem incentivos à busca por mais e melhores informações sobre os valores mobiliários negociados no mercado.

Do ponto de vista da análise econômica positiva, durante o período selecionado, podemos inferir que a implementação da lei 7.913/89 evitou possíveis transferências de renda dos investidores menos informados para os mais informados. Este resultado acabou por atender as prerrogativas do mercado ser justo e confiável e, por conseguinte, justificou a lei com base no princípio jurídico do interesse público.

**\* NOTAS:**

[1] O documento “*form 4*” da SEC é considerado a mais completa fonte de dados sobre as operações de compra e venda de valores mobiliários com informações privilegiadas no mercado de capitais norte americano. Ele informa aos investidores quais as posições dos *investidores corporativos* após os prazos legais pré-fixados de divulgação das informações (máximo de 10 dias após a data da operação). Entre os dados divulgados podemos destacar o volume negociado, os códigos das operações (compra/venda), os nomes das empresas, os períodos de retenção das ações e dos portfólios, e a hierarquia corporativa dos *investidores corporativos*.

[2] Para uma discussão detalhada sobre a periodicidade ótima para *estudos de eventos* e a importância das hipóteses de normalidade e sincronia das operações no modelo de mercado, ver Brown & Warner (1980), “*Measuring Security Price Performance*”, in *Journal of Financial Economics*, 8, 1980, p.205-258; Brown & Barry (1984),

“Anomalies in Security Returns and the Specification of the Market Model”, in The Journal of Finance, Vol XXXIX, No3, July 1984, p.807-817.

[3] As fórmulas de correção dos proventos utilizadas pelos sistemas Económica<sup>®</sup> e Macrométrica<sup>®</sup> para bonificações e subscrições são:

$$\# \text{ Bonificação: } P_c = \frac{P_0}{(1+b)}$$

$$\# \text{ Subscrição: } P_c = P_0^* \left( \frac{1}{(1+s)+s} * \frac{S}{((1+s)*P_u)} \right) \text{ onde}$$

P<sub>c</sub> é o preço corrigido; P<sub>0</sub> o preço original; P<sub>u</sub> o preço original na última data “com”; b é a percentagem da bonificação; S é preço da subscrição; e s a percentagem da subscrição.

Para a correção dos dividendos, podemos escrever:

$$R_t^A = \frac{P_t^A - P_{t-1}^A + d_t}{P_{t-1}^A}, \text{ é a série ajustada.}$$

$$P_t^A = P_t + d_t$$

$$\alpha_t P_t = P_t + d_t \rightarrow d_t = P_t (\alpha - 1) \rightarrow \alpha = 1 + \frac{d_t}{P_t}$$

$$P_t(\alpha) = P_t^A$$

$$R_t^A = \frac{P_t^A}{P_{t-1}^A} - 1 \rightarrow P_{t-1}^A = \frac{P_t^A}{R_t^A} - 1$$

[4] Para  $\tau = 6$  ( $X = 5$ ), o portfolio de jun/90 deverá conter ações que apresentaram indícios do uso indevido de informações privilegiadas durante os meses de jun/90, mai/90, abr/90, mar/90, fev/90, jan/90. O mesmo se aplica para os portfolios formados em 1989. Assim, por exemplo, o portfolio de set/89 ( $\tau = -3$ ,  $X = -2$ ) foi composto por ações que apresentaram indícios do uso indevido de informações privilegiadas nos meses de nov/89, out/89 e set/89.

## CONCLUSÃO

Os efeitos da regulação sobre as operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas tem sido objeto de freqüente estudo na literatura sobre finanças econômicas. Os resultados empíricos encontrados, entretanto, foram os mais diversos. Não obstante, o consenso dos trabalhos tem mostrado que os *investidores corporativos*, de fato, têm conseguido auferir retornos anormais com informações privilegiadas, e que boa parte das experiências de regulação baseadas em critérios *ad hoc* de justiça e equidade não conseguiram atender aos objetivos propostos.

Estes resultados acabaram promovendo um acirrado debate acadêmico sobre a validade da hipótese de mercados eficientes no sentido de Fama (1970), pois, na presença de retornos anormais estatisticamente significativos, a confiança na integridade do mercado e em suas instituições ficaria prejudicada, reduzindo a eficiência informacional e o bem estar no mercado.

Em algumas economias emergentes, o desempenho insatisfatório das agências reguladoras do mercado de capitais tem sido resultado, na maioria dos casos, da

fragilidade institucional dessas agências, do excesso de normas estatutárias que acabam por não justificar, ou atender, os objetivos propostos pela regulação, da ausência de leis claras que tipifiquem de forma precisa à natureza do ilícito e, principalmente, da adoção da *perspectiva ad hoc das práticas injustas* como modelo padrão de regulação do mercado de capitais.

Ao se sustentar, exclusivamente, em princípios de justiça e equidade, a regulação tende a tornar-se capturada por grupos de interesse distintos, comprometendo o desempenho das agências reguladoras e reduzindo o bem estar agregado do mercado.

A *perspectiva ad hoc das práticas injustas*, como vimos, embora defendida pela IOSCO como modelo padrão de regulação, inibe a formação de estruturas de direitos de propriedade bem definidas, gerando incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas. Dessa forma, postulo que a adoção da *perspectiva ad hoc* como justificativa para a regulação é no mínimo inconsistente e incompatível com o critério de eficiência econômica ferindo, invariavelmente, a lógica jurídica do princípio do interesse público.

A *teoria da apropriação indevida*, por outro lado, procura preencher as lacunas deixadas pela *perspectiva ad hoc*, apresentando um núcleo teórico bem mais robusto para a análise da regulação. Como vimos, os limites entre os direitos, deveres e obrigações fiduciárias dos investidores e dos *investidores corporativos* têm se tornado cada vez mais tênues, acirrando os conflitos de interesses entre propriedade e controle e o surgimento de problemas de agência.

Desta forma, para entendermos de forma mais significativa à regulação do mercado de capitais, em especial, a regulação das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas, devemos adotar a *perspectiva dos direitos de propriedade*. Neste sentido, devemos analisar a extensão das relações fiduciárias entre os *investidores corporativos* e os demais investidores.

Ao optarmos pela *perspectiva dos direitos de propriedade* como matriz teórica para justificar a regulação do mercado de capitais, a relação entre os incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa e o sistema de direitos de propriedade sobre as informações materiais das empresas torna-se fundamental para a compreensão da *rationale* da regulação das operações com informações privilegiadas.

Como vimos no caso brasileiro, a CVM procura justificar a regulação do mercado de capitais com base em critérios *ad hoc* de justiça e equidade seguindo, portanto, o modelo preconizado pela IOSCO.

Entretanto, a *perspectiva dos direitos de propriedade* está também enraizada na lógica do aparato regulatório que a Autarquia exerce para a fiscalização da regulação, pois é notória a preocupação da CVM com o sistema de incentivos à apropriação indevida da propriedade corporativa das empresas.

Neste sentido, podemos inferir que o modelo de regulação da CVM sobre as operações com informações privilegiadas segue uma *rationale* mais robusta no trato da questão, o que sem dúvida contribuiu de forma significativa para o desempenho satisfatório da Autarquia durante o período selecionado. As relações fiduciárias entre os *investidores corporativos* e os demais investidores menos informados do mercado de capitais brasileiro estão elencadas, como vimos, na Lei das S/A. Especificamente, nos artigos 153-159.

As evidências empíricas obtidas durante o período analisado mostraram que a Lei No 7.913/89 justificou-se do ponto de vista da eficiência econômica, pois reduziu significativamente os *retornos diferenciais* das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas. Entretanto, considero que a lei pecou ao conferir somente ao Ministério Público a prerrogativa de ajuizar inquéritos na esfera civil contra ilícitos praticados no mercado. Essa atribuição deveria ser estendida a meu ver, também a CVM.

Postulo, por conseguinte, que se faz mister a ampliação da legitimidade processual da CVM para a esfera civil. Com mais autonomia, a CVM poderia exercer suas atribuições de forma mais eficiente e satisfatória. Ainda que a lei 7.913/89 não tenha tipificado de forma adequada à figura do *investidor corporativo*, proporcionando brechas, sua

implementação foi capaz de reduzir os incentivos à apropriação indevida de informações materiais das empresas, em especial, da propriedade corporativa das empresas. .

Os resultados empíricos encontrados para os portfólios, como vimos, mostraram evidências de que não podemos rejeitar a hipótese nula de que a lei foi eficiente. Como vimos, a implementação da lei reduziu a significância estatística dos coeficientes *alpha* das regressões durante o período 1990-91. Além disso, os resultados comprovaram a validade da hipótese de mercados eficientes no sentido de Fama (1970) para o mercado de capitais brasileiro, pois os *investidores corporativos* não foram capazes de auferir *retornos diferenciais* estatisticamente significativos com o monopólio de acesso as informações privilegiadas durante o período selecionado.

A hipótese nula de que a lei foi eficiente, portanto, não pôde ser rejeitada ao nível de 5% de significância, pois as estatísticas-t dos portfólios de compra e venda, em 1990-91, foram todas estatisticamente insignificantes. Os valores-p encontrados para os portfólios, como vimos, comprovaram essa evidência.

A CVM, brevemente, estará implementando a Instrução No 358/2002 para completar o arcabouço legal para coibição das operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações privilegiadas. Esta instrução irá revogar algumas anteriores como a No 202 e a No 31. A Instrução CVM No 358, em sua essência, mostra que a *perspectiva dos direitos de propriedade* começa, ainda que de forma tímida, a fazer parte do debate sobre a regulação do mercado de capitais brasileiro.

A Instrução CVM No 358/2002 elenca uma série de condutas padrão que objetivarão disciplinar as relações fiduciárias entre os *investidores corporativos* e os demais investidores. Além disso, a instrução trará também uma melhor tipificação das práticas injustas de mercado, uma melhor tipificação da figura do *investidor corporativo* e, sobretudo, trará limites mais bem definidos acerca dos deveres e responsabilidades dos *investidores corporativos* para com a propriedade corporativa das empresas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alchian, Armen A.(1967), “Pricing and Society”, *in* Occasional Papers, No.17, Westminster Institute of Economic Affairs.

Alchian, Armen A. & Demsetz, Harold (1972), “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *in* American Economic Review, vol. 62, p.777-795.

Bainbridge, Stephen M (1999), Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, NY, USA.

Barth, James R. & Cordes, Joseph J. (1980), “Optimal Financial Disclosure with and without SEC Regulation” *in* Quarterly Review of Economics and Business, Vol.20, No1, p.30-41.

Barzel, Yoram (1997), Economic Analysis of Property Rights, 2nd edition, Cambridge University Press, Cambridge, MA, USA.

Berle, Adolf & Means, Gardiner (1932), The Modern Corporation & Private Property, Transaction Publishers, 2nd Printing (1997), London, UK.

Black, Fischer; Jensen, Michael; & Scholes, Myron (1972), “The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests”, *in* Studies in the Theory of Capital Markets, edited by Michael Jensen, Praeger Editors, NY, USA.

Brito, N. (1979), “Diversificação e Equilíbrio no Mercado de Capitais Brasileiro”, *in* Relatório Técnico No.19, COPPEAD, UFRJ, Setembro.

\_\_\_\_\_ (1980), “Risco, Retorno e Betas: O Mercado Acionário Brasileiro”, *in* Relatório Técnico No.24, COPPEAD, UFRJ, Janeiro.

Brown, Stephen J & Warner, Jerold B. (1980), "Measuring Security Price Performance" *in* Journal of Financial Economics, vol. 8, p.205-258.

Brown Stephen J & Barry Christopher B. (1984), "Anomalies in Security Returns and the Specification of the Market Model" *in* The Journal of Finance, Vol XXXIX, No 3, July, p. 807-817.

Campbell, John Y; Lo, Andrew W; Mackinlay, Craig A. (1997), The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press, Princeton, NJ, USA.

Carlton, D. & Fischel, D.(1983), The Regulation of Insider Trading, Stanford Law Review, vol 35, p.857-872.

Clark, R. (1986), Corporate Law, Little Brown & Co Publishers, Boston, MA, USA.

Coase, Ronald (1937), "The Nature of the Firm", *in* Economica, IV, November, p.386-405.

Comparato, F(1971), "Insider trading: Sugestões para a moralização do nosso mercado de capitais", *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, Revista dos Tribunais, vol 10, No 2, p. 41-47.

Contador, C.(1975), Os Investidores Institucionais no Brasil, Editora do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, IBMEC, RJ.

Cox, Hillman, J. & Langevoort, C. (1991), Securities Regulation: Cases and Materials, Little Brown & Co Publishers, Boston, MA, USA.

Demsetz, Harold (1988), Ownership Control and the Firm: The Organization of Economics Activity, Vol 1, Basil Blackwell Editors, Cambridge, MA, USA.

\_\_\_\_\_ (1995), The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries, Cambridge University Press, Cambridge, MA, USA.

Easterbrook, F. (1981), Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, *Supreme Court Review*, vol 11, p. 309-336.

Elton, Edwin J. & Gruber Martin J.(1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th edition, John Wiley & Sons, Inc, NY, USA.

Fama, Eugene F; Fisher, Lawrence; Jensen, Michael C. & Roll, Richard (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information" *in International Economic Review*, vol. 10, No.1, February, p.1-22.

Fama, Eugene F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" *in Journal of Finance*, Vol XXV, No 2, March, p.383-417.

Finnerty, Joseph E. (1976), "Insiders' Activity and Inside Information: A Multivariate Analysis" *in Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, p.205-215.

\_\_\_\_\_ (1976), "Insiders and Market Efficiency" *in The Journal of Finance*, Vol XXXI, No 4, September, p.1141-1148.

Furubotn, Eric & Richter, R. (1998), *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*, Michigan University Press, MI, USA.

Jaffe, Jeffrey (1974), "The Effect of Regulation Changes on Insider Trading" *in Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol 5, p.93-121.

\_\_\_\_\_ (1974), "Special Information and Insider Trading" *in The Journal of Business*, Vol 47, No 3, July, p.410-428.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *in Journal of Financial Economics*, vol.3, p.305-360.

Givoly, Dan & Palmon, Dan (1985), “Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence” *in* Journal of Business, vol. 58, No.1, p.69-87.

Grossman, S. & Stiglitz, Joseph E. (1976), “Information and Competitive Price Systems” *in* American Economic Review, vol.66, May, p. 246-253.

\_\_\_\_\_ (1980), “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets” *in* American Economic Review, Vol. 70, p. 393-408.

Kraakman, R. (1991), “The Legal Theory of Insider Trading in the United States”, *in* European Insider Dealing, Edited by Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch, London Butterworths Publishers, London, UK.

Lei das Sociedades por Ações (2001), 28<sup>a</sup> edição, Atlas Editora, SP, Brasil.

Libecap, Gary (1989), Contracting for Property Rights, Cambridge University Press, Cambridge, MA, USA.

Lintner, J. (1965), “Securities Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification” *in* Journal of Finance, vol 20, No 5, December, p.587-615.

Lorie, James H. & Niederhoffer, Victor (1968), “Predictive and Statistical Properties of Insider Trading”, *in* The Journal of Law and Economics, Vol 11, April, p.35-54.

Loss, L. & Seligman, J. (1991), Securities Regulation, Little Brown & Co Publishers, Boston, MA, USA.

Lu, Shen-Shin (1999), Insider Trading and the Twenty-Four Hour Securities Market: A Case Study of Legal Regulation in the Global Emerging Economy, The Christopher Publishing House, New York, USA.

Macey, Jonathan (1991), Insider Trading: Economics, Politics, and Policy, The AEI Press, Washington, USA.

Manne, G. (1966), *Insider Trading and the Stock Market*, The Free Press, New York, USA.

Marcial, G. (1995), *Secrets of the Street: The Dark Side of Making Money*, McGraw-Hill, NY, USA.

McCahery, Joseph (1997), "Market Regulation and Particularistic Interests: The Dynamics of Insider Trading Regulation *in* the US and Europe", *in* *The New World Order in International Finance*, (1997), edited by Geoffrey R.D. Underhill, MacMillan Press LTD, London, UK.

Milgrom, Paul & Roberts John (1992), *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, NJ, USA.

Moreland, Jonathan (2000), *Profit from Legal Insider Trading: Invest Today on Tomorrow's News*, Dearborn Financial Publishing, Inc, Chicago, IL, USA.

O'Brien, Richard (1992), *Global Financial Integration: The End of Geography*, The Royal Institute of International Affairs, Pinter Publishers, London, UK.

Oditah, Fidelis [Editor]. (1996), *The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects*, Clarendon Press Oxford, Oxford, UK.

Posner, Richard (1998), *Economic Analysis of Law*, 5th edition, Aspen Law & Business, NY, USA.

Rozeff, Michael & Zaman Mir (1988), "Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence" *in* *Journal of Business*, Vol 61, No 1, p.25-44.

Seyhun, Nejat (1986), "Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency" *in* *The Journal of Financial Economics*, Vol 16, p.189-212.

\_\_\_\_\_ (1988), "The Information Content of Aggregate Insider Trading" *in* Journal of Business, Vol 61, No 1, p.1-24..

\_\_\_\_\_ (1992), "The Effectiveness of the Insider Trading Sanctions" *in* The Journal of Law and Economics, Vol XXXV, April, p.149-182.

\_\_\_\_\_ (1998), Investment Intelligence from Insider Trading, The MIT Press, Cambridge, MA, USA.

Sharpe, William. F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk" *in* Journal of Finance, vol 19, No. 4, September, p.425-442.

Williamson, Oliver E (1996), The Mechanisms of Governance, Oxford University Press, Cambridge, MA, USA.