

INSIDER TRADING

REPRESSÃO E PREVENÇÃO NO BRASIL: UMA HISTÓRIA EM CONSTRUÇÃO

Apesar do mercado de capitais norte-americano ter se acostumado com grandes escândalos midiáticos envolvendo casos de *insider trading* (do qual Martha Stewart talvez seja o exemplo mais emblemático), o ano de 2013 merecerá um capítulo especial na história da repressão ao insider trading nos EUA. Na esteira do escândalo do fundo de hedge SAC Capital, o mercado viu com perplexidade a imposição de multas que alcançaram US\$ 1,8 bilhões de dólares (maior multa por insider trading já aplicada na história americana) e condenações penais que chegaram a 45 anos de prisão.

por **FABIANO MILANI, FLAVIO MEYER e RAFAEL ANDRADE**

A comparação com o mercado brasileiro pode dar ao leitor a falsa impressão de que a repressão ao insider trading ainda não desembarcou em terras brasileiras. É inegável que o número de condenações e o montante das multas ainda não se comparam à prática norte-americana mas, ainda assim, a avaliação atenta da atuação da CVM na repressão ao insider trading no Brasil conta uma história que deve ser lida com muita atenção por todos aqueles envolvidos no mercado de capitais, notadamente os departamentos de relações com investidores, que podem assumir um papel relevante de prevenção a esta prática.

Estudo recente elaborado pelo escritório Stocche Forbes advogados revelou que, nos últimos 6 anos, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) julgou um número aproximadamente 66% maior de casos de insider trading do que no mesmo período anterior, sendo que parcela expressiva dos casos que efetivamente resultaram em condenações envolviam agentes ligados diretamente à Companhia (administradores, ex-administradores e funcionários). As multas aplicadas nestes casos também mudaram de patamar e aproximaram-se dos 7 dígitos, alcançando em alguns casos, valor superior a R\$ 20 milhões, montante muito superior às multas aplicadas no início dos anos 2000 (data de início do período pesquisado), sem prejuízo de investigações criminais promovidas pelo Ministério Público Federal com base em convênio firmado com a CVM.

Ao olhar de forma detida este cenário, salta aos olhos a constatação de que parcela significativa das condenações por ilícito de insider trading no Brasil envolvam administradores (diretores ou conselheiros) ou funcionários de companhias abertas, conhecidos no jargão como “insiders internos”. A constatação não é, contudo, de difícil explicação.

Do ponto de vista da regulação da CVM, comete o ilícito de insider trading aquele que utiliza informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado, para auferir vantagem na negociação com valores mobiliários, ainda que a operação não resulte em lucro. Dado o caráter eminentemente intangível da informação, a CVM (a quem cabe o ônus da prova do fato ilícito cometido pelo acusado) invariavelmente encontra dificuldade em reunir um conjunto probatório que ateste, de maneira inequívoca, que um determinado agente tinha conhecimento da informação privilegiada quando da negociação de valores mobiliários e que, portanto, cometeu o ilícito.

“

Do ponto de vista da regulação da CVM, comete o ilícito de insider trading aquele que utiliza informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado, para auferir vantagem na negociação com valores mobiliários, ainda que a operação não resulte em lucro.

”

Diante da dificuldade inexorável de construir a prova, a CVM, seguindo tendência internacional neste sentido, cristalizou o entendimento de que recai sobre determinados agentes (como é o caso dos insiders internos - administradores e funcionários), em função de sua posição dentro da empresa, uma presunção relativa (presunção que pode ser afastada por meio de prova em contrário) de posse da informação privilegiada.

Na prática isso significa, por exemplo, que diante de uma acusação de insider trading, caberá ao insider interno desconstruir a acusação, provando que, no caso concreto, ele em particular não tinha acesso à informação privilegiada, ainda que outros membros da companhia pudessem estar envolvidos em uma situação que conduziria a uma informação relevante.

Críticos deste modelo acusam a CVM, não sem uma dose de razão, de inverter o ônus da prova, impondo ao acusado a obrigação de provar que, a despeito de seu relacionamento com a companhia, não detinha a informação privilegiada em questão.

Críticas à parte, a análise dos precedentes da CVM tem revelado um número crescente de acusados que, diante de uma acusação, são mal sucedidos na tentativa de afastar a presunção de posse da informação privilegiada que sobre eles recai.

A boa notícia, no entanto, é que o aumento no número de processos sancionadores julgados sobre este tema nos permite construir uma compreensão mais apurada da forma de atuação da CVM na repressão ao ilícito de insider trading, fato que pode fornecer pistas importantes para a construção de estratégias eficientes de mitigação do risco a que administradores e funcionários de companhias abertas estão sujeitos em função de seus cargos.

O que então a jurisprudência da CVM tem a nos ensinar? Em primeiro lugar, a presunção de posse da informação privilegiada impõe que as companhias adotem medidas concretas de documentação de todos os procedimentos de compliance. Como já se manifestou o colegiado da CVM em algumas ocasiões, a simples alegação da existência de manuais de compliance não é suficiente para afastar uma acusação de insider trading. A manutenção de cópias de documentos, correspondências, gravações, enfim, qualquer elemento que possa atestar a eficácia da implementação de um mecanismo de compliance é, portanto, elemento imprescindível.

A revisão das políticas de negociação com valores mobiliários é outro aspecto a ser considerado, especialmente no que se refere às definições de black periods (períodos de vedação a negociação com ações da empresa), que devem abarcar não apenas as hipóteses tradicionais previstas em lei, mas qualquer outra situação na qual a companhia esteja envolvida em um evento que possa conduzir a uma proibição de negociação. Também aqui, a simples existência de uma política robusta de negociação não é suficiente, cabendo às companhias arquivarem cópias, por exemplo, das comunicações de black periods e lista de todos os seus destinatários.

O controle prévio de negociação com ações, já adotado com sucesso em determinadas companhias (notadamente instituições financeiras), pode ser uma forma eficaz de evitar que negociações ocorram por meio de administradores ou funcionários desavisados. Nestes casos, o departamento de relações com investidores é usualmente imbuído da tarefa de avaliar, uma a uma, as solicitações de negociação com valores mobiliários de emissão da companhia, mantendo um controle estrito das situações que podem potencialmente dar causa a uma acusação de negociação com informações privilegiadas. Da mesma forma, a manutenção de controle detalhado do momento em que cada potencial in-

sider interno adquiriu conhecimento de informação privilegiada pode auxiliar a companhia e seus administradores a desconstruírem uma acusação de insider trading.

Por fim, o cenário impõe que as companhias tenham muito cuidado e uma política clara na definição da forma de publicação de informações ao mercado, por meio de fatos relevantes ou comunicados ao mercado. Em alguns casos recentes, a adoção de postura excessivamente conservadora com a publicação de fatos relevantes para a divulgação de fatos ou negócios não tão relevantes para a decisão de investimento nas companhias, acabou por obrigar administradores a se defenderem de acusações de negociação de valores mobiliários com informação privilegiada, ainda que sem nenhum intuito de auferir vantagem indevida.

Infelizmente, não existe uma fórmula única para atacar esta questão. O que a jurisprudência da CVM revela é que o assunto está em pauta e, com base nos julgados recentes, há espaço para medidas de prevenção que, se não infalíveis, ao menos reduziram de forma relevante aquelas situações nas quais a negociação se dá sem qualquer má fé - como é o caso das negociações por administradores e funcionários desavisados.

As consequências certamente justificam a preocupação. O escândalo da SAC representou pena capital a um dos mais bem sucedidos fundos de hedge do mercado americano, que encerrou suas atividades meses depois das condenações. Para além das multas pecuniárias e o risco de condenações penais a que os administradores e funcionários das companhias abertas estão sujeitos, escândalos desta natureza podem representar um risco de imagem imensurável para as companhias abertas. O olhar atento da CVM deve se traduzir em um cuidado ainda maior por parte das companhias abertas no trato de informações privilegiadas, diminuindo a incidência de eventos de insider trading. O mercado só tem a ganhar com isso. **RI**

FABIANO MILANI

é sócio de capital da área de Societário e Fusões e Aquisições do escritório Stocche Forbes Advogados.
fmilani@stoccheforbes.com.br

FLAVIO MEYER

é sócio de capital da área de Societário e Fusões e Aquisições do escritório Stocche Forbes Advogados.
fmeyer@stoccheforbes.com.br

RAFAEL ANDRADE

é sócio de serviço da área de Societário e Fusões e Aquisições do escritório Stocche Forbes Advogados.
randrade@stoccheforbes.com.br