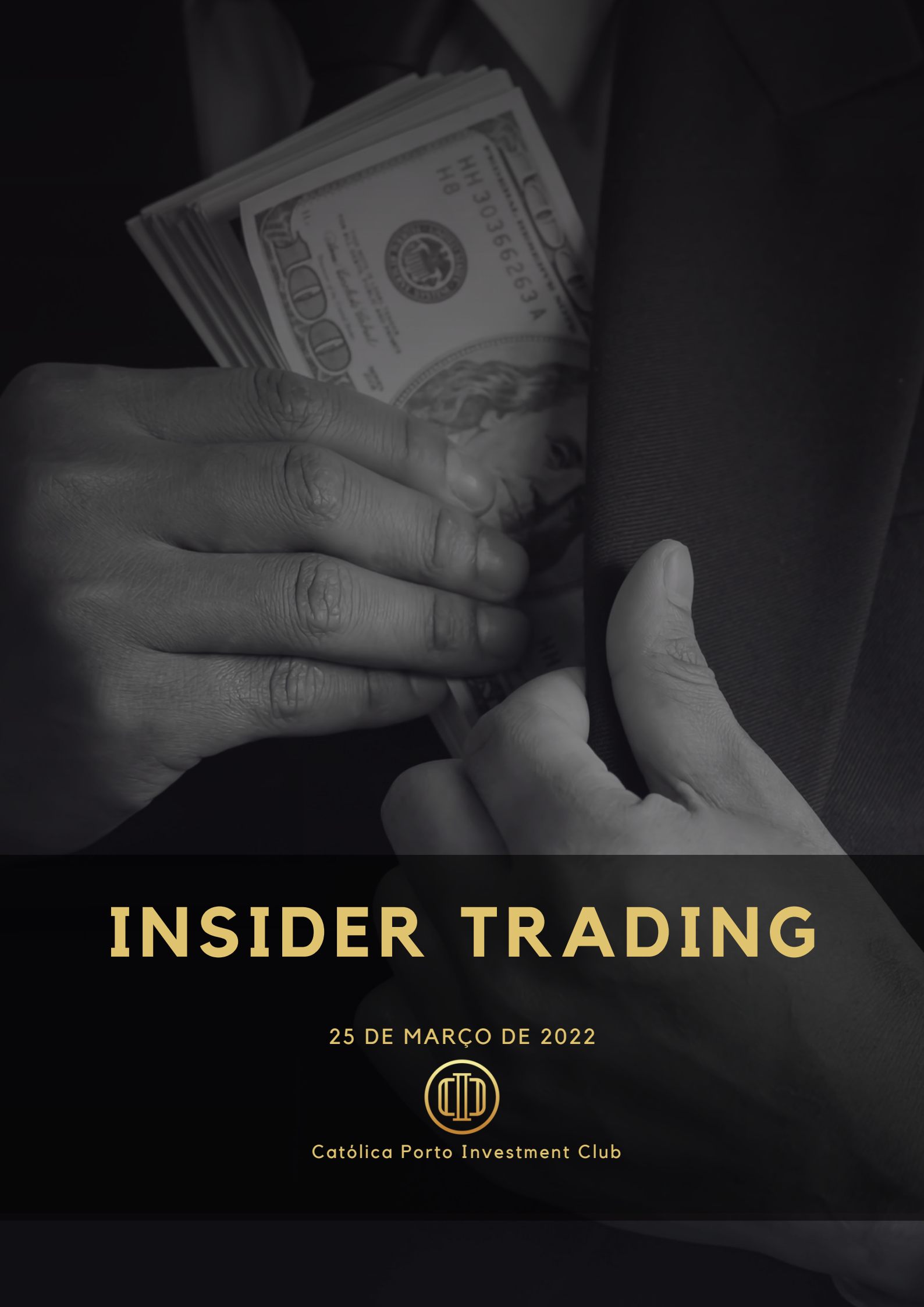


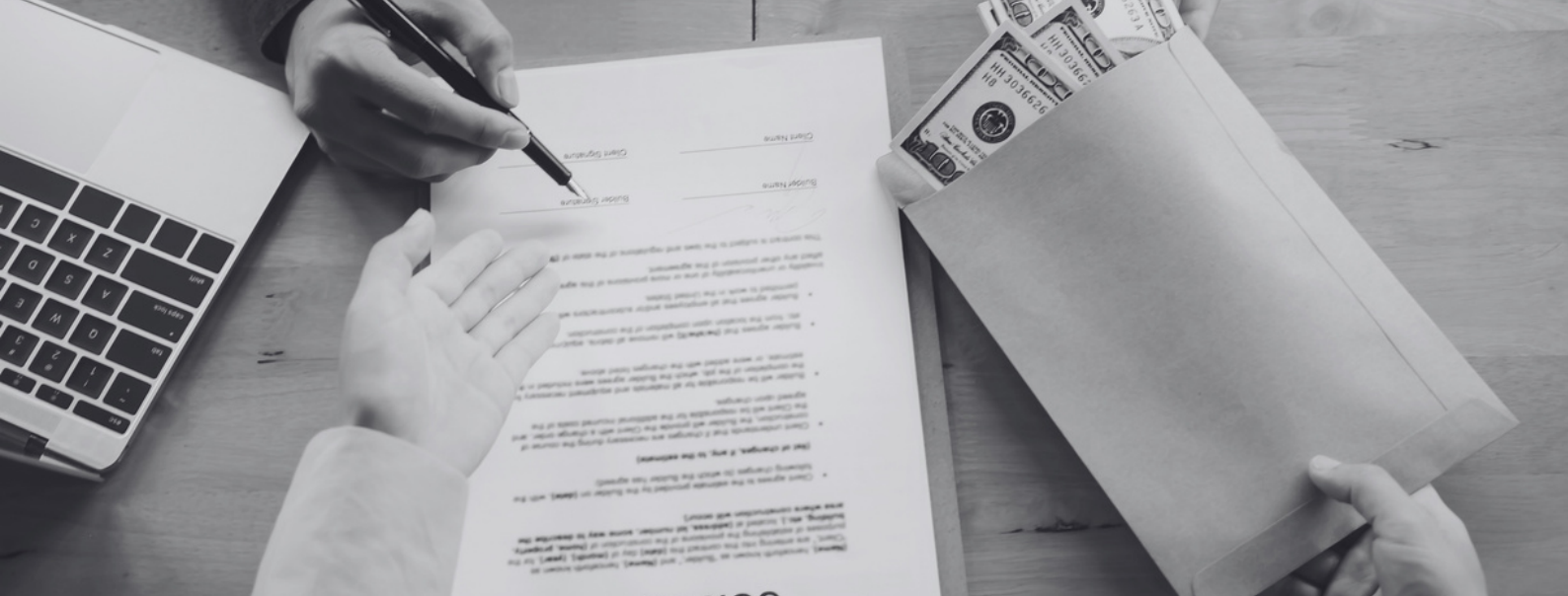


INSIDER TRADING

25 DE MARÇO DE 2022



Católica Porto Investment Club



No âmbito da manutenção da uniformidade do artigo, o mesmo foi abordado tendo por base a legislação dos Estados Unidos da América (EUA). Contudo, dados portugueses relativamente a este tema podem ser encontrados na página oficial da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) e no código dos valores mobiliários.

O QUE É INSIDE TRADING?

Insider Trading consiste na compra ou venda de ações de uma empresa cotada em bolsa, tendo por base o acesso a informação material privilegiada, não disponível publicamente, que tem potencial de afetar o preço das suas ações.

INFORMAÇÃO MATERIAL E NÃO MATERIAL

Deste modo, informação material relevante é aquela que um investidor racional, não só possa considerar importante, aquando do processo de tomada de decisão na negociação de ações, mas também aquela capaz de impactar o preço das mesmas. Como tal, bastante atrativa, visto trazer uma vantagem competitiva aos investidores que têm acesso a este conteúdo.

Outro fator, cuja relevância deve ser tida em conta, é a confiabilidade da fonte que forneceu os dados, algo que é, desde logo, constatável, visto que a informação obtida através de um funcionário é tida como mais verossímil, comparativamente à obtida através de um concorrente, na medida em que a última pode ter um caráter meramente especulativo. Assim sendo, alguns exemplos podem ser informações acerca de possíveis fusões ou aquisições, mudanças na equipa de gestão, ganhos ou perdas de clientes ou fornecedores, disputas legais e subidas ou descidas nos lucros por ação, uma vez que o efeito destas sobre o preço das ações é manifesto.

Por outro lado, considera-se como informação não pública, a que ainda não tenha sido divulgada ao público em geral, tornando-se pública, caso haja provas de que a informação fora amplamente divulgada e de que os investidores tiveram tempo de absorvê-la. Para além disso, é importante constatar que nem toda a informação divulgada pela imprensa é pública, uma vez que, por vezes, estes reportam rumores e dados erróneos, devendo julgar-se pública, somente a informação partilhada por um meio oficial da empresa em questão, por agências reguladoras, legisladores ou instituições financeiras.

Assim, verifica-se que a não disponibilidade da informação está intimamente associada a uma concorrência desleal entre investidores que provoca, logicamente, desigualdade e injustiça no mercado.

QUEM PODE SER DENOMINADO DE INSIDER

Este conceito, muitas vezes considerado dúbio, é classificado, pela Securities and Exchange Commission-SEC (agência reguladora dos mercados de valores mobiliários dos Estados Unidos da América), como sendo qualquer diretor, funcionário ou acionista, detentor de pelo menos 10% do capital social de uma empresa. Para além disso, cabe no escopo deste termo, a pessoa que tenha acesso a informação material não pública sobre a empresa, devido à sua relação com um dos anteriormente descritos.

Por fim, é também considerado *Insider* o familiar ou não familiar que resida na casa de um *Insider*, bem como o familiar não residente, desde que as transações das ações estejam sujeitas à influência ou controlo do mesmo.

Posto isto, torna-se evidente que os *Insiders* estejam obrigados, por lei, à manutenção do dever fiduciário para com a empresa e os acionistas da mesma, bem como ao sigilo acerca de informações privilegiadas.

LEGAL OU ILEGAL

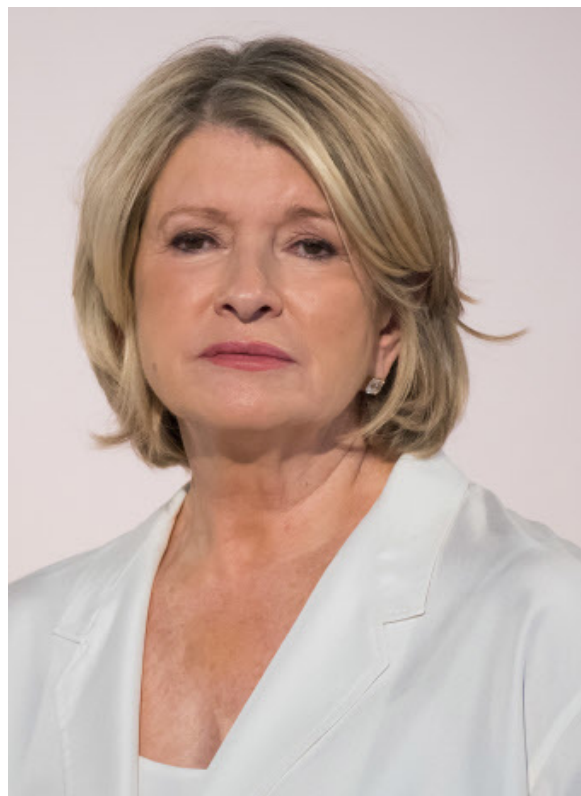
Apesar do termo *Insider Trading* estar associado a uma conotação negativa, nem sempre estas práticas são ilegais. Deste modo, são legais quando os próprios *Insiders* transacionam ações, mas informam a entidade reguladora de tal operação em tempo útil, sendo que em Portugal este supervisor e promotor da proteção dos investidores é a CMVM. Portanto, ao fazê-lo estão implicitamente a divulgar informações sobre a empresa, na medida em que a negociação das ações está enviesada pela posse de informação privilegiada. Logo, a análise destas transações é fulcral para os investidores mais experientes, na medida em que estes podem retirar assunções sobre o real estado de uma empresa.

No entanto, caso não haja divulgação da compra ou venda destes ativos à entidade reguladora, esta prática é tida como ilegal, visto que coloca em causa a violação de um dever fiduciário ou outra relação de confiança por parte do *Insider*. Tal é compreensível, uma vez que este tem uma vantagem face a um investidor normal, sem acesso a informação material, que pode apenas atender à sua capacidade de análise e interpretação do mercado no momento da tomada de decisão. Assim, a ilegalidade tem como fundamento a manutenção da transparência do mercado, de forma a evitar que os *Insiders* consigam “bater” o mesmo, recorrendo a dados não disponíveis publicamente.

EXEMPLOS ILEGAIS DE *INSIDER TRADING*

Martha Stewart

Martha Stewart, celebridade do mundo culinário, é um excelente exemplo de um *Insider*, que não é um trabalhador de uma empresa, mas que foi condenada, em 2003, a 10 meses de prisão e a uma multa de 30 mil dólares, pela venda das suas ações no caso ImClone em 2001. Esta vendeu 4000 ações da bio farmacêutica ImClone, devido a informação não pública recebida por um corretor de bolsa da Merrill Lynch, que, por sua vez, a recebeu do CEO (*chief executive officer*) da farmacêutica, Samuel Waksal. Isto deu-se numa altura em que a ImClone se encontrava à espera de uma resposta da FDA (Food and Drug Administration) sobre um medicamento para o cancro que fora, pouco tempo depois desta venda, rejeitado. Este parecer negativo originou uma descida de 16% nas ações da empresa, evitando a Stewart uma perda de cerca de 45 mil dólares.



Rajat Gupta

Um dos casos mais flagrantes e, porventura, mediáticos, de *Insider Trading*, está associado a Rajat Gupta, um empresário índio-americano de alto sucesso e notoriedade. Este foi o primeiro homem nascido fora dos EUA a tornar-se CEO da famosa firma McKinsey & Company, cargo que desempenhou de 1994 a 2003, tendo também pertencido ao conselho de administração da Goldman Sachs, Procter & Gamble e da American Airlines. No entanto, a confiança depositada pelas anteriores firmas foi quebrada, no ano de 2012, momento em que Gupta foi acusado e dado como culpado de 4 crimes de fraude e *Insider Trading*, tendo cumprido pena de prisão de 2 anos e pago uma multa na ordem dos 5 milhões de dólares.

Deste modo, o caso Gupta relaciona-se com a queda do Galleon Group, uma das maiores firmas de gestão de *hedge funds* dos EUA que, em 2009, ruiu devido ao escândalo das acusações de *Insider Trading*.

Posto isto, acredita-se que Gupta forneceu informações materiais não públicas a Raj Rajaratnam, fundador do Galleon Group, sobre o acordo Berkshire e sobre os ganhos trimestrais da Goldman Sachs. Tal acordo, elaborado durante a crise do *subprime*, mais precisamente após a falência do banco Lehman Brothers, estava associado ao investimento no valor de 5 mil milhões de dólares na Goldman Sachs, que a Berkshire Hathaway ia realizar, dependendo da aprovação do seu CEO, Warren Buffett.



Estas informações privilegiadas, a que Gupta tinha acesso, visto pertencer ao conselho administrativo da Goldman, permitiram ao Galleon Group lucrar cerca de 14 milhões de dólares.

Isto, uma vez que, após o parecer favorável de Buffet, Gupta, no intuito de favorecer um *hedge fund*, ligou a Rajaratnam a informá-lo do acontecimento, tendo este, de seguida, ou seja, antes do acordo se tornar público, comprado milhares de ações da Goldman no valor de 43 milhões de dólares.

Assim, tendo por base as movimentações descritas anteriormente, que se demonstraram bastante vantajosas, a SEC conduziu um processo judicial de acusação, alicerçado numa investigação longa e exaustiva que envolveu milhares de escutas telefónicas. Curiosamente, Rajat Gupta foi o primeiro de todos os acusados a ser julgado, num processo conduzido de forma invulgarmente rápida, que não deixou dúvidas sobre a conduta criminosa do empresário.

Prevenção e monitorização

As práticas ilegais de *Insider Trading* constituem, sem dúvida, uma ameaça feroz à integridade dos mercados financeiros e à confiança dos investidores. Como tal, é absolutamente necessário que exista uma forte e permanente fiscalização das atividades de investimento nos mercados, de forma a combater rápida e eficazmente atividades à margem da lei.

Nos EUA, a regulação do funcionamento dos mercados financeiros é responsabilidade da SEC, órgão do Governo americano, criado pelo Congresso no ano de 1934, cujo principal propósito passa por garantir a regulação dos mercados e a proteção dos investidores. A SEC pretende, no fundo, promover altos níveis de transparência em atividades relacionadas com investimentos, de forma a que os investidores tenham pleno acesso a informações relevantes que lhes confirmem segurança para avançarem com os seus investimentos.

Assim, o papel de regulador, desempenhado pela SEC, traduz-se de várias formas, todas elas pensadas para maximizar o nível de transparência nas transações financeiras. Para tal, é necessário que as ações estejam registadas na SEC antes de serem colocadas à disposição de potenciais investidores. No mesmo sentido, é, igualmente, exigido o registo na SEC às empresas de serviços financeiros, bem como aos seus representantes. Este órgão tem, também, todo um conjunto de regras e regulações para fomentar a partilha de conteúdos relevantes no contexto dos investimentos, de forma a prevenir atividades fraudulentas e criminosas.

De modo a garantir o cumprimento legal das regras impostas pela SEC, fulcrais para a manutenção da reputação de qualquer empresa, algumas optam por adotar mecanismos de prevenção autónomos.

Desta forma, um dos procedimentos adotados é o de *pre-clearance* que se prende na imposição de uma pré-autorização por parte do CFO (*chief financial officer*) ou do CLO (*chief legal officer*), relativamente a qualquer transação de valores mobiliários da empresa, que venha a ser realizada por um funcionário da mesma. Assim, é norma as empresas de capital aberto submeterem os seus trabalhadores, que tenham acesso direto aos desempenhos financeiros destas, bem como os seus familiares, a requererem autorização dos supramencionados. Por sua vez, estes têm total legitimidade para a recusar, sempre que hajam dúvidas quanto à sua legalidade, impedindo a execução da transação desejada.

Outro mecanismo recorrido é o *blackout period*, momento em que os trabalhadores com acesso a informação material não pública, estão impedidos de transacionar os valores mobiliários da empresa, sob pena de se envolverem em práticas de *Insider Trading*. Estes “apagões” são, usuais, sempre que há discussão sobre acordos de fusões e aquisições ou até sobre a possibilidade de abertura do capital de uma empresa ao público, através de uma oferta pública inicial. Todavia, o momento mais comum de *blackout* acontece quando uma empresa se encontra prestes a divulgar o seus resultados financeiros trimestrais ou anuais, sendo que nestes casos o período começa, usualmente, duas semanas antes do final do trimestre fiscal ou anual da empresa, terminando após o segundo dia útil completo depois da divulgação dos resultados.



Consequências legais

Dado o seu eventual carácter ilegal, a prática de *Insider Trading* está sujeita às seguintes consequências legais por parte da SEC, sendo que as últimas contam com a colaboração do Federal Bureau of Investigation (FBI):

- Restituição de quaisquer lucros obtidos ou perdas evitadas;
- Apreensão no valor máximo do triplo do lucro obtido ou a perda evitada pela prática de *Insider Trading*, com o intuito destas vantagens serem perdidas a favor da reparação dos danos dos lesados e do sistema de indemnização dos investigadores;
- Destituição dos *Insiders* que sejam titulares de órgãos sociais;
- Pena de prisão até 20 anos;
- Multa no valor máximo de 5 milhões de dólares para pessoas singulares;
- Multa no valor máximo de 25 milhões de dólares para pessoas coletivas.

CONCLUSÃO

O mercado financeiro é caracterizado pela sua transparência de informações, geradora de confiança por parte dos investidores. Deste modo, se todo o tipo de *Insider Trading* fosse considerado legal, os *Insiders* estariam numa posição de superioridade, visto poderem negociar com informação não pública, capaz de derrotar qualquer negociação feita com base na meritocracia de um investidor normal. Assim, tal fenómeno seria sublinhado pela desigualdade e enviesamento, afetando, consequentemente, o desempenho e integridade do mercado que, na pior das hipóteses, seria marcado apenas por *Insiders*, onde a igualdade seria novamente restabelecida.

AUTORIA

Gonçalo Moreira
Luís Laboreiro
Mafalda Magalhães

FONTES

Insider Trading Policy, (2015). Sec.gov.

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1164964/000101968715004168/globalfuture_8k-ex9904.htm

Insider Trading Policy, (2013). Sec.gov.

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25743/000138713113000737/ex14_02.htm

Astarita, M. Insider Trading is Illegal. SECLaw.com.

<https://www.seclaw.com/insider-trading/>

Ganti, A. (2021, February 25). Insider Trading. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/i/insidertrading.asp>

Standard II(A) Material Nonpublic Information. CFA Institute. Retrieved February 16, 2022, from <https://www.cfainstitute.org/en/ethics-standards/codes/standards-of-practice-guidance/standards-of-practice-II-A#material>

POLICY ON INSIDER TRADING. Retrieved February 16, 2022, from

https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/spac/Insider_Trading_Policy.pdf?sa=n&rd=n

Chen, J. Material Nonpublic Information Definition. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/m/materialinsiderinformation.asp>

Antunes, S. (2004). Martha Stewart condenada a 10 meses de prisão por mentir à justiça. Jornal de Negócios.

https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/martha_stewart_condenada_a_10_meses_de_prisao_por_mentir_a_justica

Government of Nepal, Ministry of Finance. Rajat Gupta Insider Trading Case.

https://www.mof.gov.np/uploads/document/file/Training%20Material%20Rajat%20Gupta%20Insider%20Trading%20Case%20File_20150723073207.pdf

Chen, J. (2020, July 15). Securities and Exchange Commission (SEC). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp>

Andrew Sebastian. How Insider Trading Is Prevented in Corporations.

Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/investing/092616/how-insider-trading-prevented-corporations.asp>