AÇÕES COM COMPRAS DE *INSIDER*

Agosto de 2021

Caros investidores,

Uma análise que julgamos bastante relevante para a tomada de decisão de investimento é avaliar o nível de compras de pessoas que conhecem internamente a operação e os números das empresas – os *Insiders*. Essas informações são úteis tanto porque os *insiders* são os que mais conhecem a empresa e, em tese, seriam capazes de estimar com maior precisão o seu valor justo, quanto porque é sempre desejável investir em empresas em que os principais tomadores de decisão estão alinhados com seus acionistas através do investimento do seu patrimônio no negócio.

Na carta desse mês, exploramos o assunto e trazemos algumas pesquisas com base em dados históricos que dão suporte à nossa visão.

> *"Insiders might sell their shares for any number of reasons, but they buy them for only one: they think the price will rise"*
>
> Peter Lynch

1. O que são compras de *insider*

Insiders é a expressão em inglês para designar pessoas com acesso às informações chave da empresa, tais como controladores, conselheiros e diretores. Por possuírem informações "privilegiadas", estão sujeitos a regras específicas de negociação – por exemplo, não podem comprar ou vender ações próximos aos anúncios trimestrais de resultados.

No Brasil, instrução CVM 358 regula tais transações e estabelece que elas não podem ser realizadas nos 15 dias que antecedem as divulgações de informações financeiras das empresas e antes da divulgação de fatos relevantes.

Conceitualmente, estariam mais bem posicionados do que o mercado para avaliar o valor de sua empresa, então compras realizadas por eles poderiam indicar quando eles acreditam haver boas oportunidades.

Tais informações podem ter naturezas diversas. Exemplos incluem mudanças temporárias nas condições de negócio (ex.: melhoras na dinâmica competitiva da indústria; crescimento no volume de pedidos de novas mercadorias; aumento de preços; programas de redução de custos) ou melhor avaliação do verdadeiro valor da empresa (ex.: *turnaround* bem-sucedido em alguma subsidiária que opera com prejuízo; operações de M&A; crescimento dos lucros quando custos de desenvolvimento de novos produtos terminarem).

2. Resultados de pesquisas sobre o tema

Retornos associados a compras de *Insiders* já foram analisados em diversos estudos acadêmicos ao longo de várias décadas. Em todos os casos, a evidência mostra que, de fato, compras de *Insiders* tendem a ser bons preditores da rentabilidade futura das ações.

A tabela abaixo apresenta o resultado de 5 estudos realizados nos EUA nas décadas de 1950, 60 e 70. Em todos os casos, as empresas selecionadas para o estudo foram aquelas que apresentaram volumes de compras de *insider* que excederam significativamente o volume de vendas de *Insiders*. Foi também considerada uma estratégia de investimento na ação pouco tempo após a divulgação da informação de compra de *insider*.

Tabela 1 – Retornos de ações compradas logo após a compra de insiders[1]

Autor do estudo	Período	Retorno anualizado do investimento	
		Ações com compra de *insider*	Índice de mercado
Rogoff	1958	49,6%	29,7%
Glass	1961-1965	21,2%	9,5%
Devere	1960-1965	24,3%	6,1%
Jaffe	1962-1965	14,7%	7,3%
Zweig	1974-1976	45,8%	15,3%

Alguns dos estudos mais conhecidos sobre o tema de transações de *Insiders* foram conduzidos nas décadas de 1970, 80 e 90 por Nejat Seyhun, professor na Universidade de Michigan. Baseado em seus estudos, Seyhun publicou um livro sobre o assunto: *"Investment Intelligence from Insider Trading"*.

No livro, o autor apresenta algumas conclusões interessantes a partir dos seus estudos:

a. Compras de insider apresentam melhor valor preditivo que vendas de insider

A tabela abaixo apresenta o retorno de ações em comparação aos índices de mercado nos 12 meses subsequentes à divulgação de um evento de compra ou venda de *insiders*. No estudo, o autor selecionou apenas operações que não tiveram transações conflitantes nos 3 meses anteriores (ou seja, uma empresa com compra de *insider* que teve venda de *insider* nos 3 meses antecedentes é excluída da amostra; idem para empresas com venda de *insider*).

Tabela 2 – Retornos de ações 12 meses após a compra ou venda de *insiders*[2]

Tipo de transação	Número de amostras (# de meses que tiveram sinal de compra ou venda de *insider*)	Performance nos 12 meses subsequentes comparada ao mercado
Compra de *insiders*	38.473	7,5%
Venda de *insiders*	46.871	-6,1%

[1] Estudos referidos na tabela são listados abaixo e foram compilados em um artigo da *Tweedy, Browne Company LLC*:
(1) Donald T. Rogoff, "The Forecasting Properties of Insider Transactions," Michigan State University, 1964;
(2) Gary S. Glass, "Extensive Insider Accumulation as an Indicator of Near Term Stock Price Performance," Ohio State University, 1966;
(3) Charles W. Devere, Jr., "Relationship Between Insider Trading and Future Performance of NYSE Common Stocks 1960 - 1965", Portland State College, 1968;
(4) Jeffrey F. Jaffe, "Special Information and Insider Trading," Journal of Business, July 1974;
(5) Martin E. Zweig, "Canny Insiders: Their Transactions Give a Clue to Market Performance," Barron's, July 21, 1976.

[2] Fonte: Nejat Seyhun, "Investment Intelligence from Insider Trading"

Além de comprovar os resultados dos estudos realizados anteriormente, a tabela também mostra que operações de compras de *insider* têm maior valor preditivo que vendas de *insiders*. O motivo é que uma venda pode ser motivada por diversos fatores que independem dos fundamentos da ação (ex.: necessidades de resgatar os recursos para comprar um apartamento, um carro, realizar um novo investimento), enquanto uma compra será realizada apenas caso o *insider* enxergue uma oportunidade de ganhar dinheiro.

b. O valor preditivo de compras de insider não tem sido alterado com o tempo

Os estudos do autor compreenderam o período de 1975 a 1994. Nele, foi possível observar que ao longo de todo o período da amostra, as transações de *insider* se mostraram bons preditores de retornos futuros, não apresentando qualquer tendência de queda.

Estudos ainda mais recentes continuam apontando na mesma direção. Um artigo de destaque escrito em 2011 por Kaspar Dardas, da European Business School analisou transações de *insider* no período de Jan/2002 a Dez/2009. O estudo mostrou que compras definidas como de "alta convicção"[3] estavam associadas a retornos em média 20,9% superiores aos índices de mercado nos 12 meses subsequentes à publicação da compra.

c. Rentabilidade por cargo do insider

Um ponto bastante importante para considerar na análise é o cargo dos *Insiders*. Nos relatórios divulgados pelas empresas listadas na B3, há uma distinção entre três cargos: diretores, membros do conselho de administração e controladores.

A evidência mostra que os diretores são os que melhor negociam ações de suas empresas, seguidos por conselheiros e controladores, conforme mostrado na tabela abaixo.

Tabela 3 – Retornos de acordo com o cargo do *insider*[4]

Cargo	Número de amostras (# de meses que tiveram sinal de compra ou venda de *insider*)	Performance nos 12 meses subsequentes comparada ao mercado
Diretores	78.403	5,0%
Conselheiros	140.824	3,6%
Controladores	32.976	0,7%

O motivo dessa distinção é a proximidade com as informações. Diretores são os responsáveis pelas principais tomadas de decisão, e se envolvem com atividades críticas para a empresa no seu dia a dia. Conselheiros estão um pouco mais longe da origem das informações, mas participam ativamente das principais decisões estratégicas da empresa. Controladores, por outro lado, muitas vezes têm acesso às informações da empresa através dos diretores ou conselheiros, o que reduz sua vantagem ao negociar ações.

d. Rentabilidade por tamanho da empresa

Um *finding* interessante do estudo é que compras de *insider* em pequenas empresas têm poder preditivo maior que em grandes empresas, conforme mostrado na tabela abaixo.

[3] O autor define compras de "alta convicção" a partir de uma série de parâmetros que incluem o cargo do *insider*, o volume financeiro e a recorrência da compra

[4] Número de amostras difere da tabela 2 pois estudo da tabela 3 não exclui operações que tiveram transações contrárias nos 3 meses anteriores. Fonte: Nejat Seyhun, "Investment Intelligence from Insider Trading"

Tabela 4 – Retornos de acordo com o tamanho da empresa[5]

Valor de mercado da empresa	Número de amostras (# de meses que tiveram sinal de compra ou venda de *insider*)	Performance nos 12 meses subsequentes comparada ao mercado
Menor que USD 25 MM	89.239	6,2%
USD 25 - 100 MM	80.940	3,1%
USD 100 MM - 1,0 Bi	100.283	2,3%
Maior que USD 1,0 Bi	38.007	1,7%

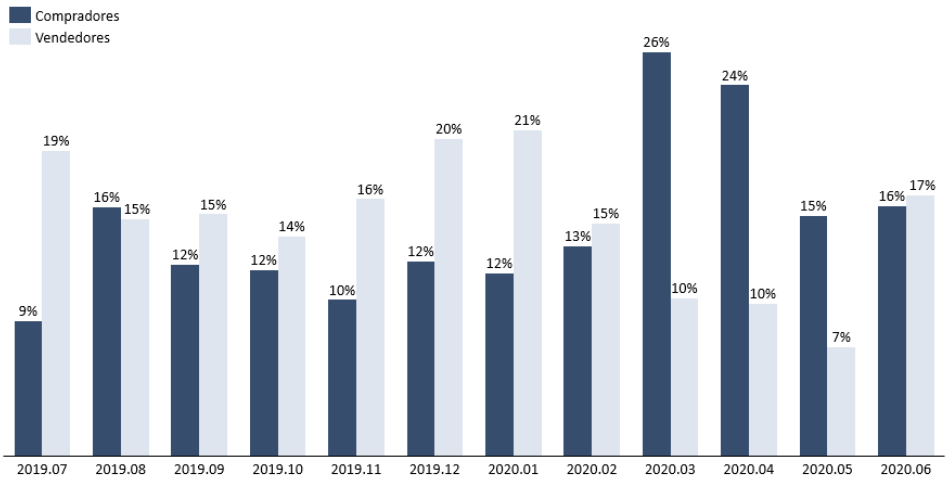
Conforme visto na tabela acima, *insiders* de empresas pequenas conseguem obter ganhos que superam os ganhos de *insider*s de grandes empresas em impressionantes 4 vezes.

Há duas hipóteses para explicar esse fenômeno. A primeira é que empresas pequenas são menos cobertas pelo mercado, então seu valor de mercado tende a ficar distante do valor intrínseco com maior frequência, conferindo ao *insider* maiores oportunidades para lucrar com tais desvios. A segunda hipótese é que novos eventos tendem a ser mais representativos em empresas pequenas que nas grandes. Por exemplo, um novo produto que esteja prestes a ser lançado e tenha uma expectativa de lucro anual de R$ 100 MM terá um impacto muito maior em uma empresa que tenha valor de mercado de R$ 1,0 Bi do que em uma empresa com valor de R$ 100,0 Bi.

3. Transações de *insider* na prática

Para fins ilustrativos, nós compilamos as transações de *insider* de todas as empresas da bolsa entre Jul/19 até Jun/20 (temos um robô para isso). Os resultados são apresentados na tabela abaixo:

Gráfico 1 – % de empresas listadas na B3 que são compradores ou vendedores líquidos de ações



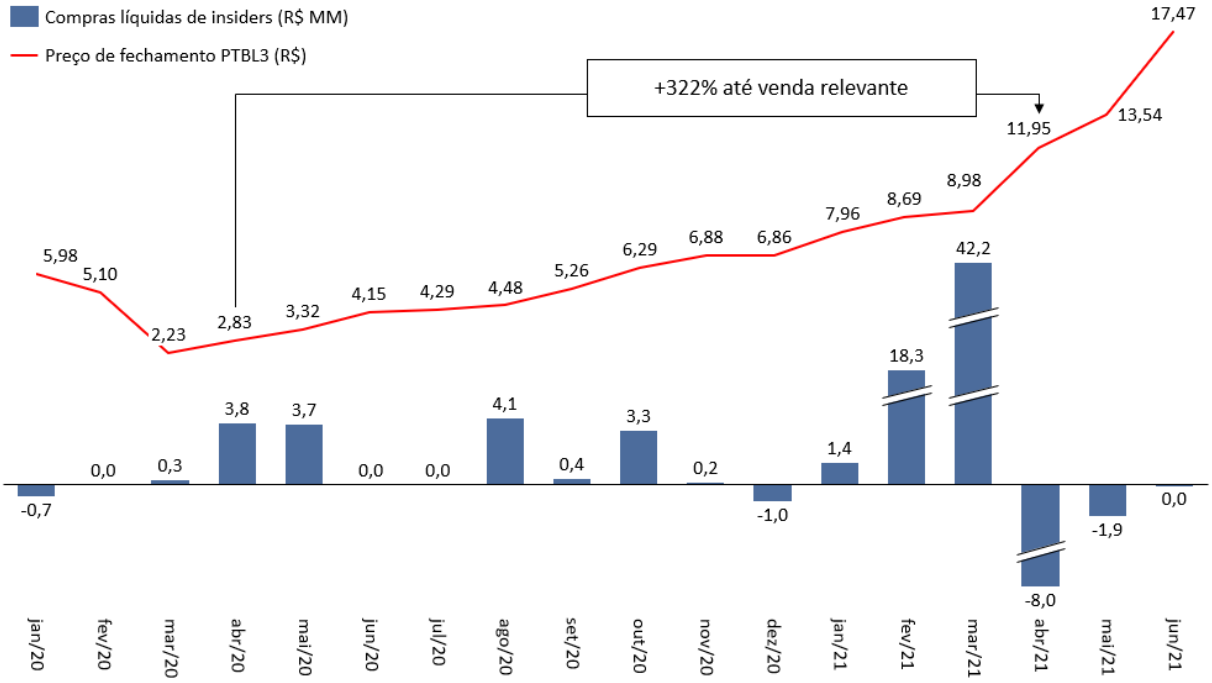
O que chama a atenção é que a quantidade de empresas com compras de *insider* aumentou substancialmente nos meses de março e abril. Ou seja, os *Insiders* se provaram ótimos investidores no período inicial da pandemia da covid-19, comprando ações exatamente nos momentos de maior queda na bolsa (provavelmente percebendo que a reação do mercado era exagerada e a pandemia não estava afetando tanto os negócios quanto se temia inicialmente).

Um caso específico interessante que ocorreu em 2020 foi o da empresa Portobello (ticker PTBL3). A partir de Abr/2020, os *Insiders* da empresa começaram a comprar ações em volumes significativos. O que chamou a atenção foi que a

[5] Número de amostras difere da tabela 2 pois estudo da tabela 3 não exclui operações que tiveram transações contrárias nos 3 meses anteriores. Fonte: Nejat Seyhun, "Investment Intelligence from Insider Trading"

empresa não tinha histórico de compras de *insider*, e de repente, houve compras tanto dos diretores, quanto de membros do conselho e do controlador. Mais significativo ainda foi que as compras se repetiram por vários meses até Mar/21. O resultado: a ação saiu de um patamar de R$ 2,83 no início das compras e chegou a atingir um valor de R$ 12,00 quando iniciaram as vendas em Abr/21 – valorização superior a 4x em 1 ano.

Gráfico 2 – Compras de *insider* vs valorização da ação (PTBL4)



Conforme demonstrado acima, transações de *insider* podem trazer bons *insights* sobre eventuais oportunidades de investimento. Por isso, buscamos monitorar ativamente tais transações a fim de escolher as melhores ações para o nosso portfólio. Obviamente, uma decisão de investimento nunca é baseada apenas nesse critério, mas saber que os *insiders* estão comprando ações de suas empresas é um ótimo reforço para nossas teses.

Características do Fundo

O ÁRTICA LONG TERM FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES ("Fundo"), gerido pela Ártica Gestão de Recursos Ltda., é um fundo de investimentos em ações regulamentado pela Instrução CVM 555/2014. CNPJ: 18.302.338/0001-63

Público-alvo

O Fundo é destinado exclusivamente a investidores qualificados (nos termos da instrução CVM 555/2014) que busquem retornos focados no longo-prazo.

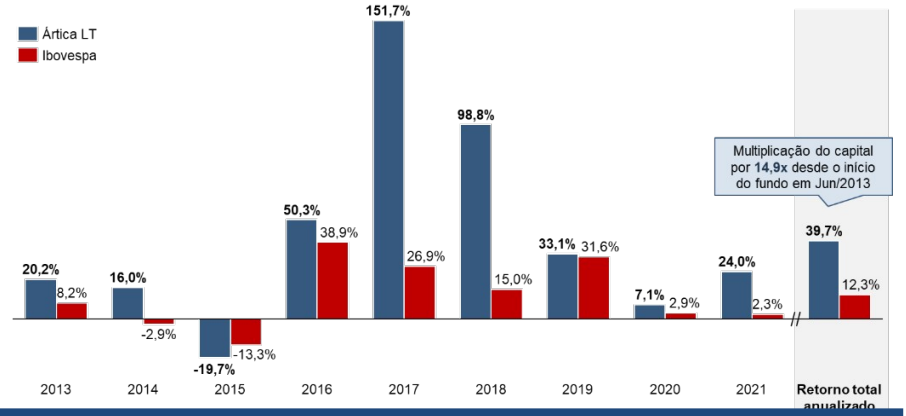
Objetivo do Fundo

O Fundo tem por objetivo proporcionar aos seus cotistas, a médio e longo prazo, ganhos de capital por meio do investimento de seus recursos primordialmente no mercado acionário, sem perseguir uma alta correlação com qualquer índice de ações específico disponível.

Classificação ANBIMA	Ações Livre
Gestor	Ártica Gestão de Recursos Ltda.
Administrador / custodiante	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Investimento mínimo	R$ 20,0 mil
Investimento adicional	R$ 1,0 mil
Saldo mínimo de permanência	R$ 10,0 mil
Taxa de administração	2% a.a.
Taxa de performance	20% sobre o que exceder o Ibovespa, com marca d'água
Cotas de aplicação	D + 1 (dia útil)
Cotas de resgate	D + 89 (dias corridos)
Liquidação financeira	D + 1 (após cotização)
Tributação (IR)	15% do ganho, no resgate (sem come-cotas)

Patrimônio Atual	R$ 150,1 milhões
Patrimônio médio em 12 meses	R$ 96,2 milhões
Rentabilidade acumulada	1389,8%
Rentabilidade 12 meses	41,3%
Rentabilidade 36 meses	77,9%

Rentabilidade anual



Rentabilidade mensal

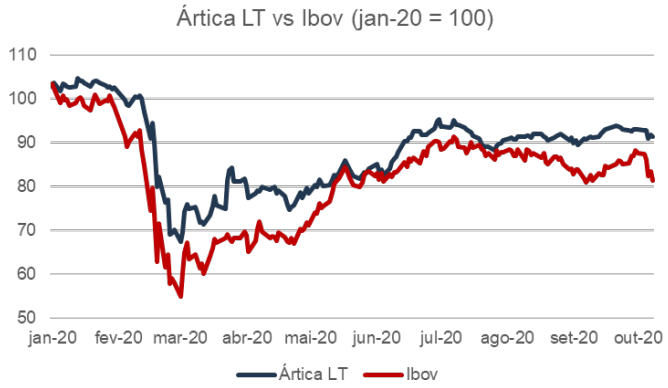
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2013	Ártica LT	-	-	-	-	-	2,2%	6,7%	(5,2%)	8,8%	8,3%	(1,0%)	(0,3%)	20,2%	20,2%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	(11,3%)	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	(3,3%)	(1,9%)	8,2%	8,2%
2014	Ártica LT	(4,5%)	2,9%	2,2%	(0,9%)	4,2%	7,7%	1,2%	0,9%	(1,2%)	(1,2%)	6,2%	(1,7%)	16,0%	39,4%
	Ibovespa	(7,5%)	(1,1%)	7,1%	2,4%	(0,8%)	3,8%	5,0%	9,8%	(11,7%)	1,0%	0,2%	(8,6%)	-2,9%	5,0%
2015	Ártica LT	(4,4%)	(3,6%)	3,4%	5,1%	1,3%	(4,2%)	(10,6%)	(2,9%)	0,2%	(8,7%)	0,5%	3,5%	-19,7%	12,0%
	Ibovespa	(6,2%)	10,0%	(0,8%)	9,9%	(6,2%)	0,6%	(4,2%)	(8,3%)	(3,4%)	1,8%	(1,6%)	(3,9%)	-13,3%	-8,9%
2016	Ártica LT	(9,7%)	2,8%	20,9%	4,7%	1,8%	(0,7%)	16,1%	7,8%	(0,3%)	(1,0%)	1,6%	0,6%	50,3%	68,3%
	Ibovespa	(6,8%)	5,9%	17,0%	7,7%	(10,1%)	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	(4,7%)	(2,7%)	38,9%	26,5%
2017	Ártica LT	2,0%	3,7%	1,4%	2,6%	20,4%	1,7%	27,9%	9,4%	8,7%	8,9%	14,1%	(1,2%)	151,7%	323,7%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	(2,5%)	0,7%	(4,1%)	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	(3,2%)	6,2%	26,9%	60,5%
2018	Ártica LT	22,1%	23,9%	0,8%	2,4%	29,7%	(8,4%)	7,9%	5,1%	(7,8%)	6,5%	(4,7%)	0,9%	98,8%	742,3%
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	(10,9%)	(5,2%)	8,9%	(3,2%)	3,5%	10,2%	2,4%	(1,8%)	15,0%	84,6%
2019	Ártica LT	10,7%	(1,7%)	(3,4%)	(1,2%)	(5,7%)	(1,5%)	3,6%	1,0%	(7,8%)	14,0%	0,5%	25,0%	33,1%	1021,5%
	Ibovespa	10,8%	(1,9%)	(0,2%)	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	(0,7%)	3,6%	2,4%	1,0%	6,9%	31,6%	142,9%
2020	Ártica LT	2,7%	(4,2%)	(24,8%)	8,0%	0,2%	6,7%	9,9%	(2,9%)	(0,2%)	0,1%	12,2%	4,6%	7,1%	1.101.6%
	Ibovespa	(1,6%)	(8,4%)	(29,9%)	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	(3,4%)	(4,8%)	(0,7%)	15,9%	9,3%	2,9%	150,0%
2021	Ártica LT	(1,1%)	(1,5%)	8,1%	6,3%	7,8%	4,8%	(2,1%)	-	-	-	-	-	24,0%	1.389,8%
	Ibovespa	(3,3%)	(4,4%)	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	(3,9%)	-	-	-	-	-	2,3%	155,8%

* Ártica LT teve início em 27/06/2013 como "clube de investimentos" e, em 27/09/2019 foi transformado em "fundo de investimento em ações. Rentabilidade apresentada desde o início em 27/06/2013 até 31/07/2021

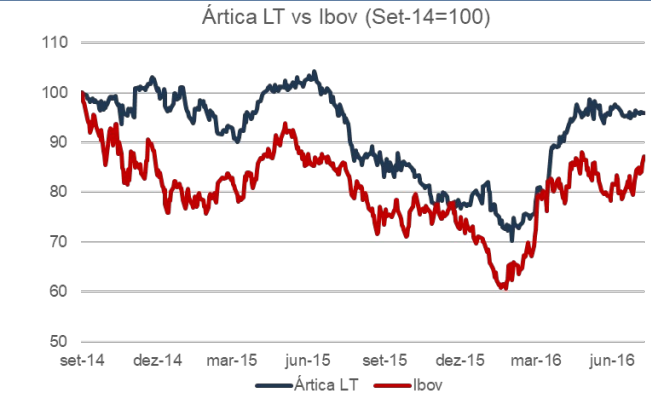
Autorregulação ANBIMA – Gestão de Recursos

Este material tem como único propósito fornecer informações e dar transparência à gestão executada pela Ártica Gestão de Recursos, e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura do momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.

Desempenho em situações de crise



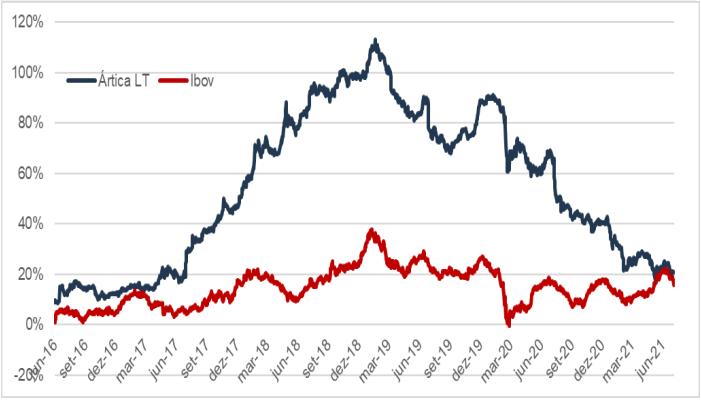
Max drawdown Ártica LT: 34%
Max drawdown Ibovespa: 47%



Max drawdown Ártica LT: 30%
Max drawdown Ibovespa: 39%

	Ártica LT	Ibovespa
Volatilidade – desde o início	23,9%	25,9%
Sharpe – desde o início	1,36	0,27
Correlação (Ártica LT vs Ibov) – desde o início	0,36	-
Volatilidade – 12 meses	12,0%	20,7%
Sharpe – 12 meses	3,29	0,88
Correlação (Ártica LT vs Ibov) – 12 meses	0,57	-

Retorno em médias móveis de 3 anos



Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Este material tem como único propósito fornecer informações e dar transparência à gestão executada pelo Ártica Gestão de Recursos, e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura do momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.