

João Pessoa, 13 de outubro de 2020

## À Comissão de Valores Mobiliários

### Superintendência de Desenvolvimento do Mercado

[audpublicaSDM0620@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0620@cvm.gov.br)

Ref.: Sugestões para a Audiência Pública SDM 06/2020

1. **Parabenizo, primeiramente, a CVM por colocar em audiência pública esse tema tão importante.** *Insider trading* é um tema corriqueiro e, ao mesmo tempo, complexo de se explorar pelas pessoas em geral. O que é permitido e o que não é permitido de forma clara e direta? Esta atualização da norma nos dará um direcionamento melhor para clarificar estas questões.

#### 2. Comentários sobre as alterações propostas:

a) **Reforma do Art. 13:** concordo plenamente. Contudo, talvez seja importante dar mais informações sobre o que é relação comercial. Se uma empresa listada X tem relação comercial com uma outra empresa Y e um funcionário da empresa Y, ocasionalmente, fez uma operação com ações da empresa X em torno da divulgação de um fato relevante, antes dele se tornar público, isso poderia ser caracterizado como uso indevido de informação privilegiada, pela relação indireta entre o funcionário e as empresas?

b) **Revogação do Art. 14:** apesar de as companhias abertas estarem sujeitas às mesmas presunções relativas sobre o uso de informação privilegiada, considero que a manutenção do Art. 14 não causa prejuízo à norma. Pelo contrário, a manutenção do Art. 14 enfatiza que as companhias abertas também estão sujeitas ao crime de *insider trading*.

c) **Inclusão do novo Art. 14-A:** inserir períodos de vedação estritamente objetivos será importante para dar um pouco mais de segurança para todos os participantes do mercado. Todavia, há o risco de “manipulação de datas” que podem causar problemas na avaliação de casos que fogem da vedação objetiva. A norma não pode ser, em minha opinião, totalmente baseada em princípio, mas também não pode ser totalmente baseada em regra para evitar possíveis manipulações da regra e de *bright lines* (PAULO; CARVALHO; GIRÃO, 2014), para não levar os potenciais *insiders* que descumprirem a norma a culparem, eventualmente, “expressões imprecisas” (NELSON, 2003).

Apesar de no edital da Audiência Pública SDM 06/2020 estar expresso que a inclusão desta regra objetiva “*não afasta a incidência da regra geral de vedação ao insider trading, desde que comprovados os elementos daquele tipo*”, o novo Art. 14-A poderia ter, em minha visão, um parágrafo adicional informando que transações com o uso de informação relevante que ainda não está publicamente disponível também caracteriza o uso de informação privilegiada.

É possível, por exemplo, que algum *insider* faça a sua operação 16 dias antes da divulgação de um ITR, por exemplo, que contém informações que o mercado em geral não esperava. Neste caso, estaria o *insider* descumprindo a norma? Não estaria, em minha opinião, mas se ele tiver que justificar a sua venda/compra de ativos para a companhia e a CVM tiver acesso à justificativa, isso poderia inibir o uso de informações privadas para obter benefícios econômicos.

Neste sentido, proponho a inclusão de um parágrafo que ressalte que o *insider* precisa comunicar ao mercado, de forma tempestiva, a operação que foi realizada. Comentarei mais

sobre isso em um ponto à frente, no “item e”, com relação ao parágrafo 6º do Art. 11 da ICVM 358/2002.

d) **Reforma do Art. 15-A:** concordo plenamente.

e) **Reforma do parágrafo 6º do Art. 11:** por fim, mas em complemento ao que apontei no “item c”, acima, referente ao novo Art. 14-A, sugiro que a CVM, aproveitando o momento, também reformule o Art. 11, especialmente o parágrafo 6º.

No edital da Audiência Pública SDM 06/2020, foram citadas algumas práticas que buscam se assemelhar às práticas usadas nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa. Sendo assim, poderíamos nos aproximar ainda mais, reduzindo a distância temporal para a divulgação das negociações dos *insiders*.

A partir da década de 1980, principalmente após o trabalho seminal de Grossman e Stiglitz (1980), a Hipótese de Mercados Eficientes passou a ser ainda mais questionada, especificamente em relação à impossibilidade de o mercado ser totalmente eficiente.

Isso porque os *insiders* têm conteúdo informacional relevante e quanto mais eles negociam com ações da empresa, mais informações acabam sendo divulgadas, indiretamente, para o mercado. Todavia, especialmente aqui no Brasil, nós (investidores) apenas ficamos sabendo das operações dos *insiders* no mês seguinte à operação realizada. E, na pior das hipóteses, entre a operação e a divulgação, podem se passar 40 dias, dado que a ICVM 358, atualmente, exige que a informação seja divulgada até o dia 10 do mês subsequente à operação. Ou seja, o conteúdo informacional passa a ser praticamente irrelevante em questão de sinal divulgado ao mercado.

Nos EUA (Form 4), essa divulgação ocorre em até 2 dias – o que nos permite ter acesso mais tempestivo aos sinais da operação, além de inibir operações de *insider trading* ilegal.

Existem diversas pesquisas científicas que tratam deste assunto, sejam pesquisas relativas aos benefícios informacionais da divulgação mais tempestiva, quanto aos benefícios de inibição de práticas “suspeitas”.

Girão, Martins e Paulo (2014)<sup>1</sup>, por exemplo, evidenciaram, por meio de um experimento, que:

- A informação tempestiva das negociações dos *insiders* é útil para a tomada de decisão dos investidores
- Negociações anormais dos *insiders* têm potencial ainda maior de influenciar o processo de tomada de decisão de investimentos

Estes resultados reforçam a importância de termos mais transparência e tempestividade, para que todos os participantes do mercado possam ter cada vez mais informações úteis para tomar decisões de investimentos.

Sendo assim, proponho, adicionalmente a todas as ótimas alterações que estão sugeridas neste edital, que a CVM adicione as seguintes alterações na norma:

- **Parágrafo 6º do Art. 11:** o prazo para divulgação seja em linha com o praticado nos EUA, com o máximo de 2 dias de defasagem entre a negociação do *insider* e a divulgação desta informação ao mercado.
- **Inciso II do parágrafo 7º do Art. 11:** que a informação do *insider* seja divulgada individualmente e não consolidada por órgãos da empresa. Inclusive, é importante ressaltar se a aquisição foi alavancada ou não, porque alavancagem implica risco tomado pelo *insider* que pode afetar a sua relação com a empresa.

---

<sup>1</sup> Outras referências de pesquisas podem ser encontradas no artigo de Girão, Martins e Paulo (2014).

- **Adicionalmente:** proponho que seja exigida a justificativa para a compra ou venda de ativos/derivativos por parte dos *insiders*.

Com uma informação mais tempestiva, poderemos, como acionistas, fiscalizar melhor as nossas próprias empresas, conforme imagem<sup>2</sup> abaixo de exemplo sobre como ocorre nos EUA:

| Latest Insider Trading   Top Insider Trading Recent Week   Top 10% Owner Trading Recent Week |                       |                              |        |                 |        |         |            | Filter        | All Transactions ▾ |
|--|-----------------------|------------------------------|--------|-----------------|--------|---------|------------|---------------|--------------------|
| Ticker   | Owner                 | Relationship                 | Date   | Transaction     | Cost   | #Shares | Value (\$) | #Shares Total | SEC Form 4         |
| AWI  | Chappone Charles M    | SVP, Ceiling Solutions       | Sep 01 | Sale            | 73.95  | 6,400   | 473,306    | 26,725        | Sep 03 04:31 PM    |
| NTRX   | Pandey Dheeraj        | CEO and Chairman             | Sep 01 | Sale            | 27.96  | 11,128  | 311,192    | 41,606        | Sep 03 04:30 PM    |
| NTRX   | Pandey Dheeraj        | CEO and Chairman             | Sep 01 | Sale            | 28.39  | 338,872 | 9,619,221  | 0             | Sep 03 04:30 PM    |
| CORE   | Thomas Alan T         | SVP, Western Divisions       | Sep 01 | Sale            | 33.93  | 1,625   | 55,144     | 19,768        | Sep 03 04:30 PM    |
| SBDC   | Golub Lawrence E      | Chairman                     | Sep 02 | Buy             | 13.29  | 84,792  | 1,127,149  | 1,492,604     | Sep 03 04:30 PM    |
| NKE  | O'NEILL HEIDI         | PRES: CONSUMER AND MKTPLC    | Sep 02 | Option Exercise | 38.76  | 22,000  | 852,720    | 150,790       | Sep 03 04:29 PM    |
| NKE  | O'NEILL HEIDI         | PRES: CONSUMER AND MKTPLC    | Sep 02 | Sale            | 115.06 | 22,000  | 2,531,320  | 128,790       | Sep 03 04:29 PM    |
| MN   | MAYER MARC O          | Chairman and CEO             | Sep 01 | Buy             | 4.39   | 2,500   | 10,975     | 418,447       | Sep 03 04:29 PM    |
| SELB   | Brunn Carsten         | President and CEO            | Sep 01 | Option Exercise | 0.00   | 10,937  | 0          | 97,099        | Sep 03 04:29 PM    |
| SELB   | Brunn Carsten         | President and CEO            | Sep 02 | Sale            | 2.39   | 3,364   | 8,035      | 93,735        | Sep 03 04:29 PM    |
| MGNI   | Soroca Adam Lee       | Head of Global Buyer Team    | Sep 01 | Option Exercise | 4.21   | 1,835   | 7,733      | 419,160       | Sep 03 04:29 PM    |
| MGNI   | Soroca Adam Lee       | Head of Global Buyer Team    | Sep 01 | Sale            | 7.38   | 5,182   | 38,243     | 413,978       | Sep 03 04:29 PM    |
| PEGA   | STILLWELL KENNETH     | CFO, SVP                     | Sep 02 | Option Exercise | 0.00   | 142     | 0          | 8,129         | Sep 03 04:28 PM    |
| PEGA   | STILLWELL KENNETH     | CFO, SVP                     | Sep 02 | Sale            | 133.37 | 2,000   | 266,740    | 6,066         | Sep 03 04:28 PM    |
| PEGA   | STILLWELL KENNETH     | CFO, SVP                     | Sep 01 | Sale            | 130.83 | 1,000   | 130,833    | 7,867         | Sep 03 04:28 PM    |
| FELE   | Freigang Julie Scheck | Vice President               | Sep 01 | Option Exercise | 43.18  | 11,145  | 481,276    | 20,813        | Sep 03 04:28 PM    |
| FELE   | Freigang Julie Scheck | Vice President               | Sep 01 | Sale            | 59.69  | 11,145  | 665,245    | 9,668         | Sep 03 04:28 PM    |
| PEGA   | PYLE MICHAEL R        | Senior VP, Engineering       | Sep 01 | Sale            | 131.05 | 7,500   | 982,895    | 10,576        | Sep 03 04:26 PM    |
| VFC  | MCCOLLOUGH W ALAN     | Director                     | Sep 02 | Option Exercise | 22.19  | 9,501   | 210,808    | 27,272        | Sep 03 04:26 PM    |
| VFC  | MCCOLLOUGH W ALAN     | Director                     | Sep 02 | Sale            | 67.08  | 9,501   | 637,280    | 17,771        | Sep 03 04:26 PM    |
| PCTY   | Deshi Jeffrey T       | Director                     | Sep 01 | Sale            | 149.69 | 34,459  | 5,193,208  | 32,074        | Sep 03 04:25 PM    |
| IIPR   | Gold Alan D           | Executive Chairman           | Sep 02 | Sale            | 125.53 | 15,000  | 1,883,001  | 288,586       | Sep 03 04:25 PM    |
| MRNA   | Hoge Stephen          | President                    | Sep 02 | Option Exercise | 0.99   | 10,000  | 9,900      | 1,956,530     | Sep 03 04:24 PM    |
| MRNA   | Hoge Stephen          | President                    | Sep 02 | Sale            | 62.89  | 10,000  | 628,900    | 1,946,530     | Sep 03 04:24 PM    |
| CDEV   | Glyphis George S.     | VP, Chief Financial Officer  | Sep 01 | Buy             | 0.70   | 25,000  | 17,573     | 2,203,821     | Sep 03 04:24 PM    |
| CDEV   | Glyphis George S.     | VP, Chief Financial Officer  | Sep 02 | Buy             | 0.66   | 15,000  | 9,914      | 2,218,821     | Sep 03 04:24 PM    |
| CDEV   | Glyphis George S.     | VP, Chief Financial Officer  | Sep 03 | Buy             | 0.64   | 5,000   | 3,191      | 2,223,821     | Sep 03 04:24 PM    |
| IRGP   | Burgomaster Thomas J  | Chief Accounting Officer     | Sep 01 | Option Exercise | 59.44  | 8,150   | 484,422    | 14,350        | Sep 03 04:23 PM    |
| IRGP   | Burgomaster Thomas J  | Chief Accounting Officer     | Sep 01 | Sale            | 159.74 | 8,150   | 1,301,909  | 6,200         | Sep 03 04:23 PM    |
| VCHK   | Royer Scott E.        | Chief Financial Officer      | Sep 03 | Option Exercise | 3.90   | 300     | 1,950      | 4,499         | Sep 03 04:23 PM    |
| VIR  | Pang Phillip          | Chief Medical Officer        | Sep 02 | Option Exercise | 1.58   | 12,500  | 19,688     | 42,277        | Sep 03 04:23 PM    |
| VIR  | Pang Phillip          | Chief Medical Officer        | Sep 02 | Sale            | 32.89  | 12,500  | 411,159    | 29,777        | Sep 03 04:23 PM    |
| VIR  | Parnish Jay           | Chief Business Officer       | Sep 01 | Option Exercise | 1.58   | 6,943   | 10,935     | 229,165       | Sep 03 04:22 PM    |
| VIR  | Parnish Jay           | Chief Business Officer       | Sep 01 | Sale            | 39.15  | 6,943   | 271,796    | 222,222       | Sep 03 04:22 PM    |
| EAT  | Loussignat Charles A  | SVP, Chief Supply Chain Off. | Sep 02 | Sale            | 47.00  | 6,600   | 310,200    | 18,386        | Sep 03 04:22 PM    |
| IYZ  | Behar Sarah           | Director                     | Sep 02 | Buy             | 10.54  | 9,500   | 100,117    | 47,021        | Sep 03 04:20 PM    |
| PEGA   | KRA DOUGLAS I         | SVP, Global Customer Success | Sep 02 | Option Exercise | 0.00   | 369     | 0          | 39,726        | Sep 03 04:20 PM    |

Atenciosamente,

Luiz Felipe de A. Pontes Girão

## REFERÊNCIAS

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. O Lado B do Insider Trading: relevância, tempestividade e influência do cargo. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 58, p. 1341-1356, 2015.

GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980.

NELSON, Mark W. Behavioral evidence on the effects of principles-and rules-based standards. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 1, p. 91-104, 2003.

PAULO, Edilson; DE CARVALHO, Luiz Nelson Guedes; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. Algumas questões sobre a normatização contábil baseada em princípios, regras e objetivos. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 2, n. 2, p. 24-39, 2014.

<sup>2</sup> <https://finviz.com/insidertrading.ashx>