



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 102/2017-CVM/SEP/GEA-3

Para: GEA-3

De: Caio Figueiredo Cibella de Oliveira

ASSUNTO: **Recurso contra entendimento sobre o *blackout period***

Processo CVM nº 19957.009291/2017-87

Senhor Gerente,

1. Trata-se de recurso interposto por banco de investimento sediado no Brasil (“Recorrente”) em relação à manifestação de V.Sa. contida no Memorando nº 48/2017-CVM/SEP/GEA-3 (“Memorando 48/17”), incluído no processo Processo CVM nº 19957.001013/2017-81.

2. O Memorando 48/17 apresentou o entendimento de que seria vedada – em quaisquer casos – a possibilidade de a companhia determinar que ações de sua emissão sejam negociadas, ainda que por um terceiro, nos períodos de vedação previstos na Instrução CVM nº 358/02.

3. A conclusão supracitada foi de encontro ao que defendi no parágrafo 32 e seguintes do Relatório nº 23/2017-CVM/SEP/GEA-3 (“RA 23/17”), incluído no mesmo Processo CVM nº 19957.001013/2017-81. Em resumo, minha opinião é a de que a instituição intermediária poderá negociar ações de emissão da companhia ou valores mobiliários nelas referenciados, durante o período de vedação de que trata o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, desde que o contrato entre a companhia e a instituição intermediária concentre todos os riscos da variação do preço da ação de emissão da companhia na instituição intermediária. Isso porque, nesse caso, a instituição intermediária não atuaria como procuradora da companhia, mas sim como contraparte em contrato de compra e venda com liquidação futura, não existindo incentivos para que a companhia oriente as decisões de negociação com base em informação relevante não divulgada ao mercado.

4. No recurso, a Recorrente acrescenta os seguintes argumentos em relação ao que havia defendido na sua consulta original:

a) a negociação de valores mobiliários por detentores de informações privilegiadas já é vedada e a CVM possui meios para fiscalizar o cumprimento da vedação, não havendo necessidade de restrição adicional;

b) a negociação por instituição intermediária durante período de vedação seria permitida no mercado internacional, o qual serviria de referência para as operações realizadas no mercado doméstico; e

c) em situações excepcionais, com base na regulamentação vigente, determinadas pessoas poderiam negociar valores mobiliários mesmo tendo conhecimento de informações privilegiadas (art. 15-A da Instrução CVM nº 358/02).

5. Mantenho o entendimento exposto no RA 23/17, pelas razões expostas no mesmo, mas sou obrigado a discordar da validade dos dois primeiros argumentos resumidos no parágrafo anterior, respectivamente, pelos seguintes motivos:

a) o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 tem como objetivo criar uma presunção relativa de que determinadas pessoas possuem informação privilegiada durante certos períodos em que é de fato provável que isso seja verdade, facilitando-se a sua condenação caso negociem em tais períodos. Dessa forma, há maior efetividade da regra de que não se pode negociar valores mobiliários quando de posse de informação privilegiada. É, portanto, uma política regulatória bastante razoável, e não uma “restrição adicional desnecessária”; e

b) certamente a regulação de outras jurisdições deve ser estudada por esta autarquia – o que de fato ocorre –, mas a mera existência de uma norma distinta em outro país não é razão suficiente para que alteremos os nossos regulamentos. Cada jurisdição possui suas peculiaridades e a regulação, para que seja eficiente, deve levar em conta tais características individuais.

6. A propósito do último argumento resumido no item 4 acima, indico que concordo com ele em grande medida e, muito especialmente, que foi a interpretação conjunta dos arts. 13 e 15-A da Instrução CVM nº 358/02 que embasou parte das minhas conclusões no RA 23/17.

7. Pelo exposto, mantenho a minha opinião defendida no RA 23/17 e sugiro que, caso V.Sa. não reconsidere a manifestação expressa no Memorando 48/17, **encaminhe o processo à Superintendência Geral para posterior submissão ao Colegiado.**

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Caio Figueiredo C. de Oliveira, Analista**, em 05/09/2017, às 15:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site

https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0355167** e o código CRC **786C4BC3**.

This document's authenticity can be verified by accessing

*https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0355167** and the "Código CRC" **786C4BC3**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 140/2017-CVM/SEP/GEA-3

Rio de Janeiro, 14 de setembro de 2017.

À SEP,

Assunto: Processo 19957.009291/2017-87
Recurso contra entendimento da SEP

Senhor Superintendente,

I. Introdução

1. O Recorrente [\[1\]](#) apresentou uma consulta com quatro perguntas sobre a aplicação da Instrução CVM nº 567/15.
2. A consulta foi tratada no processo 19957.001013/2017-81. Três das perguntas eram de competência da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) e foram por ela respondidas ao Recorrente.
3. O presente recurso discute especificamente uma dessas respostas.

II. Questão que suscitou a resposta objeto do recurso

4. A pergunta feita pelo Recorrente é a seguinte:

Suponha-se que uma companhia aberta celebre com um banco de investimento um contrato por meio do qual a companhia se comprometa a pagar valor determinado ou determinável ao banco como contrapartida à entrega de ações de emissão da própria companhia a ser realizada em data futura.

Suponha-se, ainda, que para cumprir sua obrigação o banco realizaria operações de compra e venda de ações de emissão da companhia aberta em bolsa de valores entre a data da celebração do contrato e a data da entrega das ações.

Nesse cenário, o banco estaria sujeito ao *blackout period* previsto no art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, ou seja, a vedação à negociação antes da divulgação de fato relevante, assim como nos 15 dias antecedentes à divulgação de informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP)?

A eventual proibição subsistiria ainda que fossem adotadas salvaguardas similares previstas às da regra 10b5-1 vigentes nos EUA, a saber:

- a) o contrato seja firmado quando inexistentes informações relevantes pendentes de divulgação;
- b) o contrato estabeleça montante, preço e data das negociações a serem feitas pelo banco (ou lhe delegue a definição de tais parâmetros);
- c) o contrato vede influência da companhia na aquisição de ações pelo banco de investimento?

III. Resposta ao Recorrente

5. A análise do caso ensejou a produção de um relatório e de um memorando, com posições divergentes entre si.
6. No RA 23/17, sustentou-se que uma instituição intermediária contratada pela companhia para negociar ações de emissão dessa companhia poderá fazê-lo, durante o *blackout period*, desde que o contrato concentrasse todos os riscos da variação do preço da ação na instituição intermediária.
7. Isso porque, nesse caso, a instituição intermediária não atuaria como procuradora da companhia, mas como contraparte em contrato de compra e venda com liquidação futura, não existindo incentivos para que a companhia oriente as decisões de negociação com base em informação relevante pendente de divulgação.
8. Todavia, o posicionamento final da SEP foi pela negativa à possibilidade de negociação no *blackout period*, ainda que o risco de variação de preço fosse suportado pelo intermediário.
9. Foi destacado que o Colegiado da CVM, ao analisar a edição da Instrução CVM nº 568/15, discutiu uma estrutura muito parecida com a cogitada pelo Recorrente, de modo que, se tivesse a intenção de permiti-la, poderia tê-lo feito na ocasião, por meio de uma mudança na própria norma. Entretanto, não foi o que aconteceu: o Colegiado não permitiu essa estrutura e nem mesmo uma versão mais conservadora dela, tendo optado por simplesmente retirar qualquer iniciativa nesse sentido.
10. Diante desse quadro e da ausência de elementos que levassem a crer em uma mudança do posicionamento seguido pela CVM à época, concluiu-se que as companhias deveriam continuar impedidas de negociar ações de própria emissão em *blackout periods*, ainda que por meio de terceiros.

IV. Pedido de reconsideração

11. Ciente do posicionamento da SEP, o Recorrente pleiteou que a questão fosse reconsiderada de modo a permitir a negociação por parte de intermediário que não tenha acesso a informações relevantes no *blackout period*.
12. Em seu favor, levanta os seguintes argumentos, em síntese:
- a. a CVM não se manifestou na audiência pública sobre a estrutura aventada pela Recorrente, embora tampouco a tenha vedado;
 - b. o que está vedado é a negociação por parte de quem tenha informações privilegiadas e já existem mecanismos operacionais e normativos estabelecidos para coibir tal conduta;
 - c. a Instrução CVM nº 358/02 já permite, em condições especiais (art. 15-A) a negociação de ações da companhia por pessoas que tenham informações privilegiadas; e
 - d. regras no mercado norte-americano (Rule 10b5-1) são compatíveis com a intenção de companhias abertas recorrerem a participantes do mercado para adquirir ações de própria emissão sem incorrer em

riscos de *insider trading*.

13. O RA 102/17, elaborado pelo mesmo analista responsável pelo RA 23/17, mantém o posicionamento lá defendido, ainda que com discordâncias em relação a alguns dos argumentos trazidos no pedido de reconsideração.

14. Entendo, contudo, que o posicionamento da SEP não deve ser reconsiderado, essencialmente pelas mesmas razões já expostas anteriormente e que serão reiteradas em mais detalhes no tópico seguinte.

V. Razões para não reconsiderar a decisão da SEP

15. A decisão de manter o posicionamento da SEP se baseia nos seguintes principais pontos:

- a. a limitação à negociação de ações de uma companhia aberta ou por terceiros que ela contrate tem justificativa legal e econômica;
- b. a eventual mudança de posicionamento sobre essa questão em resposta a uma consulta específica desconsideraria as manifestações trazidas por ocasião da audiência pública já realizada pela CVM a esse respeito e, nesse sentido, desprestigia a própria audiência pública como foro em que opiniões são apresentadas;
- c. desde a audiência pública, não se tem notícia de eventos que justifiquem uma mudança sobre a percepção quanto aos riscos e benefícios associados à proposta do Recorrente; e
- d. não há razão para assumir que o custo de observância à vedação de negociação durante *blackout periods* seja particularmente elevado.

Justificativa para Restrição

16. Como visto, o Recorrente argumentou que as normas em vigor vedam a negociação por parte de quem tem informações privilegiadas, o que não seria o caso do intermediário contratado pela companhia. Além disso, observou que já existem outras formas de reprimir o mau uso de informações privilegiadas, levando a entender que uma restrição adicional por parte da CVM seria injustificada.

17. Em relação a esse ponto, é importante inicialmente lembrar que a CVM pode restringir a negociação de ações de emissão de uma companhia aberta não apenas por força das normas que buscam reprimir o uso indevido de informações privilegiadas como também, no caso de negócios feitos pela própria companhia, por força do art. 30, §2º, da Lei 6.404/76.

18. Naturalmente, as limitações que venham a ser criadas para a negociação pela companhia não podem ser elididas em razão da mera delegação formal da execução dos negócios a um terceiro por ela contratado.

19. É claro que, a depender das circunstâncias do relacionamento entre a companhia e esse terceiro, a CVM pode avaliar que os objetivos que as restrições buscam atingir foram atendidos e, desse modo, excepcionar a incidência de tais restrições. Esse, eventualmente, pode ser o caso dos contratos que predeterminem de tal forma a atuação do terceiro contratado pela companhia a ponto de afastar suspeitas de práticas irregulares.

20. Mas isto depende de uma conclusão da CVM sobre os termos desse relacionamento da companhia com o intermediário. Não se pode iniciar a análise que potencialmente levaria a essa conclusão já assumindo na partida, por exemplo, que, porque o contrato prevê que o intermediário não receberá informações privilegiadas da companhia da companhia e porque já existem normas e rotinas de repressão a tal prática quando ela

ocorre, então quaisquer restrições seriam desnecessárias ou mesmo ilegais.

21. Na verdade, as restrições se justificam ao menos em tese porque:
- a. a companhia tem interesse em adquirir determinada quantidade de ações despendendo o menor volume possível de recursos financeiros;
 - b. as ações adquiridas para tesouraria são frequentemente usadas para remuneração a administradores, que são as pessoas envolvidas na decisão de efetuar a recompra e no modo de executá-la (contratando um intermediário, por exemplo);
 - c. uma das formas de a companhia reduzir o volume de recursos financeiros na recompra seria antecipando-se a informações que não sejam de conhecimento do mercado;
 - d. o intermediário pode não funcionar como um contrapeso suficiente aos incentivos da companhia, ainda que suporte os riscos de oscilação da ação, na medida em que é remunerado pela companhia (ou seja, sua exposição à oscilação das ações é ao menos parcialmente compensada por essa remuneração) e com ela mantém um relacionamento comercial de longo prazo; e
 - e. os mecanismos de prevenção à transmissão de informações privilegiadas entre a companhia e o intermediário podem mostrar-se insuficientes.

22. Desse modo, ainda que essas circunstâncias não necessariamente impliquem uma resposta negativa à pergunta contida na consulta, no mínimo, elas impõem uma discussão a respeito de formas de mitigar esses riscos.

Decisão fora do escopo da Audiência pública

23. Na audiência pública nº 11/13, a CVM propôs mecanismos muito similares àqueles sobre os quais o Recorrente vem consultar. Vejam-se as propostas de art. 15-B e 15-C que seriam introduzidos na Instrução CVM nº 358/02:

“Art. 15-B. A negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no art. 13, por parte das pessoas listadas no art. 15-A também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos no referido artigo, for realizada por pessoa jurídica que:

I – tenha sido contratada para gerir discricionariamente a carteira do investidor, inclusive no tocante aos valores mobiliários investidos e ao momento em que as operações venham a ser realizadas;

II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:

a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e

b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.

Parágrafo único. As pessoas que fizerem jus à prerrogativa prevista neste artigo deverão ser identificadas em lista anexa à política de negociação da companhia.”

“Art. 15-C. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão, no período referido no art. 13 será permitida se for executada por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que:

I – tenha discricionabilidade quanto ao momento de efetuar as negociações;

II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que

impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:

- a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e
- b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.

§ 1º Ao adquirir e alienar ações, a pessoa jurídica contratada deverá observar todas as restrições que seriam aplicáveis, por força das normas que dispõem sobre a negociação de ações de própria emissão, caso a companhia estivesse adquirindo as ações diretamente.

§ 2º As ações adquiridas pela pessoa jurídica contratada equiparam-se a ações mantidas em tesouraria pela companhia aberta para os fins de cumprimento das restrições previstas nas normas que dispõem sobre a negociação de ações de própria emissão.

§ 3º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia.”

24. É oportuno lembrar que a proposta de tais dispositivos surgiu justamente porque a CVM havia anteriormente recebido consulta de participante do mercado nessa mesma linha e, ao invés de tentar oferecer uma solução específica para um caso concreto, entendeu que, se fosse o caso de manifestar-se favoravelmente ao pleito, o adequado seria promover mudança normativa, após discussão em audiência pública.

25. Ocorre que, realizada a audiência pública, surgiram vários pontos de vista divergentes sobre a conveniência e a efetividade desse dispositivo. A própria CVM, reconhecendo essas divergências e também as iniciativas internas relacionadas à supervisão de negociações com potencial acesso a informações privilegiadas, optou por não levar adiante naquele momento as mudanças normativas previstas.

26. Desse modo, flexibilizar o texto da norma, por interpretação, no contexto de uma consulta individual, depois de se ter, em audiência pública, decidido recuar de uma mudança na norma que teria efeito similar não seria o modo ideal de lidar com a questão, independentemente de qualquer posicionamento sobre seu mérito.

27. No mínimo, perder-se-ia a perspectiva dos demais participantes e, no caso, isso é importante porque, mesmo que fosse desejável responder afirmativamente à consulta, algumas salvaguardas precisariam ser instituídas para mitigar riscos de uso de informação privilegiada e os agentes de mercado não teriam tido oportunidade de opinar sobre tais salvaguardas. É muito plausível imaginar reações contrárias a quaisquer salvaguardas que abstratamente se cogite, seja por se considerá-las brandas, seja por se considerá-las restritivas.

28. Mais especificamente, é provável que eventuais salvaguardas sigam diretrizes similares às dos planos de investimento previstos no art. 15-A da Instrução CVM nº 358/02, mas diversos ajustes precisarão ser discutidos. Apenas a título de exemplo, o dispositivo em questão atribui ao diretor de relações com investidores e ao conselho de administração papéis de controle da regularidade das operações realizadas que não poderiam ser exercidos por esses mesmos agentes no caso de negócios feitos em benefício da companhia aberta.

29. Além disso, a mudança de postura em resposta a pedidos individuais desencoraja o debate em audiência pública.

30. Se puderem escolher, participantes que tenham um pleito ou um ponto de vista a defender preferirão iniciar um processo tendo esse ponto como único objeto e mobilizar a CVM para discuti-lo ou, pior, rediscuti-lo. Por sua vez, aqueles que têm a contribuir em audiências públicas de revisão de normas terão menos interesse em participar de um debate no qual qualquer conclusão a que se venha chegar seja propensa a sucessivos reexames.

31. Obviamente, isso não deve ser lido como um engessamento da CVM de responder consultas, eventualmente enunciando novas interpretações que venham a orientar casos futuros. Em muitas situações será conveniente fazer isso, mas provavelmente o caso em exame não é um deles, por ao menos duas razões.

32. Primeiro, não há, ao que se tenha notícia, nenhum desdobramento das iniciativas internas da CVM com relação ao combate de uso de informação privilegiada que justifique uma mudança – seja para ser mais rigorosa, seja para ser menos – da percepção sobre negócios realizados em *blackout periods*. Logo, não se trata aqui de uma evolução do quadro retratado na audiência pública, a recomendar uma postura diversa.

33. E o segundo motivo a pesar contra uma mudança do posicionamento da CVM sobre o tema é que a interpretação ora sustentada não implica, aparentemente, elevados custos de observância ao mercado.

34. Afinal, de uma companhia aberta – mais especificamente do diretor de relações com investidores dessa companhia –, já se espera um contínuo acompanhamento das informações relevantes e a adoção de medidas voltadas a impedir a disseminação irregular de tais informações e a negociação em mercado com base nelas.

35. Uma dessas medidas é alertar sobre o início e o fim dos *blackout periods* a pessoas que, se negociassem valores mobiliários nesse intervalo, ensejariam suspeitas de uso indevido de informação privilegiada. Portanto, operacionalmente, bastaria à companhia aberta alertar também a instituição intermediária por ela contratada, a qual se absteria de negociar.

36. Na verdade, se algum custo realmente existe, está precisamente na perda de eficiência resultante dos negócios que deixarão de ser realizados nesse período.

37. Todavia, veja-se que se está tratando de uma restrição bastante específica: o intermediário só precisaria deixar de negociar períodos (i) de aproximadamente 15 dias a cada trimestre e (ii) quando sinalizado pela companhia sobre fato relevante pendente de divulgação. Dificilmente é uma restrição que inviabiliza o produto – a não ser que seja um produto que se viabilize somente como meio de elidir a essa restrição, o que tornaria sua conveniência bastante questionável.

VI. Conclusão

38. Pelo que foi exposto acima, sem prejuízo da possibilidade de o Colegiado sinalizar a conveniência de discutir alterações normativas voltadas a permitir que companhias abertas contratem instituições intermediárias para efetuarem recompras de ações de sua emissão em condições diversas das atualmente previstas na Instrução CVM nº 358/02, propõe-se, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, o envio do processo à Superintendência Geral para posterior submissão ao Colegiado, com recomendação de indeferimento do recurso.

[1] A menos quando de outro modo indicado, os termos em maiúsculas têm o mesmo significado que lhes foi atribuído no Relatório nº 102/2017-CVM/SEP/GEA-3 (“RA 102/17”).

Atenciosamente,

RAPHAEL SOUZA

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-3.

Atenciosamente,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 15/09/2017, às 11:01, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 15/09/2017, às 19:21, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 18/09/2017, às 12:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0360145** e o código CRC **7FCE762A**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0360145** and the "Código CRC" **7FCE762A**.*