



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº SEI 19957.009291/2017-87

Reg. Col. 0800/2017

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP: Possibilidade de adoção de mecanismos para viabilizar a negociação de valores mobiliários de emissão de companhia aberta nos períodos vedados da Instrução CVM nº 358/2002.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

DECLARAÇÃO DE VOTO

1. Apesar de concordar com a maior parte dos argumentos expostos pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez, entendo que a forma mais adequada de endereçar a questão das negociações pela companhia, durante o “período vedado”, com valores mobiliários de sua própria emissão seria por meio de alteração na regulação da CVM, quando se poderia contar com ampla discussão dos agentes de mercado e análise criteriosa das possíveis consequências das novas normas que viessem a ser propostas para equacionar a questão.
2. Nesse sentido, cumpre ressaltar que, há menos de 3 anos, quando das discussões do Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13, essa mesma questão foi apreciada em virtude da proposta de inserção de novo art. 15-C^[1] à ICVM 358, que pretendia permitir a negociação dos valores mobiliários da própria companhia durante o período vedado, desde que fosse contratada “*pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição*” que tivesse “discricionariedade” decisória e instituisse controles que impedissem o fluxo informacional proveniente da companhia.
3. Diante das críticas de que seria difícil, “*na prática, a demonstração da existência e efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais*”, a CVM optou por não promover essa alteração, sob o fundamento de que “*tornar[ia] a avaliar o tema em conjunto com outros ajustes que poderão resultar das referidas iniciativas internas em curso.*”
4. Nesse contexto, considero que a orientação no sentido de que um terceiro denominado independente e com controles supostamente adequados pudesse, sem limitação temporal, negociar valores mobiliários de emissão da própria companhia contratante acabaria por incentivar e legitimar negociações realizadas durante o “período vedado”, criando delicado precedente que poderia dificultar a fiscalização e eventual punição de companhia que se beneficie de negociações realizadas nesse período.
5. Ressalte-se que, ao se criar o “período vedado”, pretendeu-se, em essência, que as pessoas indicadas no art. 13 da ICVM 358 **deixassem de** negociar nesse período de

tempo, tanto que as hipóteses que afastam as presunções são bem restritas e impõem um ônus processual bastante pesado para o negociador (provar que a negociação foi regular). Apesar de a norma ter sido tratada em precedentes[2] como uma “regra de presunção”, entendo que ela engendra também uma orientação, embora não absoluta, para que as pessoas indicadas no referido art. 13 não negociem nesses períodos.

6. Por essas razões, entendo que a contratação desse terceiro pela companhia, no atual ambiente regulatório, impor a estipulação de cláusula afastando a possibilidade de negociações de valores mobiliários da própria companhia durante os “períodos vedados” (art. 20, II, da ICVM 358).
7. Observe-se, a propósito, que, ao se permitir que uma companhia venha a contratar terceiro reputado independente e que possua mecanismos considerados adequados para evitar o fluxo informacional (que poderiam, inclusive, estar embasados em precedentes da CVM), tornar-se-ia no mínimo discutível a possibilidade de responsabilização da companhia por eventual negociação que o terceiro contratado venha a fazer de posse de informação relevante, uma vez que o ato de negociar teria sido desse terceiro considerado independente, o que afetaria não apenas o aspecto volitivo da possível irregularidade, mas a própria presunção relativa prevista na ICVM 358, que, ressalvada alguma prova específica do caso, possivelmente seria desconstituída pela comprovação de adoção de mecanismos considerados adequados para barrar o fluxo informacional[3].
8. Por outro lado, também as presunções previstas no § 4º[4] do art. 13 da ICVM 358 teriam sua aplicação dificultada em relação ao terceiro contratado, tanto por não ser ele uma daquelas pessoas previstas no *caput* do art. 13[5], como em virtude de também existir a possibilidade de demonstração, por parte desse terceiro, que ele instituiu mecanismos teoricamente adequados para segregar a decisão de investimento do fluxo de informação proveniente da companhia e para garantir que a decisão de investimento seja independente.
9. Assim, as presunções do § 4º do art. 13 da ICVM 358 também poderiam ser desconstituídas por esse terceiro contratado, no mesmo contexto já exposto no item 7 supra.
10. Essas circunstâncias, a meu ver, poderiam gerar, como consequência, o incremento de negociações durante o “período vedado”, que seria um desdobramento prejudicial ao funcionamento adequado e eficiente do mercado de valores mobiliários.
11. Por todas essas razões, entendo que a CVM não deve, pelo menos até que sejam editadas normas regulatórias específicas sobre a matéria[6], cancelar a possibilidade de contratação de terceiro que tenha a faculdade de negociar valores mobiliários da própria companhia durante o “período vedado”, mesmo quando adotados mecanismos teoricamente aptos para obstar o fluxo informacional e a independência decisória.
12. Do exposto, e com as observações acima, voto pelo não provimento do recurso.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018.

Gustavo Borba

Diretor

[1] “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 discricionariedade 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.”

[2] Inclusive em processo por mim relatado (PAS 26/2010, julg. em 21.11.2017).

[3] Anote-se que, desde que adotados os mecanismos teoricamente adequados, tornar-se-ia necessário provar o vazamento da informação por parte da companhia, o que anularia os ganhos de eficiência, no combate ao *insider trading*, decorrentes das regras de presunção da ICVM 358. .

[4] § 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

[5] Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

Anote-se, ainda, que a regra do art. 20, II, da ICVM 358, não foi direcionada ao terceiro contratado pela companhia, mas sim para a própria companhia.

[6] Desde já ressalvo que, em análise perfunctória, me parece que o melhor caminho para permitir a negociação de valores mobiliários de emissão da própria companhia durante o período vedado seria por meio de “plano de negociação”, de forma semelhante aos planos de investimento previstos no art. da ICVM 358.

Ademais, como já me manifestei no voto proferido no PAS RJ2015/13561 (caso Brasil Brokers), considero conveniente que também se aprofunde estudo quanto à possibilidade e conveniência da substituição das regras de presunção do § 4º da ICVM 358 por períodos efetivamente vedados de negociação que constituam infração autônoma (sem entrar na discussão se isso deve ser por regulação ao por lei), o que poderia ser importante para aprimoramento conceitual e para evitar confusões com os aspectos criminais decorrentes da regra do art. 27-D da Lei 6385/76.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Rabelo Tavares Borba, Diretor**, em 27/04/2018, às 15:29, 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 **0504579** e o código CRC **843EF158**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0504579** and the "Código CRC" **843EF158**.*
