



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO CVM Nº 19957.009291/2017-87

Reg. Col. nº 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

### RELATÓRIO

#### I. CONSULTA À SEP

1. Este processo teve origem em consulta formulada por banco de investimento sediado no Brasil (“Consulente”)<sup>1</sup> à Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) acerca de determinados dispositivos legais previstos na Instrução CVM nº 567/2015 e das alterações trazidas pela Instrução CVM nº 568/2015 à Instrução CVM nº 358/2002, no que tange à negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados.

2. Dentre os tópicos constantes na referida consulta destaca-se, para fins deste recurso, um dos pontos relativos à possibilidade das companhias abertas contratarem um participante do mercado, normalmente um banco de investimento, quando tiverem

---

<sup>1</sup> Em sua primeira manifestação, o Consulente solicitou que fosse deferido tratamento confidencial à sua consulta, alegando que as operações ali mencionadas seriam embrionárias e que sua divulgação extemporânea poderia gerar especulações e impactos adversos. Embora tal pedido tenha – a meu ver, acertadamente, tendo em vista a natureza da consulta – sido indeferido pela SEP, a área técnica optou por não mencionar o nome do Consulente nos seus relatórios e memorandos. Neste relatório e em minha manifestação de voto eu sigo os mesmos cuidados adotados pela área técnica, que me parecem ser a melhor forma da CVM, observando o princípio da publicidade que deve orientar todos os atos da administração pública, conduzir processos dessa natureza.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

interesse em adquirir ações de sua própria emissão para manutenção em tesouraria ou mesmo para cancelamento. De acordo com o Consulente, por meio de tais arranjos a companhia contratante se compromete a pagar um valor determinado ou determinável ao terceiro contratado, que, por sua vez, obriga-se a entregar à companhia, em uma data futura, ações de sua própria emissão.

3. O Consulente assinala que, eventualmente, a companhia aberta pode entrar em um período de vedação entre a data de contratação do terceiro contratado e a data futura em que o terceiro contratado se comprometeu a entregar as ações para a companhia emissora. O Consulente faz referência, em especial, aos períodos de vedação previstos nos §§ 1º e 4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, que tratam, respectivamente (i) do período em que existe informação relevante ainda não divulgada ao mercado; e (ii) do período de 15 dias que antecedem a divulgação das informações trimestrais e anuais da companhia.

4. Em sua consulta, o Consulente manifesta o entendimento de que o intermediário contratado não estaria proibido de negociar ações de emissão da companhia durante os períodos de vedação desde que (i) a companhia não estivesse proibida de negociar quando da contratação do intermediário; e (ii) esse não tivesse ciência dos fatos que resultaram no período de vedação quando da realização das operações.

5. Após defender o seu entendimento, inclusive com base na experiência norte-americana (que discutirei com mais vagar no voto que segue), o Consulente questiona (i) se a continuidade das negociações pelo terceiro contratado com as ações da companhia, neste cenário, violaria o disposto na Instrução CVM nº 358/2002; e (ii) se a companhia seria obrigada a informá-lo de eventuais períodos de vedação, solicitando que este interrompesse tais negociações.

## II. MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

6. A análise inicial da consulta pela SEP resultou na produção de relatório de análise (Relatório nº 23/2017-CVM/SEP/GEA-3, de 04.04.2017, doravante “RA



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

23/2017”) e de um memorando (Memorando nº 48/2017-CVM/SEP/GEA-3, de 04.04.2017, doravante “Memorando 48/2017”), dado que o analista e o Gerente de Acompanhamento de Empresas 3 da SEP (“GEA-3”) divergiram quanto ao ponto objeto deste recurso. O Superintendente de Relações com Empresas, por sua vez, acompanhou o entendimento adotado pelo GEA-3 no referido memorando. Em benefício do debate, as duas posições defendidas na área técnica serão resumidas a seguir.

7. O RA 23/2017 inicia a sua análise sobre o assunto relembrando que no Edital de Audiência Pública SDM nº 11/2013 foi proposto o acréscimo de um novo artigo 15-C à Instrução CVM nº 358/2002. Tal dispositivo previa que a companhia poderia contratar um terceiro, integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, para realizar, em seu nome, negócios com ações de sua própria emissão. Ainda segundo a norma submetida à audiência pública, o intermediário poderia, inclusive, negociar ações nos períodos referidos no artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, desde que (i) tivesse discricionariedade quanto ao momento de efetuar as negociações; e (ii) adotasse e fosse capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impedissem a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações, a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas e os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.

8. Prossegue o analista assinalando que, ao final da audiência pública, a CVM optou por não inserir a referida regra. Com base nesse histórico, o analista responsável pelo caso concluiu “que a instituição intermediária que atua **como mera procuradora** para realizar a recompra de ações em nome de companhia aberta não poderá negociar ações de emissão da companhia durante o período de vedação estabelecido pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. Isso mesmo se forem implementados os controles e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

respeitadas as restrições descritas no dispositivo proposto durante a audiência pública e transcrito acima”<sup>2</sup>.

9. De acordo com o analista, um dos motivos pelos quais a CVM não aceita que a companhia realize operações com ações durante o período de vedação através de um intermediário contratado decorreria da dificuldade de se verificar se a companhia não estaria indevidamente influenciando a atuação desse terceiro que, a princípio, estaria atuando de modo independente. O RA 23/2017 assinala, contudo, que tal risco somente se colocaria quando a companhia pudesse ser afetada, positiva ou negativamente, pelas condições em que o intermediário contratado realizasse as operações em seu nome.

10. Nessa perspectiva, o analista entende que a consulta, ao mencionar as regras norte-americanas, faria referência a um caso mais específico, onde o contrato (i) seria celebrado no momento em que a companhia não está em período de vedação; e (ii) contemplaria o montante de ações e o preço a ser pago pela companhia. Um exemplo, segundo o RA 23/2017, seria os casos em que a companhia e o intermediário contratado celebrariam um contrato de compra e venda irrevogável e irretratável, com quantidade e preços certos, para liquidação em data futura. Nesses casos, na visão do analista,

“não me parece que a instituição intermediária estará impedida de negociar ações durante o *blackout period*. Isso porque a companhia contraparte neste contrato não teria incentivos para influenciar o valor ou o momento em que a instituição intermediária efetivamente adquirirá as ações de emissão da companhia para lhe entregar em data futura, pois todo o risco de variação de preço será suportado pela instituição intermediária. Em outras palavras, a instituição intermediária atuará, *ceteris paribus*, de forma independente à companhia emissora das ações, e não como procuradora executando compras em nome da mesma. Destarte, não há motivo para temer que a companhia transmitirá informação sigilosa para o

---

<sup>2</sup> Item 29 do RA nº 23/2017. Sem grifos no original.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

intermediário ou, de qualquer maneira, orientará suas decisões de compra com base em informação relevante não divulgada ao mercado.”<sup>3</sup>

### 11. Ao final de sua análise acerca desse ponto, conclui:

“34. De novo, e respondendo mais diretamente à consulta recebida, acredito 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, de 2002, 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. Por exemplo, condições necessárias para tal contrato seriam as seguintes: (i) o preço a ser pago e a quantidade a ser adquirida pela companhia estariam definidos desde a celebração do contrato; e (ii) a companhia não poderia unilateralmente extinguir o contrato durante período de vedação. Neste caso, inclusive, a companhia não poderia informar a eventual existência de período de vedação para a instituição intermediária, porque o mero conhecimento deste fato, como abordado anteriormente neste relatório, pode representar informação relevante não divulgada ao mercado a depender da circunstância.

35. É claro, todavia, que todas as regras da Instrução CVM nº 567, de 2015, devem ser cumpridas no momento em que a companhia celebra o contrato futuro de compra de ações de sua emissão e, muito especialmente, não pode celebrar tal contrato durante o *blackout period*, como está explícito na redação do caput do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002. Ademais, a instituição intermediária também estará impedida de negociar ações se, por acaso, tiver acesso à informação relevante ainda não divulgada ao mercado, nos termos do art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.”

### 12. Ao analisar o caso, o GEA-3 discordou da conclusão do analista de que os intermediários, negociando ações em favor da companhia aberta, poderiam não estar

---

<sup>3</sup> Item 32 do RA nº 23/2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sujeitos ao *blackout period* a que essa própria companhia estaria sujeita se pretendesse adquirir as ações diretamente, desde que adotados certos cuidados. Para o GEA-3, a discussão do assunto na Audiência Pública SDM nº 11/2013 e a opção do Colegiado quando da edição da Instrução CVM nº 568/2015 demonstrariam que “deve continuar a ser vedada 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”. Como já mencionado, o Superintendente de Relações com Empresas acompanhou esse segundo entendimento, adotado no Memorando 48/2017.

### III. RECURSO

13. Inconformada com a decisão da SEP no tocante ao tópico acima resumido, em 31.08.2017, o Consulente apresentou pedido de reconsideração, por entender que não se deve vedar a negociação de ações por integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que não tenha ciência de qualquer informação privilegiada.

14. Em resumo, o Consulente argumenta que “não há que se criar restrições mais estritas a tais participantes do que ao restante do mercado, especialmente considerando-se que:

- (i) o arcabouço regulatório existente já restringe a negociação por qualquer parte, seja ela uma instituição intermediária ou não, de valores mobiliários por pessoas detentoras de informações privilegiadas, não havendo necessidade de restrição adicional;
- (ii) a CVM detém poder para fiscalizar e punir qualquer negociação realizada em desacordo com as normas aplicáveis;
- (iii) em situações excepcionais, com base na regulamentação vigente, determinadas pessoas podem negociar valores mobiliários mesmo tendo conhecimento de informações privilegiadas, o que gera um risco superior à negociação por instituição intermediária que não disponha de tais informações; e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(iv) este tipo negociação é permitida no mercado internacional, o qual serve de referência para as operações realizadas no mercado doméstico.”

15. Analisando o caso, o analista responsável<sup>4</sup> e o GEA-3<sup>5</sup> mantiveram seus posicionamentos.

16. Em razão do indeferimento do pedido de reconsideração, o assunto foi remetido ao Colegiado em grau de recurso. Na reunião do Colegiado de 26.09.2017, fui sorteado relator do caso.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>4</sup> Relatório nº 102/2017-CVM/SEP/GEA-3, de 05.09.2017.

<sup>5</sup> Memorando nº 140/2017-CVM/SEP/GEA-3, de 14.09.2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO CVM Nº 19957.009291/2017-87

Reg. Col. nº 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

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de recurso interposto por banco de investimento contra o entendimento da SEP<sup>1</sup> acerca das eventuais restrições a que está sujeita a instituição contratada por uma companhia aberta, para, em nome dessa, recomprar ações no mercado.
2. A discussão central pode ser sintetizada na seguinte pergunta: o terceiro contratado por uma companhia aberta para realizar suas recompras está proibido de realizar tais operações nos períodos de vedação previstos na Instrução CVM nº 358/2002? Para melhor delimitar a discussão, pode-se assumir que a companhia não estava sujeita a nenhuma restrição para negociar com ações de sua emissão quando contratou o terceiro, e que esse, por sua vez, em cada operação, não tinha ciência dos fatos que resultaram no período de vedação, ou mesmo da existência do período.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

3. A partir dessa questão mais aberta, são brevemente discutidos alguns possíveis arranjos que, na visão do Consultente, deveriam ser considerados como aptos a blindar negociações feitas por um terceiro em benefício da companhia nos períodos vedados pela Instrução CVM nº 358/2002 contra possíveis acusações de *insider trading*. Para responder à questão genérica e suas implicações em cenários específicos, cumpre examinar o alcance dos dispositivos regulamentares direta e indiretamente envolvidos na consulta<sup>2</sup>. São eles o artigo 13, o artigo 15-A e, finalmente, o artigo 20, II e parágrafo único, todos da Instrução CVM nº 358/2002.

## II. ANÁLISE DOS DISPOSITIVOS PERTINENTES

### II.1. ARTIGO 13 DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002: Os “PERÍODOS DE VEDAÇÃO”

4. O artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 estipula uma série de proibições decorrentes da proibição do uso de informação privilegiada, prática amplamente conhecida pela expressão *insider trading*.

5. Embora a letra fria do citado dispositivo pareça indicar que as hipóteses ali previstas são, de fato, vedações à negociação, o Colegiado há muito consolidou o entendimento de que as hipóteses previstas no artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 constituem apenas presunções que visam a facilitar a persecução do *insider trading*<sup>3</sup>.

6. Sendo mais específico, a caracterização do *insider trading* no regime brasileiro requer a comprovação de três elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada); (ii) a posse de tal

---

<sup>2</sup> Nesse momento, cumpre ressaltar que **a estruturação de qualquer plano de recompra ou mecanismo similar deve observar também as regras da Instrução CVM nº 567/2015**, que dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados. Dito isso, este voto se resumirá a analisar as questões referentes à Instrução CVM nº 358/2002, que motivaram a interposição do recurso em análise.

<sup>3</sup> Diante do flagrante descompasso entre a literalidade do artigo 13 e a jurisprudência a seu respeito, penso que uma futura reforma da Instrução CVM nº 358/2002 deva incluir uma reformulação do referido dispositivo, ainda que somente para tornar sua interpretação mais intuitiva.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

informação pelo agente cuja negociação é questionada; e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida. Diante da notória dificuldade de prova desses elementos, a Instrução CVM nº 358/2002 prevê situações em que a CVM pode presumir, conforme o caso, (i) a existência de informação privilegiada; (ii) sua posse por determinadas pessoas; ou, ainda, (iii) a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida<sup>4</sup>. Em todos os casos, se está diante de presunções relativas, que podem ser afastadas mediante prova em contrário<sup>5</sup>.

7. Em resumo, a Instrução CVM nº 358/2002 não criou um ilícito autônomo de negociação em período vedado<sup>6</sup>. Essa interpretação me parece acertada, por não tipificar condutas que não preenchem as características que tornam reprovável o *insider trading*<sup>7</sup> (que, desde 2001, é inclusive um ilícito penal). Não obstante, a Instrução CVM nº 358/2002 presume que as operações realizadas nos períodos ali descritos configuram o uso de informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem. Em outras palavras, no atual regime da Instrução CVM nº 358/2002, a pessoa condenada por negociar nos chamados períodos vedados é, de fato, condenada por *insider trading*.

<sup>4</sup> Sobre a presunção de utilização de informação privilegiada em negócios realizados na pendência da divulgação de fato relevante, reporto-me ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017.

<sup>5</sup> Sobre o assunto, cf. o voto do Diretor Pablo Renteria no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3823, j. em 09.12.2015.

<sup>6</sup> Sobre o assunto, cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez. “Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011.

<sup>7</sup> No voto que proferi em 20.20.2018 no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651, propus revisitarmos o regramento aplicável às negociações pelos *insiders* primários nos períodos que antecedem a divulgação das demonstrações financeiras trimestrais e anuais. O atual regime brasileiro não proíbe tais operações *per se*, mas apenas na medida em que essas configurem a prática do *insider trading* – como visto acima, o §4º do artigo 13, embora redigido como uma verdadeira vedação, é, de fato, uma regra de presunção. Naquela oportunidade, mencionei que a União Europeia hoje se vale de uma vedação autônoma para tratar de tais operações, dissociada da proibição geral ao abuso de informação privilegiada, e tem caráter objetivo (v. item 11 do artigo 19 do Regulamento (UE) nº 596/2014, o “Regulamento de Abuso de Mercado” ou, simplesmente, “MAR”). A meu ver, o regime mais restritivo adotado na Europa para tais operações é, em termos gerais, superior ao regramento da matéria em nosso país.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### II.2. ARTIGO 15-A DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002: PLANOS DE INVESTIMENTO

8. A Instrução CVM nº 568/2015 promoveu alterações importantes na Instrução CVM nº 358/2002, dentre as quais a inclusão de um novo artigo 15-A, que modernizou as regras aplicáveis aos planos de investimento<sup>8</sup>.

9. De acordo com o artigo 15-A da Instrução CVM nº 358/2002, os planos de investimento são documentos instituídos por acionistas controladores, 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 a ato ou fato relevante, para estabelecer parâmetros a serem observados em negociações futuras com valores mobiliários de emissão da companhia a qual estão relacionados.

10. Quando estruturado e cumprido de forma correta, o plano de investimento elimina qualquer discricionariedade do seu beneficiário sobre as condições em que ocorrerão seus futuros negócios com valores mobiliários de emissão da companhia à qual está vinculado. Desse modo, o plano de investimento quebra o nexo causal entre a eventual posse de informação privilegiada e a decisão de negociar com os ativos, elemento imprescindível para a caracterização do *insider trading*, e confere segurança para que o *insider* possa negociar durante os períodos de vedação (que, como visto acima, são regras de presunção), inclusive quando efetivamente possuir informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

11. Embora o plano de investimento previsto na Instrução CVM nº 358/2002 não se

---

<sup>8</sup> Tive a oportunidade de explorar a disciplina dos planos de investimento em maiores detalhes, comentando a reforma de 2015 e os seus antecedentes, em artigo publicado no último ano. GONZALEZ, Gustavo Machado. “Planos de Investimento (*Trading Plans*)”. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários* vol. 5. São Paulo: Almedina, 2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aplique às companhias abertas, uma vez que essas não foram elencadas no artigo 15-A<sup>9</sup>, o seu exame é importante para o caso, na medida em que envolve a discussão sobre o que significa a presunção de regularidade ali contida. Esse ponto é, a meu ver, fundamental para a correta compreensão do significado da decisão tomada pelo Colegiado da CVM, quando da edição da Instrução CVM nº 568/2015, de não incluir na Instrução CVM nº 358/2002 os artigos 15-B e 15-C que haviam sido propostos na Audiência Pública SDM nº 11/2013.

12. No regime brasileiro, as regras normativas que criam salvaguardas (*safe harbors*) devem ser entendidas como presunções **relativas**, e **não exclusivas** de regularidade. Em resumo, as presunções de regularidades da CVM indicam aos agentes os procedimentos e cuidados considerados adequados pela Autarquia para lidar com situações que potencialmente podem resultar em infração aos dispositivos legais e regulamentares sob a jurisdição. Não por acaso, as presunções de regularidade constam de regras onde a CVM prescreve ou recomenda a adoção de algum tipo de procedimento para os participantes do mercado. Se pensarmos em estímulos e desestímulos, tais regras buscam induzir os participantes de mercado a adotarem as recomendações da CVM para lidar com certos assuntos considerados particularmente sensíveis.

13. A ressalva de que as regras que criam presunções de regularidade não podem ser construídas como soluções exclusivas decorre, em especial, do princípio da reserva legal<sup>10</sup>. Esse cuidado, vale dizer, foi tomado pela CVM em outras situações em que essa

---

<sup>9</sup> Nesse sentido, a referência à companhia aberta constante do §7º do artigo 13, com a redação dada pela Instrução CVM nº 568/2015, deixou de fazer sentido quando se optou, ao final da Audiência Pública SDM nº 11/2013, por não incluir o artigo 15-C.

<sup>10</sup> Artigo 5º, II, da Constituição Federal. O fato de as presunções de regularidades estabelecidas pela CVM terem de ser consideradas não exclusivas marca uma importante diferenciação entre o nosso regime e aquele adotado pela *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos (“SEC”).

De acordo com a *Rule 10b5-1*, editada pela SEC em 2001 para dirimir a divergência entre as diferentes cortes norte-americanas quanto à questão da prova do nexo causal entre a posse da informação privilegiada e a negociação pelo *insider*, considera-se que uma transação foi realizada com base em informação privilegiada sempre que for realizada por pessoa que tenha, no momento da operação,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

adotou estratégia semelhante<sup>11</sup>. Assim, o fato de determinado participante do mercado, que se depara com uma situação potencialmente problemática, não adotar a salvaguarda instituída pela CVM para aquela hipótese não torna sua conduta automaticamente irregular. A princípio, o agente apenas abre mão da segurança que lhe era oferecida pelo procedimento que, na forma da norma, criaria uma presunção de regularidade.

14. Os casos envolvendo o potencial uso de uma informação privilegiada têm uma particularidade, pois o agente que não se vale da presunção de regularidade acaba, em muitas situações, caindo em uma das hipóteses de presunção em favor da acusação previstas no artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002. Esse fato, contudo, não altera a conclusão acima: também nessa hipótese o agente poderá provar que sua conduta não caracterizou o *insider trading*, embora suporte o ônus de ter de desconstituir as presunções que operam em favor da acusação.

15. Nesse cenário, é lícito e razoável que os participantes do mercado busquem medidas e procedimentos que lhes confirmem maior segurança em operações no mercado de valores mobiliários, mitigando o risco de que negociações legítimas sejam confundidas com a prática nefasta do *insider trading*. O fato de tal procedimento não

---

conhecimento de informação privilegiada, **exceto** se tal negociação decorrer de uma das quatro defesas afirmativas previstas naquela regra, que deverá ter sido instituída quando o investidor não tinha acesso à informação privilegiada. Ou seja, a SEC ao formalmente se posicionar por uma presunção de uso, previu que essa somente poderia ser afastada por uma das defesas afirmativas previstas naquele mesmo normativo.

A legalidade da *Rule 10b5-1* é questionada desde o período de audiência pública. Para muitos comentadores, a SEC não poderia ter proposto um rol exaustivo de defesas afirmativas, uma vez que o tipo seria doloso. Sobre o assunto, cf. SWANSON, Carol B. *Insider Trading Madness: Rule 10b5-1 and the Death of Scierter*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1929849>. LANGEVOORT, Donald C. *What Were They Thinking? Insider Trading and the Scierter Requirement*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2120141>. No relatório divulgado quando da edição da *Rule 10b5-1*, a SEC assinalou genericamente que a referida regra teria por objetivo somente solucionar o impasse jurisprudencial quanto ao uso/posse da informação privilegiada, mas que o elemento intencional (*scierter*) continuava sendo um elemento necessário para os casos instaurados com base na *Rule 10b-5*, editada em 1942 com base na competência conferida à SEC pela *Section 10(b)* da Lei das Bolsas de Valores (*Securities Exchange Act*) de 1934. V. Securities and Exchange Commission. *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*. Disponível em [www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm](http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm).

<sup>11</sup> Cito, por exemplo, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e o convênio celebrado com o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) em 27 de agosto de 2013.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

estar disciplinado nas regras da CVM e, consequentemente, não gerar para o seu beneficiário uma presunção de regularidade não elimina a utilidade de tal defesa. Em tais casos, a meu ver, os princípios da legalidade e tipicidade impõem aos encarregados de analisar a conduta *ex post* – no caso da CVM, a área técnica, na fase investigativa, e o Colegiado, no julgamento de um eventual processo sancionador daí decorrente – o dever de analisar cuidadosamente a conduta suspeita, a fim de verificar se se encontram presentes os elementos que caracterizam a prática do *insider trading*. É o que temos, por exemplo, nos processos administrativos instaurados para apurar a prática de *insider trading* e que envolvem a discussão acerca da existência e efetividade de políticas de *chinese wall*<sup>12</sup>.

16. A meu ver, é nessa perspectiva que deve ser avaliada a decisão da CVM de não incluir na Instrução CVM nº 358/2002 os artigos 15-B e 15-C, que haviam sido propostos na Audiência Pública SDM nº 11/2013. O fato de a CVM ter decidido não formalizar uma presunção de regularidade para as medidas que haviam sido propostas naqueles dois dispositivos não significa que aqueles arranjos não servem, de todo, para afastar uma acusação de *insider trading*, mas apenas que a CVM não presumirá *ex ante* a legalidade da operação. Assim, a CVM poderá se valer das presunções do artigo 13, quando aplicáveis, o que não a desincumbe de avaliar, à luz do caso concreto, se o mecanismo adotado pelo agente efetivamente evitou a prática do *insider trading*. Como o agente não terá, nesse caso, o respaldo de uma presunção de regularidade, ele correrá o risco de que seus argumentos de defesa venham, eventualmente, a serem considerados insuficientes para afastar as presunções do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

17. Resta apenas tecer uma nota final sobre as presunções de regularidade propostas na Audiência Pública SDM nº 11/2013 e o artigo 15-A. A regra brasileira foi inspirada na *Rule 10b-5-1* norte-americana, invocada pelo Consultante em sua consulta. Nossa regra tem, contudo, um escopo mais reduzido do que o da regra norte-americana. Com

---

<sup>12</sup> Sobre o assunto, cf. MÜSSNICH, Francisco. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. 1ª edição. São Paulo: Saraiva, 2017, em especial pp. 60-63 e 113-121.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

feito, mesmo a proposta submetida à audiência pública não só contemplava menos alternativas do que as conferidas pela *Rule* 10b5-1<sup>13</sup> como também buscava incorporar alguns cuidados adicionais<sup>14</sup>, que não se encontram previstos na regra americana, mas eram objeto de críticas da academia e de participantes daquele mercado<sup>15</sup>. Esse ponto é importante para deixar claro que a presunção de regularidade prevista no artigo 15-A da Instrução CVM nº 358/2002 é extremamente restritiva.

### **II.3. ARTIGO 20, II E PARÁGRAFO ÚNICO, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002: NEGOCIAÇÕES INDIRETAS**

18. Já o artigo 20, II, da Instrução CVM nº 358/2002 determina que as vedações estabelecidas naquele normativo “estendem-se às negociações realizadas direta ou indiretamente pelas pessoas nela referidas, quer tais negociações se dêem através de sociedade controlada, quer através de terceiros com quem for mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações”. O parágrafo único daquele mesmo dispositivo assinala que “não se consideram negociações indiretas aquelas realizadas por fundos de investimento de que sejam cotistas as pessoas mencionadas nesta Instrução, desde que tais fundos não sejam exclusivos, nem as decisões de negociação do administrador possam ser influenciadas pelos cotistas”.

---

<sup>13</sup> A *Rule* 10b5-1 apresenta um rol exaustivo de quatro defesas afirmativas. O item (C)(1) traz três mecanismos que podem autorizar a negociação mesmo em períodos em que o beneficiário da operação possui informação privilegiada. A primeira defesa seria a demonstração de que a operação foi realizada em função de contrato vinculante, celebrado antes da posse da informação, no qual o insider teria se obrigado a comprar ou vender valores mobiliários. A segunda defesa afirmativa consistiria na delegação para um terceiro das decisões de comprar ou vender o valor mobiliário para a conta do *insider*. Por fim, o item (C)(1) prevê a adoção de um plano de negociação por escrito. Já o item (C)(2) prevê uma defesa baseada em controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações.

<sup>14</sup> Por exemplo, nossa regra atribuiu ao conselho de administração responsabilidade por monitorar a aderência das transações ao plano, e estipula um prazo de período de carência de seis meses para que o plano e suas eventuais modificações produzam efeitos. Tais medidas são vistas como as melhores práticas nos Estados Unidos, mas não são exigidas nas regras da SEC.

<sup>15</sup> Sobre esse ponto, GONZALEZ, *Op. Cit.*, pp. 95-99.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

19. Até onde sei, o alcance dos dispositivos acima transcritos ainda não foi analisado em maior detalhe na jurisprudência da casa. Sua melhor interpretação, penso, é a de que não se está ali proibindo a negociação indireta nos períodos mencionados no artigo 13, mas estendendo a tais negociações as mesmas presunções previstas no artigo 13 para as operações feitas diretamente pelas pessoas ali elencadas. Implicitamente, o artigo 20, II, da Instrução CVM nº 358/2002 acaba por criar mais uma presunção: a de que o fato da operação ter sido feita por terceiro não foi suficiente para evitar a influência do *insider* e, conseqüentemente, a contaminação por eventual informação privilegiada.

20. Com efeito, o propósito do artigo 20, II, da Instrução CVM nº 358/2002 é evitar que as regras de presunção previstas no artigo 13 daquele mesmo normativo pudessem ser afastadas mediante a simples interposição de uma terceira pessoa. Tal finalidade é integralmente atingida com a interpretação aqui defendida. Ademais, além de atender plenamente o objetivo da norma, há uma questão de coerência: entender que o artigo 20 cria uma verdadeira proibição, enquanto o artigo 13 trata de regras de presunção, implicaria em criar um regime de combate ao *insider trading* com regras mais brandas para negociações feitas diretamente pelo *insider* do que para aquelas realizadas por terceiros em nome do *insider*. Dado que tais estruturas, no mais das vezes, visam justamente a afastar a influência do *insider*, tal entendimento seria, a meu ver, no mínimo contraintuitivo.

### III. ANÁLISE DO CASO

#### III.1. CONSIDERAÇÕES GERAIS

21. Meus comentários acerca dos dispositivos que, direta ou indiretamente, são relevantes para o caso se encerraram com a análise do artigo 20 da Instrução CVM nº 358/2002 e é a partir desse dispositivo que inicio a análise da consulta que nos foi submetida.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. A meu ver, a operação pretendida pelo Consulente se caracteriza como uma operação indireta, nos termos do artigo 20, II, da Instrução CVM nº 358/2002. Ademais, o arranjo em discussão não se enquadra na hipótese excepcional prevista no parágrafo único daquele mesmo dispositivo, que somente afasta a presunção para casos de fundos não exclusivos em que as decisões de negociação do administrador não possam ser influenciadas pelos cotistas. Reforço que as condições previstas no parágrafo único do artigo 20 da Instrução CVM nº 358/2002 são cumulativas, logo, a simples delegação para o terceiro para definir, de forma discricionária, as condições das operações feitas em nome da companhia não basta, no atual regime, para afastar a regra prevista no inciso II.

23. Não obstante, entendo que o fato da operação pretendida estar enquadrada na situação prevista nos artigos 13, §4º, e 20, II, da Instrução CVM nº 358/2002 não autoriza uma conclusão tão restritiva como aquela que ao final prevaleceu na análise da SEP. Com efeito, considerando a (acertada) jurisprudência dessa casa acerca do real significado das vedações previstas no artigo 13, bem como o fato de estarmos, neste processo, lidando com uma consulta em tese, não vejo como ir além da presunção relativa e concluir pela ilegalidade, em abstrato, das operações.

24. Assim, respeitosamente divirjo do entendimento da SEP por entender que não se pode concluir, com base em uma regra que visa, em última instância, a proibir o uso de informação privilegiada, pela existência de uma verdadeira vedação a uma operação livremente realizada (ou seja, sem influência externa) por quem não tinha acesso a tal informação e sequer sabia da sua existência.

25. Não obstante, a Instrução CVM nº 358/2002 prevê que uma operação indireta (conforme definida no artigo 20, II) realizada em um dos chamados períodos de vedação está sujeita às regras de presunção contidas no artigo 13. Tal fato acaba por aumentar os riscos de que operações que, a rigor, não caracterizaram o ilícito, acabem sendo confundidas com a prática do *insider trading*. Consequentemente, o atual regime traz dificuldades significativas para a implementação de arranjos com um terceiro



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

independente de negociação que visem a viabilizar transações legítimas em períodos suspeitos, pois não confere segurança nem à companhia contratante nem ao terceiro contratado.

26. Assim, parece-me conveniente que a CVM se aprofunde no exame de procedimentos e mecanismos aptos a conferir segurança para que uma companhia aberta possa negociar valores mobiliários de sua emissão durante os chamados períodos vedados. Afinal de contas, a versão final da Instrução CVM nº 568/2015 acabou por não incluir nenhuma salvaguarda (*safe harbor*) que fosse aplicável às companhias abertas que desejassem implementar um plano de recompra. Com efeito, a companhia emissora não está arrolada dentre os beneficiários do plano de investimento previsto no artigo 15-A. Ademais, o artigo 15-C<sup>16</sup>, proposto na audiência pública para instituir um mecanismo específico para negociações pela própria companhia aberta, acabou não sendo adotado.

27. Vale aqui reforçar o extremo rigor e a baixa abrangência da regra brasileira: a regra norte-americana, por exemplo, permite que as companhias adotem um *trading plan* para regular suas operações futuras, que inclusive é sujeito a menos restrições do que o plano de investimento do artigo 15-A; e o artigo 15-C equivalia à última das defesas afirmativas previstas na *Rule 10b5-1*<sup>17</sup>. O atual regime jurídico do *insider*

---

<sup>16</sup> Para facilidade de exame, transcrevo a redação do dispositivo proposto na Audiência Pública e que ao final não foi adotado: “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.”

<sup>17</sup> 17 CFR 240.10b5-1(C)(2): “A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not “on the basis of” material nonpublic information if the person demonstrates that: (i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*trading* nos Estados Unidos resulta de uma longa série de decisões judiciais e tem diferenças substanciais em relação aos regimes brasileiro e europeu, por ser baseado sobretudo na violação de deveres fiduciários e não no princípio de igualdade de acesso<sup>18</sup>. Não obstante, tomados os devidos cuidados, a experiência norte-americana fornece elementos valiosos para nossa análise sobre regras de presunção e defesas afirmativas, tanto que, nesse ponto, foi a principal referência na reforma proposta em 2013 e concluída em 2015<sup>19</sup>.

### III.2. NOTAS SOBRE OS POSSÍVEIS ARRANJOS DESTINADOS A CONFERIR SEGURANÇA ÀS RECOMPRAS FEITAS DURANTE OS PERÍODOS DE VEDAÇÃO

28. Embora entenda que devemos avançar na discussão da matéria, noto que o Consulente não detalhou em suas manifestações a forma como o serviço pretendido esse seria desempenhado. Não obstante, e com o objetivo de propor orientações para futuras consultas, gostaria de tecer alguns comentários acerca dos demais pontos trazidos pelo Consulente.

29. Após tratar da questão genérica tratada no item anterior, o Consulente faz referência à *Rule 10b5-1* e, nesse contexto, apresenta os contornos de uma estrutura que

---

securities was not aware of the information; and (ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.” Em resposta a uma consulta, a SEC confirmou que tal defesa vale, inclusive, para o próprio emitente. Cf. *Division of Corporation Finance: Manual of Publicly Available Telephone Interpretations, Fourth Supplement*. Disponível em: <https://www.sec.gov/interps/telephone/phonesupplement4.htm>. Acesso em 20.01.2018.

<sup>18</sup> Cf. VENTORUZZO, Marco. *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 257/2014; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2442049. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2442049>. V. ainda Gevurtz, Franklin A., *The Road Not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions*. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3062793>.

<sup>19</sup> A outra regra de presunção de regularidade proposta na referida Audiência Pública, focada na Instrução CVM nº 8/1976, havia sido em larga medida inspirada na *Rule 10b-18*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

incorpora uma série de cuidados com o objetivo de viabilizar operações de recompra nos períodos vedados. Mais especificamente, o Consulente se refere a uma solução onde (i) o plano de recompra é estabelecido em um momento em que não existe informação privilegiada; (ii) o contrato/plano de recompra estabelece o montante, o preço e a data das aquisições de ações pelo participante de mercado ou delega tais decisões para este; (iii) o contrato/plano não permite que a companhia exerça qualquer influência posterior na aquisição de ações pelo participante do mercado; (iv) o plano seja celebrado de boa-fé entre as partes; e (v) as aquisições pelo participante do mercado sejam feitas em conformidade com o contrato/ plano.

31. Noto que a proposta do Consulente conjuga alguns requisitos que são alternativos no regime estadunidense<sup>20</sup>. De fato, assinalo que o arranjo proposto pelo Consulente nesse ponto acaba combinando um plano de investimento, que, como visto, é objeto de regulação específica da CVM, com soluções baseadas na delegação a um terceiro independente de poderes discricionários de gestão do investimento, como a que era prevista no artigo 15-C proposto na Audiência Pública.

32. Embora os dois arranjos visem a viabilizar operações que, de outra maneira, seriam proibidas (nos Estados Unidos) ou sujeitas a regras de presunção (no Brasil), eles atuam em momentos distintos, atacando, cada qual, um dos requisitos necessários para a caracterização do *insider trading*. O plano de investimento quebra o nexo de causalidade entre a eventual posse da informação privilegiada e a decisão de negociar. Já os arranjos de gestão discricionária buscam, a princípio, evitar que o responsável pela decisão de negociar tenha acesso à informação privilegiada.

33. Penso que a delegação a um terceiro independente da administração de um plano de investimento que estabelece *a priori* critérios de montante, preço e data que sejam objetivamente verificáveis *a posteriori* pode ser uma alternativa viável para o desenvolvimento de planos de recompra que possam, inclusive, viabilizar operações nos

---

<sup>20</sup> Vide nota 18 acima.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

períodos do artigo 13. Esse tipo de estrutura pode oferecer uma solução adequada a uma das preocupações indicadas pela SEP como justificativa para o fato das companhias abertas não estarem incluídas no artigo 15-A: a de que os mecanismos de controle previstos naquele artigo não seriam suficientes quando o beneficiário final é a própria companhia, dado que são exercidos pela própria administração. Noto, ademais, que as obrigações de monitoramento previstas no artigo 15-A são muito rigorosas e não possuem paralelo com as regras da SEC ou da União Europeia<sup>21</sup>.

34. Diante desses fatos, parece-me que o Consulente, assim como outros participantes do mercado, podem desenvolver produtos e serviços para viabilizar negociações pelas companhias abertas nos períodos vedados. A falta de orientação não afasta a validade de tais mecanismos, embora crie dificuldades para tais produtos em razão das regras de presunção da Instrução CVM nº 358/2002. Em qualquer caso, a eficácia de tais serviços dependerá da demonstração, por parte do participante, da adequação dos mecanismos que evitem fluxos indevidos de informação e permitam a rastreabilidade dos fatos ocorridos, que sempre poderão ser examinados pelo regulador nos casos concretos.

#### IV. A CONVENIÊNCIA DE DISCUTIRMOS O ASSUNTO NO ÂMBITO DE UMA CONSULTA

---

<sup>21</sup> O Regulamento (CE) nº 2273/2003 da Comissão, editado ainda sobre a égide da Diretiva 2003/6/CE (que foi substituída pelo MAR), excepcionava das restrições de recompra em períodos vedados, por exemplo, hipóteses em que o programa de recompra fosse liderado por uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito que tome as suas decisões relativas às datas de aquisição das ações do emitente de forma totalmente independente e sem ser influenciado por este último (artigo 6º, item 3, “b”). O assunto é coberto hoje pelo artigo 5º do atual Regulamento de Abuso de Mercado. A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority* - ESMA) indicou, contudo, que as restrições e exceções previstas no Regulamento (CE) nº 2273/2003 deveriam ser mantidas em linhas gerais no regime do MAR. Nesse sentido, v. item 3, em especial o parágrafo 36, do relatório da ESMA editado em 26.09.2015. Disponível em: [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455\\_-\\_final\\_report\\_mar\\_ts.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

36. Antes de encerrar, gostaria de fazer uma breve reflexão acerca da conveniência de tratarmos do assunto no âmbito de uma consulta formulada por participante de mercado.

37. Em seu último memorando, a SEP assinala ter recebido uma consulta similar antes da Audiência Pública SDM nº 11/2013. Naquela oportunidade, prossegue a área técnica, a CVM entendeu que seria mais apropriado discutir uma eventual mudança normativa, em uma audiência pública, do que discutir uma solução específica para um caso concreto. Dado que, ao final da audiência pública, a CVM decidiu por promover uma reforma mais limitada na Instrução CVM nº 358/2002, a área técnica entende que não seria aconselhável flexibilizar o texto da norma, no contexto de uma consulta individual<sup>22</sup>.

38. Com a devida vênia, discordo em parte da posição da área técnica. Em primeiro lugar, por entender que a questão nuclear desse processo é o significado dos períodos de vedação previstos na Instrução CVM nº 358/2002. Como já expus acima, a SEP parte de uma interpretação do artigo 13 que não encontra subsídio na jurisprudência consolidada da casa, em que pese existirem alguns poucos precedentes antigos defendendo que as regras do citado dispositivo consistiriam em proibições autônomas, não necessariamente ligadas ao *insider trading*. Ademais, noto que a resposta afirmativa à consulta acerca da possibilidade de um agente sem acesso a informação privilegiada realizar recompras em nome de uma companhia aberta nos períodos previstos no artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 não cria nenhuma presunção de regularidade.

39. Por outro lado, imagino que essa resposta sozinha possivelmente não será suficiente para dar conforto ao desenvolvimento de soluções que visem a conferir segurança às recompras nos períodos vedados. Todavia, concordo com a SEP que tais soluções devem, preferencialmente, ser feitas por meio de alterações normativas, e não

---

<sup>22</sup> Itens 23 e ss. do Memorando nº 140/2017-CVM/SEP/GEA-3, de 14.09.2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

por meio de resposta à consulta, embora as consultas possam fornecer – e não raro fornecem – os elementos que basearão a proposta de modernização das nossas regras.

40. Nesse sentido, entendo que a situação é bastante similar àquela enfrentada pelo Colegiado na análise do Processo CVM nº RJ2005/8456, j. em 03.01.2006, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa. No referido precedente, a CVM analisou consulta acerca da adequação de um plano de reinvestimento automático de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio à Instrução CVM nº 358/2002. O Colegiado entendeu pela viabilidade do plano proposto na consulta, desde que tomadas certas cautelas, mas decidiu alterar a regra ao invés de conceder autorização específica para um plano de negociação que, a rigor, contemplava hipótese tida como suspeita na regulamentação vigente. Assim, a CVM editou a Instrução CVM nº 449/2007 para incorporar o conteúdo da decisão do Processo CVM nº RJ2005/8456 na Instrução CVM nº 358/2002, aperfeiçoando o sistema de vedações à negociação<sup>23</sup>. Parece-me que o melhor a fazer, para futuros desenvolvimentos da norma, é manter a orientação utilizada no citado precedente.

41. Feita essa ressalva, espero que possamos em breve retomar a discussão do assunto para analisar possíveis melhorias na regulação. Para tanto, os participantes do mercado têm um papel importante a desempenhar, apontando sugestões e participando ativamente das discussões.

42. Nesse sentido, concluo destacando que a decisão da CVM de não incluir na Instrução CVM nº 568/2015 algumas das presunções de regularidade que haviam sido propostas na audiência pública (os artigos 15-B e 15-C) teve como justificativa a necessidade de aprofundamento da discussão. De acordo com o relatório divulgado ao final da audiência: “considerando a existência de iniciativas internas da CVM relacionadas à supervisão de negociações de pessoas com potencial acesso a informações privilegiadas, optou-se por não inserir a presunção em questão na proposta

---

<sup>23</sup> Sobre esse ponto, GONZALEZ, *Op. Cit.*, pp. 108-112.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

definitiva de instrução e tornar a avaliar o tema em conjunto com outros ajustes que poderão resultar das referidas iniciativas internas em curso”. Ou seja, a própria CVM entendeu que o assunto não estaria encerrado, não havendo, portanto, razões para não avançarmos nas discussões.

### V. CONCLUSÃO

43. Em resumo:

- (i) a companhia pode delegar a um terceiro decisões sobre as operações que irá fazer com ações de sua própria emissão, observado o disposto na Instrução CVM nº 567/2015;
- (ii) o terceiro contratado pela companhia não estará proibido de negociar durante os períodos de vedação, desde que não tenha tido acesso à informação relevante;
- (iii) tal conclusão decorre do fato de que não existe proibição absoluta de negociação em período vedado, sendo o artigo 13 um conjunto de regras de presunção;
- (iv) não obstante, no atual regime, as operações realizadas por um terceiro em nome da companhia aberta caracterizam operações indiretas, nos termos do artigo 20, II, da Instrução CVM nº 358/2002;
- (v) por tal motivo, as negociações realizadas pelo terceiro com base nos referidos arranjos durante os períodos descritos no artigo 13 estão sujeitas às regras de presunção;
- (vi) ou seja, a CVM poderá, nos termos previstos em seu normativo, presumir demonstrados os elementos (ou, conforme o caso, parte deles) necessários para a caracterização do *insider trading*, cabendo à parte interessada produzir provas capazes de afastar tais presunções;
- (vii) as regras da CVM que estabelecem presunções de regularidade não esgotam as hipóteses de condutas regulares, mas apenas instituem presunções relativas de regularidade para práticas que, na visão do regulador, são as mais adequadas;
- (viii) o fato de a CVM ter decidido não incorporar os artigos 15-B e 15-C, propostos na audiência pública, não significa que as soluções ali propostas não servem, de





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

todo, para afastar uma acusação de *insider trading*, mas apenas que, nesses casos, a CVM não presumirá *ex ante* a legalidade da operação;

- (ix) a possibilidade da delegação a um terceiro de poderes discricionários para negociar, em nome da companhia aberta, com ações de sua própria emissão, bem como outros mecanismos não previstos na regulamentação da CVM, afastar as presunções do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 dependerá da efetiva demonstração por parte da companhia e do terceiro contratado de que são efetivos os mecanismos instituídos para garantir a plena observância às regras instituídas na legislação e nos normativos editados pela CVM;
- (x) o Consulente não detalhou a forma como o serviço de recompras em nome da companhia emissora seria desempenhado, razão pela qual não é possível, nesta consulta, opinar pela suficiência da solução pretendida;
- (xi) a CVM pode avançar na discussão do assunto, inclusive em sede de consulta, devendo, contudo, eventual decisão produzir efeitos a todo o mercado e ser, oportunamente, incorporada à norma, à semelhança do que foi decidido no Processo CVM nº RJ2005/8456.

44. Diante do exposto, voto pelo provimento parcial do recurso, por entender, em linha com o Consulente, que um terceiro operando em nome da companhia não estará necessariamente proibido de negociar durante os períodos de vedação, caso logre demonstrar que não possuía a informação relevante que motivou o impedimento, mas, por outro lado, por entender que não temos, à luz das informações fornecidas na consulta, condições de opinar sobre o mecanismo que o Consulente pretende adotar.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator