



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PROCESSO ADMINISTRATIVO 19957.005109/2018-08

Reg. Col. 1067/18

**Interessado:** Itaú Unibanco Holding S.A. e suas controladas

**Assunto:** Pedido de dispensa de requisitos das Instruções CVM nº 358/2002, nº 480/2009 e nº 567/2015 para a prestação de certos serviços de intermediação.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### VOTO

#### I. Introdução

1. O Itaú Unibanco solicita ser dispensado de cumprir determinados dispositivos das Instruções CVM nº 358/2002, 480/2009 e 567/2015 na realização de operações com ações de própria emissão – as Ações Itaú – no contexto da prestação de certos serviços de intermediação. São, em resumo, operações nas quais o intermediário provê acesso a produtos e mercados diversos, fornecendo cotações e participando da estruturação de soluções para clientes e contrapartes, e que não se confundem com a típica função de recebimento de ordens para repasse aos sistemas de negociação.

2. Organizei este voto em três partes, incluindo esta introdução. Na segunda parte, explicarei as razões pelas quais entendo que as operações de intermediação a que se refere a consulta se diferenciam de modo importante das típicas operações de tesouraria. Por fim, examinarei separadamente cada um dos pedidos formulados pelo Requerente.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **II. As operações a que se refere a consulta não são típicas operações de recompra**

3. De plano, parece-me importante salientar que, embora envolvam ações de própria emissão, as operações tratadas na consulta se diferenciam de modo importante das típicas operações de tesouraria, por pelo menos dois motivos: elas decorrem de demandas externas (a solicitação de um cliente ou de uma contraparte) e, o que é ainda mais importante, nunca fazem com que a companhia assuma uma posição direcional (i.e. “comprada” ou “vendida”) em ações de sua própria emissão.

4. Ou seja, a atuação da tesouraria do Itaú Unibanco ao negociar Ações Itaú no contexto da prestação dos serviços de intermediação – seja no atendimento das demandas, seja na montagem das operações de *hedge* que neutralizam a exposição direcional porventura assumida – tem caráter destacadamente passivo. Toda operação é reação a uma demanda de terceiro ou à exposição assumida na satisfação dessa demanda (com o objetivo de evitar a assunção de exposição direcional no papel).

5. Já em uma típica operação com ações de própria emissão, a companhia busca justamente assumir posição direcional no papel, seja para alterar<sup>1</sup> ou manter<sup>2</sup> a sua estrutura de capital, transmitir um sinal de que sua administração acredita que as ações se encontram subavaliadas, ou qualquer outro daqueles objetivos que usualmente justificam as operações de recompra.

6. Adicionalmente, cabe ressaltar que as operações referidas na consulta são também realizadas com ações emitidas por outras companhias abertas. Trata-se, portanto, de um subconjunto de operações de intermediação que, por envolverem ações de própria emissão, estão sujeitas a uma série de restrições que não se aplicam aos negócios realizados com valores mobiliários emitidos por outras companhias. Em suas manifestações, o Requerente logrou demonstrar que os requisitos a que se pede dispensa – ao menos aqueles em que a dispensa é, de fato, cabível – criam reais empecilhos para o regular e contínuo oferecimento dos serviços aos clientes.

7. Para concluir essas considerações iniciais, destaco que o Requerente se compromete a cumprir todos os demais requisitos previstos na lei e no regulamento para as operações com ações

---

<sup>1</sup> Por exemplo, mediante a aquisição de ações para posterior cancelamento.

<sup>2</sup> Por exemplo, adquirindo ações para pagar remuneração aos administradores ou para lhes entregar em decorrência do exercício de opções anteriormente outorgadas, evitando, desse modo, a diluição dos atuais acionistas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de própria emissão – como, por exemplo, a existência de recursos disponíveis – na realização das operações com Ações Itaú.

### III. Análise das dispensas requeridas

#### III.1. Artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002: Possibilidade de realização de negócios durante os períodos com restrição à negociação

8. O Requerente pleiteia que a CVM “reconheça” que, para a implementação do modelo de prestação de serviços de intermediação, deve-se permitir a realização de operações com as Ações Itaú inclusive durante os períodos com restrição à negociação.

9. Inicialmente, esclareço que a minha análise irá se restringir às restrições de negociação previstas na Instrução CVM nº 358/2002, uma vez que o único dispositivo expressamente indicado pelo Requerente em seu pedido foi o artigo 13 da mencionada norma. Cabe aquele que pleiteia tratamento especial, com a dispensa ou flexibilização de requisitos legais ou normativos, apontar os dispositivos que pretende ter afastado. Afinal de contas, normas distintas podem se valer de uma mesma solução – como, para usar como exemplo o caso em análise, a imposição de restrições à negociação – para lidar com preocupações de ordem distinta. Por esse motivo, não é possível conceder uma dispensa ampla e genérica a um pedido como o em análise, pois não há como saber se as soluções propostas são suficientes para lidar com todas as preocupações.

10. Com relação ao artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, destaco mais uma vez que as hipóteses ali previstas não constituem verdadeiras hipóteses de vedação, devendo ser interpretadas – como este Colegiado faz de forma recorrente e consistente<sup>3</sup> – como situações em que se presumem demonstrados requisitos necessários para a configuração do ilícito de *insider trading*: a depender do inciso, a existência de informação privilegiada (as presunções de relevância), o acesso a tal informação (as presunções de acesso) e, por fim, o seu emprego em negócios no mercado de valores mobiliários com a finalidade de obter vantagem indevida (as presunções de

---

<sup>3</sup> PAS CVM nº 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 04/2004, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM nº RJ2015/2666, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Rentería, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2014/3401, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2015/13561, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 20.02.2018; e PAS CVM nº RJ2015/9443, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. 04.06.2019.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

uso)<sup>4</sup>. Em todos os casos, trata-se de presunção relativa, que não só admite prova em contrário, mas que não deve sequer ser considerada suficiente para se acusar alguém quando contrariada por outros elementos dos autos.

### *A teoria*

11. Em teoria, penso não haver dúvidas de que as operações que o Requerente pretende realizar com Ações Itaú no contexto da prestação dos serviços de intermediação mencionados na consulta não caracterizam o *insider trading*. No referido ilícito, o agente conhece uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado – a informação privilegiada – e negocia valores mobiliários antes da sua divulgação com o objetivo de se antecipar aos efeitos esperados. A obtenção do benefício requer, portanto, que o agente assuma uma posição direcional no ativo: “comprado”, se a informação for positiva, ou “vendido”, no caso inverso.

12. Assim, o fato de a carteira vinculada a atividades de intermediação nunca estar verdadeiramente posicionada nas ações já afasta o risco de que a tesouraria se utilize de informações privilegiadas para obter vantagem indevida nos negócios com valores mobiliários de emissão das empresas do conglomerado realizados para essa carteira. Chega-se à mesma conclusão quando se considera que toda operação é provocada por uma demanda de terceiro ou à exposição assumida na satisfação dessa demanda – nesse segundo caso, com o objetivo de neutralizar qualquer exposição direcional no papel.

13. Em outras palavras, operações que não resultam na assunção de uma posição direcional no ativo não são idôneas a permitir a obtenção de vantagem indevida relacionada à eventual posse de informação privilegiada<sup>5</sup>. O caráter passivo da atuação da tesouraria indica, ainda, que não há

---

<sup>4</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, pp. 453-471, e GONZALEZ, Gustavo Machado. “O Regime de Presunções da Instrução CVM nº 358/2002: Análise Crítica”. In: YARSHELL, Flávio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo Societário: Volume III*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 241-279.

<sup>5</sup> Há, na verdade, uma situação bastante peculiar que precisa ser pontuada. Durante o pregão, a carteira vinculada a atividades de intermediação pode eventualmente estar “comprada” ou “vendida” no ativo – o que se requer é que ela nunca termine o pregão direccionalmente exposta. De outro lado, tem-se que os fatos relevantes devem, sempre que possível, ser divulgados antes da abertura ou após o fechamento do pregão, mas que existem situações, excepcionais, nas quais o fato relevante é divulgado durante o pregão. Nessas situações, a carteira vinculada a atividades de intermediação pode se beneficiar caso esteja posicionada no sentido da informação divulgada durante o pregão.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

liame causal entre a posse de tal informação e a decisão de negociar, o que também impede que se diga que, em tais operações, o agente utiliza a informação privilegiada que porventura conheça.

14. Ora, se as operações, em teoria, são lícitas, não há razão para impedir a sua realização. Ao contrário, por se tratar de uma atuação legítima do intermediário que busca satisfazer interesses igualmente legítimos de clientes e contrapartes, a CVM deve atuar para dar condições para que os agentes de mercado possam atuar com maior segurança.

15. A toda evidência, tal conclusão não constitui verdadeira “dispensa”, pois o artigo 13, inciso III, apenas enuncia hipóteses em que a CVM pode presumir provados elementos necessários para a caracterização do ilícito de *insider trading*. O próprio Requerente não solicita uma dispensa, mas um “reconhecimento” de que as operações com Ações Itaú realizadas no contexto da prestação de certos serviços de intermediação não deveriam estar sujeitas aos períodos de vedação.

16. Com relação ao pedido, entendo que, em primeiro lugar, podemos reafirmar que o fato de uma operação ser realizada durante os períodos com restrição à negociação não caracteriza, por si só, qualquer vedação. Com relação à suficiência dos mecanismos que o Requerente pretende adotar, creio que nossa resposta dependerá de questões de ordem práticas relacionadas à implementação da estratégia, que passo a discutir na sequência.

### ***A prática***

17. No Processo 19957.009291/2017-87, o Colegiado da CVM analisou o pedido de um banco de investimento que desejava oferecer a companhias abertas soluções que permitiriam a realização de operações com ações de própria emissão mesmo nos períodos em que a Instrução CVM nº 358/2002 presume demonstrados os elementos (ou parte deles) caracterizadores do *insider trading*.

18. Naquela oportunidade, o Colegiado confirmou não existir uma infração objetiva de negociação nos chamados “períodos vedados”, que devem ser interpretados como regras de presunção. De outro lado, reconheceu-se que as presunções normativas podem por vezes criar empecilhos à realização de negócios legítimos, sendo, portanto, “lícito e razoável que os participantes do mercado busquem medidas e procedimentos que lhes confirmem maior segurança

---

Entendo que essa hipótese em nada modifica as conclusões acima expostas, não só por se tratar de situação extraordinária, como também em razão da atuação da tesouraria ter um caráter destacadamente passivo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

em operações no mercado de valores mobiliários, mitigando o risco de que negociações legítimas sejam confundidas com a prática nefasta do *insider trading*”.

19. Naquele precedente também se afirmou a validade de mecanismos de defesas voluntariamente estabelecidos, sem previsão normativa ou prévia aquiescência do regulador. Assim me manifestei sobre esse ponto:

“O fato de tal procedimento não estar disciplinado nas regras da CVM e, conseqüentemente, 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*.”

20. Com relação ao mecanismo proposto no precedente, o Colegiado entendeu não ser possível opinar pela sua suficiência, uma vez que o consultante não havia detalhado a forma como o serviço de recompras em nome da companhia emissora seria desempenhado. Admitiu-se, contudo, que a simples confirmação de (i) que a Instrução CVM nº 358/2002, como hoje redigida, não estabelece verdadeiros períodos de proibição, e (ii) que a política de negociação prevista no artigo 15-A não é uma defesa exclusiva, “possivelmente não ser[ia] suficiente para dar conforto ao desenvolvimento de soluções que visem a conferir segurança às recompras nos períodos vedados”.

21. Diante dessa constatação, o Colegiado indicou estar disposto a trabalhar com o mercado na construção de novos mecanismos. Seguindo a minha manifestação, o Colegiado assinalou que essas soluções “devem, preferencialmente, ser feitas por meio de alterações normativas, e não 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”. O objetivo, nesse ponto, não foi fechar a porta para soluções construídas por meio (ou a partir) de consultas, mas indicar que mudanças no regime devem ser preferencialmente feitas por alteração normativa, inclusive para que não restem dúvidas de que regimes diferenciados autorizados em sede de consultas ou



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pedidos de dispensa devem também beneficiar outros participantes que se encontrem em situação similar à do requerente original.

22. Feitas essas observações gerais, penso que esse caso se distingue do precedente em questão em pelo menos dois aspectos.

23. Em primeiro lugar, o mecanismo proposto pelo Requerente é mais próximo aos planos de investimento previstos na regulamentação, pois envolve medidas que buscam evidenciar que as decisões de negociar não decorrem de uma eventual informação privilegiada. Se a operação decorre de uma política pré-estabelecida, que retire a discricionariedade do agente, não há que se falar em *uso* de informação privilegiada. A fim de evitar que tais procedimentos sejam utilizados para criar uma falsa aparência de legalidade a operações ilícitas, é necessário que eles incluam mecanismos de auditoria e rastreabilidade, que permitam verificar, com segurança, que determinada operação efetivamente decorreu de uma política anteriormente fixada e que vinha sendo consistentemente seguida.

24. Em segundo lugar, o Requerente não só traz explicações mais robustas sobre os procedimentos que pretende adotar como também propõe discutir e validar com a área técnica os detalhes relativos à sua implementação.

25. Considerando estarmos tratando de uma situação que, embora não seja única, é sem dúvida bastante específica, julgo que a solução proposta é adequada. Acredito, inclusive, que as interações entre a área técnica e o Requerente (e outros participantes em situação análoga que eventualmente decidam estabelecer procedimentos similares) pode fornecer subsídios relevantes para a modernização das nossas regras. Embora a consulta original tenha sido apresentada à SEP, as discussões sobre os detalhes dos mecanismos propostos na consulta devem ser travadas com a SMI.

26. Considerando a abordagem proposta, creio não ser necessário ou mesmo oportuno, nesse momento, nos aprofundarmos nas especificidades da solução. A uma, porque o próprio Requerente reconhece que as soluções ainda devem ser detalhadas. A duas, porque eventuais divergências entre área técnica e o Requerente podem ser apreciadas em sede de um eventual recurso ao Colegiado, quando teremos mais e melhores subsídios para decidir acerca da matéria.

27. Duas observações finais antes de passar ao próximo ponto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. A primeira é que, como já destacado no Processo 19957.009291/2017-87, mecanismos de negociação – incluindo os planos de investimento previstos no artigo 15-A da Instrução CVM nº 358/2002 e o conjunto de soluções que o Requerente pretende adotar – são instrumentos válidos de defesa, mas não constituem blindagem intransponível contra futuros questionamentos. A força da defesa depende da eficácia do mecanismo, que sempre poderá ser analisada pela CVM à luz do caso concreto.

29. A segunda é que a proteção conferida pelo mecanismo que se pretende adotar abrange tão-somente o intermediário. A depender do *timing* da operação, das suas condições, de quem é o cliente (e aqui me refiro especialmente a situações em que a contraparte da tesouraria for uma parte relacionada), e de outros fatores, o negócio deverá ser analisado com especial cuidado.

### **III.2. Artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM nº 567/2015: Modo de aprovação pelo conselho de administração**

30. O Requerente solicita que o conselho de administração possa dar uma autorização prévia e geral para que as sociedades emissoras negociem ações de sua própria emissão no contexto da prestação dos serviços, dentro de parâmetros pré-estabelecidos, pelo prazo de 18 meses, renováveis. Em resposta aos comentários da SEP, ressaltou que as operações que pretende realizar não se enquadrariam nas hipóteses previstas no *caput* do artigo 3º da Instrução CVM nº 567/2015 e, conseqüentemente, não dependeriam de prévia aprovação da assembleia geral.

31. Entendo que a dispensa pleiteada não é, de fato, necessária. Isto porque, desde a vigência da Instrução CVM nº 10/1980, os conselhos de administração usualmente aprovam as condições gerais que nortearão as operações da companhia com ações de própria emissão durante o determinado período. Na prática, convencionou-se chamar essas autorizações genéricas, com validade por um determinado prazo, de “programas de recompra”.

32. Assim como a sua antecessora, a Instrução CVM nº 567/2015 não faz referência expressa aos programas de recompra, o que não significa dizer que a prática há anos consolidada tenha sido alterada com a edição da nova norma<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Nesse sentido, o edital da Audiência Pública SDM nº 11/2013: “É oportuno esclarecer que a proposta de instrução, assim como a Instrução CVM nº 10, de 1980, não se refere a ‘programas de recompra’. A proposta definitiva de





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

33. Com efeito, a grande inovação da Instrução CVM nº 567/2015 no que se refere às regras de aprovação de operações com ações de própria emissão foi permitir uma série de negócios que, na vigência da Instrução CVM nº 10/1980, eram a princípio vedados e que somente podiam ser realizados com a prévia autorização da CVM. Com a nova Instrução, algumas dessas operações passaram a ser expressamente admitidas na própria norma, *desde que aprovadas em assembleia geral*.

34. No caso dos negócios sujeitos à aprovação em assembleia geral, penso que a aprovação deve, a princípio, ser solicitada e conferida de maneira específica, considerando as características do negócio que se pretende realizar. Isto porque as hipóteses que necessitam de aprovação assemblear envolvem fatores específicos – quantidades elevadas, identidade da contraparte, condições substancialmente distintas daquelas praticadas no mercado, objetivo de alterar a composição do controle acionário ou a estrutura administrativa da sociedade – e que precisam ser levados ao conhecimento da assembleia geral para que essa possa deliberar de modo informado. Nessas situações, a aprovação da operação deve ser feita de forma devidamente contextualizada.

35. Na vigência da Instrução CVM nº 567/2015, todas as operações com ações de própria emissão que não são vedadas ou sujeitas à aprovação da assembleia geral continuam sendo de competência do conselho de administração, desde que não haja disposição em contrário no estatuto social da companhia. Trata-se, no mais das vezes, de operações de tesouraria nos moldes mais tradicionais, razão pela qual não se exige aprovação específica.

36. Em sua manifestação complementar, o Requerente confirmou que as operações que pretende realizar no âmbito da prestação dos serviços de intermediação não se enquadram nas hipóteses que a Instrução CVM nº 567/2015 condiciona à aprovação pela assembleia geral. Assim sendo, entendo ter razão a SEP, quando assinala não se tratar de caso de dispensa, uma vez que o que se requer – a possibilidade de que as aprovações sejam genericamente aprovadas pelo conselho – já é admitido pela norma.

---

instrução alcança quaisquer negociações com ações de própria emissão, independentemente de as companhias classificarem suas operações como parte de tais programas.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. Diante do exposto, voto pelo indeferimento da dispensa, mas pela confirmação de que o conselho de administração pode aprovar operações que, segundo a norma, não estão vedadas nem demandam aprovação em assembleia geral, de forma prévia e geral.

38. Uma observação final acerca do assunto. Entendo que não há vedação para que a instituição financeira realize também operações típicas de recompra nos períodos em que negocia ações de sua própria emissão em razão de sua atuação como intermediário. Não obstante, parece-me recomendável que, nessa hipótese, as operações realizadas para cada finalidade sejam aprovadas, registradas e divulgadas (volto a esse último ponto no item III.4) de maneira independente, inclusive porque, caso as dispensas sejam concedidas, cada subconjunto de operações estará sujeito a um regime distinto.

### **III.3. Artigo 6º da Instrução CVM nº 567/2015: Prazo para liquidação das operações com Ações Itaú**

39. Segundo o artigo 6º da Instrução CVM nº 567/2015, “a negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão deve ser liquidada em até 18 (dezoito) meses, contados da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração”.

40. O Requerente pleiteia que a autorização do conselho de administração abranja não somente as operações contratadas e liquidadas dentro do período de 18 meses, mas também aquelas que foram contratadas nesse período e liquidadas apenas após o término do prazo de vigência da autorização, ainda que essa autorização não tenha porventura sido renovada. Segundo o Requerente, essa seria a interpretação mais adequada para o dispositivo, ao menos para o caso da consulta.

41. Ao contrário do que defende o Requerente, penso que o texto da norma é bastante claro ao determinar que as operações realizadas por companhia aberta com ações de sua própria sejam liquidadas no prazo máximo de 18 meses contados da sua aprovação pelo órgão competente.

42. A análise dos normativos anteriores corrobora essa conclusão. A Instrução CVM nº 10/1980 fixava em 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias “o prazo máximo para a realização das operações” com ações de própria emissão autorizadas pelo conselho de administração. Já a Instrução CVM nº 390/2003, que, até a entrada em vigor da Instrução CVM nº 567/2015, dispunha sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

com opções, fixava prazo tanto “para a realização das operações” com opções – 6 meses (artigo 2º, §3º, II) – como para “vencimento das opções não poderá ser superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco dias) corridos, contados do dia da contratação da operação” (artigo §3º, III).

43. Com a Instrução CVM nº 567/2015, a CVM passou a disciplinar de modo unificado as operações com ações de própria emissão e com derivativos nelas referenciados. A norma em vigor não fixa prazo máximo para realização de operações com ações de própria emissão autorizadas, conforme o caso, pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, mas determina que essas operações devem ser liquidadas em até 18 (dezoito) meses, contados da aprovação dos negócios (artigo §6º).

44. O fato de a autorização ser dada genericamente em nada altera essa conclusão, inclusive porque, como visto, as autorizações dadas pelo conselho de administração usualmente são feitas desse modo, com a aprovação dos programas de recompra.

45. Passo, então, à análise da conveniência de deferirmos a dispensa requerida, de modo a que a autorização do conselho de administração abranja, inclusive, operações contratadas durante a vigência do plano para serem liquidadas após o período de 18 meses contados da aprovação do programa, ainda que o conselho não renove a autorização.

46. Em decisão do Colegiado de 14.07.2007, o ex-Presidente Marcelo Trindade explica que as regras que fixam prazos para operações com ações de própria emissão “têm por finalidade evitar que a autorização do Conselho de Administração, ou da assembleia, permaneça em aberto por um tempo muito longo, criando, com isso, de maneira indireta, o risco de que as condições aprovadas percam atualidade, com risco de prejuízo para a companhia”<sup>7</sup>. Em seu trabalho sobre o tema, Gabriela Codorniz aponta que “[a] importância da fixação de um limite para as operações autorizadas, além de constituir uma forma de controle interno da companhia, atende aos objetivos

---

<sup>7</sup> Não foi atribuído um número para o processo, possivelmente pelo requerimento ter se iniciado através de um pedido de confidencialidade



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de publicidade do programa, sendo relevante para que os acionistas e investidores estejam corretamente informados sobre os seus termos”<sup>8</sup>.

47. É importante também assinalar que a Instrução CVM nº 567/2015 não condiciona a aprovação de um novo programa ao fim do programa anterior. De fato, muitas companhias se valem dessa possibilidade para manter seus programas de recompra permanentemente abertos.

48. Dito isso, não podemos esquecer que as operações de intermediação indicadas na consulta se diferem das típicas operações de recompra em aspectos relevantes<sup>9</sup> e muitas vezes envolvem prazos superiores a dezoito meses, a depender dos objetivos dos clientes. Assim, a observância do referido prazo efetivamente inviabiliza que a instituição possa atender certas demandas de clientes. Destaco, ainda, que, a depender da extensão da operação ou do momento em que ela é demandada, a possibilidade de renovação do plano antes do encerramento do anterior não se afigura como solução adequada.

49. Diante do exposto, voto pelo deferimento da dispensa, de modo a que a tesouraria possa contratar operações com Ações Itaú cuja liquidação se dará após o prazo de 18 meses contados da aprovação pelo conselho de administração, desde que o conselho autorize tais operações no momento da aprovação (o que pode se dar de modo genérico).

### **III.4. Item 19.2 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009: Informações no Formulário de Referência**

50. Por fim, o Itaú Unibanco solicita não ter de divulgar as operações realizadas com Ações Itaú no contexto da prestação de certos serviços de intermediação nos termos e para os fins do item 19.2 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009, tendo em vista a natureza e os fins dos referidos negócios.

---

<sup>8</sup> CODORNIZ, Gabriela. *Aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão*. Dissertação de Mestrado apresentada ao departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013, p. 136.

<sup>9</sup> Vide parte 2 *supra*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

51. Nos termos do item 19.2 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009, a sociedade emissora deve comunicar, em seu Formulário de Referência, uma série de dados referentes às ações mantidas em tesouraria e às operações que lhes deram causa.

52. O Requerente entende que a divulgação, no item 19.2 do Formulário de Referência, das informações decorrentes de operações realizadas em razão da prestação dos serviços de intermediação indicados na consulta seria despropositada. A SEP, como visto no relatório, concorda com o argumento, destacando que o propósito da referida seção é informar ao mercado sobre típicas operações de tesouraria com ações de emissão da própria companhia aberta e não sobre outras operações realizadas pela instituição financeira para atender demandas de cliente, ainda que envolvam ações de própria emissão.

53. Em linha com as manifestações do Requerente e da área técnica, julgo que o item 19.2 do Formulário de Referência foi concebido para informar ao mercado sobre as típicas operações realizadas pela companhia aberta com ações de sua própria emissão. A inclusão, no mesmo campo, de dados referentes a operações realizadas no âmbito da prestação de serviços de intermediação não só não atende a intenção inicial da norma, como acarreta uma piora da qualidade da informação ali contida<sup>10</sup>.

54. Pelos motivos já declinados acima, não vejo razão para que o pleito do Requerente não possa ser deferido como uma dispensa. De fato, considerando o caráter excepcional do que se está

---

<sup>10</sup> Segundo Alan R. Palmiter: “When insufficient information is available in securities markets, investors shy from investing – and the markets wither. But when too much information is required and disclosure becomes too costly, businesses avoid securities financing – and again the financial markets whither.” PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*, 3ª ed. Nova York: Aspen Publisher, 2005, p. 69. Diversos estudos indicam que o excesso de informações não conduz, necessariamente, a uma decisão mais bem informada por parte dos investidores, podendo, inclusive, produzir o efeito inverso. EDMUNDS, Angela; MORRIS, Anne. “The problem of information overload in business organisations: a review of the literature”. In: *International Journal of Information Management*, vol. 20 (2000), pp. 17-28. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/223311276\\_Problem\\_of\\_information\\_overload\\_in\\_business\\_organizations\\_A\\_review\\_of\\_the\\_literature](https://www.researchgate.net/publication/223311276_Problem_of_information_overload_in_business_organizations_A_review_of_the_literature)>. EPPLER, Martin; MENGIS, Jeanne. “A framework for information overload research in organizations: insights from organization science, accounting, marketing, MIS, and related disciplines”. In: *The Information Society*, vol. 20 (2004), pp. 325-344. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/33682095\\_A\\_framework\\_for\\_information\\_overload\\_research\\_in\\_organizations\\_insights\\_from\\_organization\\_science\\_accounting\\_marketing\\_MIS\\_and\\_related\\_disciplines](https://www.researchgate.net/publication/33682095_A_framework_for_information_overload_research_in_organizations_insights_from_organization_science_accounting_marketing_MIS_and_related_disciplines)>. Tratando do problema da sobrecarga informacional no mercado de capitais, cf. PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation* (2003). Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=413180](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413180)>.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tratando nesse caso, tenho dúvidas, inclusive, se é necessário ou conveniente alterar a Instrução CVM nº 480/2009 para refletir a dispensa, muito embora a experiência a ser adquirida com a discussão das proteções necessárias para a implementação dos mecanismos e o seu acompanhamento possa vir a indicar que, em realidade, o assunto deve sim ser refletido em uma futura reforma normativa.

55. Assim, voto pela concessão da dispensa requerida, que, vale dizer, não abarca as operações típicas de recompra, que continuam tendo que ser informadas na forma prevista na norma. Entendo, contudo, que o Requerente deve informar, na seção 19.3 do Formulário de Referência (outras informações relevantes referentes aos planos de recompra e valores mobiliários), que as informações prestadas no item 19.2 daquele mesmo documento não consideram as operações com ações de própria emissão realizadas no âmbito da prestação de serviços de intermediação.

É como voto.

São Paulo, 19 de novembro de 2019.

*Original assinado por*

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator