



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM N° 19957.007855/2020-42

Reg. Col. n° 2232/21

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP: Consulta referente à celebração de operações com ações e derivativos referenciados em ações de emissão da companhia e de suas controladas e coligadas no período de vedação à negociação previsto no art. 13 da Instrução CVM n° 358/2002.

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

VOTO

I. OBJETO

1. Trata-se de recurso em face de decisão da Superintendência de Relações com Empresas, no âmbito de processo administrativo originado de consulta apresentada por instituição financeira (“Recorrente”)¹ acerca do entendimento da Comissão de Valores Mobiliários quanto ao alcance das vedações legais e regulatórias existentes para a realização de determinadas operações com derivativos referenciadas em ações de emissão do Recorrente (“Ações da Companhia”) ou ações de suas controladas ou coligadas, que sejam companhias abertas e também tenham ações negociadas em bolsa de valores (“Ações do Grupo”).

2. De acordo com a consulta, tais operações seriam realizadas com a finalidade de oferecer soluções financeiras a clientes do Recorrente que busquem realizar operações com Ações da Companhia e Ações do Grupo e derivativos referenciados em tais ações (“Soluções Financeiras”). A fim de gerenciar os riscos incorridos pelo Recorrente para oferecimento das Soluções Financeiras, o Recorrente também realizaria operações de *hedge*, abrangendo, por exemplo, a celebração de operações de derivativos ou a realização de arbitragens referenciadas em Ações da Companhia ou Ações do Grupo com participantes do mercado, em operações cursadas na bolsa de valores ou em mercado de

¹ Tendo em vista o deferimento pela SEP do pedido de confidencialidade realizado pelo Recorrente (SEI n° 1190381), a denominação da instituição financeira foi ocultada neste voto.



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

balcão, bem como a aquisição direta das Ações da Companhia ou Ações do Grupo (“Operações de Hedge”)².

3. Considerando o contexto resumidamente descrito acima, o Recorrente formula sua consulta por meio dos seguintes questionamentos:

“(i) caso o [Recorrente] esteja sujeito ao período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358; um cliente do [Recorrente] solicite a celebração de Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo; e o [Recorrente] celebre tal Solução Financeira, mas através de uma área que esteja completamente segregada, por meio de políticas de Chinese Wall, de outras áreas que eventualmente possuam informações privilegiadas, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358?

“(ii) caso o [Recorrente] esteja sujeito ao período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358; o [Recorrente] ofereça para um cliente a celebração de Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo; e o [Recorrente] celebre tal Solução Financeira, mas através de uma área que esteja completamente segregada, por meio de políticas de Chinese Wall, de outras áreas que eventualmente possuam informações privilegiadas, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358?

“(iii) caso o [Recorrente] tenha celebrado uma Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo com um cliente em momento que não estivesse sujeito a período de vedação à negociação; o [Recorrente] passe a estar sujeito a período de vedação à negociação; e o [Recorrente] celebre Operações de Hedge, cuja única finalidade é proteger o [Recorrente] de exposição causada pela Solução Financeira, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358? É importante ressaltar que algumas Soluções Financeiras podem gerar a necessidade de celebração de uma ou mais Operações de Hedge durante a vigência das Soluções Financeiras.

² O Recorrente relaciona como exemplos de Soluções Financeiras e Operações de Hedge a serem realizadas os termos de ações, as operações de *cash and carry* e as opções de compra e de venda de ações em bolsa de valores ou em mercado de balcão.



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

(iv) caso o [Recorrente] tenha celebrado uma Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo com um cliente em momento que estivesse sujeito a período de vedação à negociação; o [Recorrente] continue sujeito a período de vedação à negociação; e o [Recorrente] celebre Operações de Hedge, cuja única finalidade é proteger o [Recorrente] de exposição causada pela Solução Financeira, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358? É importante ressaltar que algumas Soluções Financeiras podem gerar a necessidade de celebração de uma ou mais Operações de Hedge durante a vigência das Soluções Financeiras.

(v) as exceções ao período de vedação à negociação criadas pelo artigo 48, inciso II da Instrução CVM 400, conforme aplicáveis, podem ser adotadas como exceções ao período de vedação à negociação do artigo 13 da Instrução CVM 358?”

4. No Relatório nº 22/2021-CVM/SEP/GEA-3, de 12 de março de 2021 (SEI nº 1213743), após a análise dos fundamentos apresentados pelo Recorrente, a área técnica respondeu objetivamente à consulta da seguinte forma:

“i. [...] Resposta: Sim. Embora seja ordem de terceiros, a negociação é feita pela própria Companhia, que se encontra em período vedado.

ii. [...] Resposta: Sim, pelo mesmo motivo descrito acima.

iii. [...] Resposta: Sim. Embora a Solução Financeira tenha sido celebrada em período não-vedado, a Operação de Hedge estaria vedada.

iv. [...] Resposta: Sim, pois ambas as operações foram realizadas em período vedado.

v. [...] Resposta: Não, pois não há essa previsão na ICVM358.”

5. Em 25 de junho de 2021, o Recorrente apresentou seu recurso (SEI nº 1292710), reiterando seus argumentos e solicitando que a SEP exercesse seu juízo de reconsideração sobre o entendimento exarado previamente para se manifestar no sentido de que, caso o Recorrente praticasse os atos descritos nos itens (i) a (iv) da consulta, não estaria em desacordo com o regime de vedações à negociação estabelecido na Instrução CVM nº 358/2002 e, com relação ao item (v), que as exceções ao período de vedação à negociação instituídas pelo art. 48, II, da Instrução CVM nº 400/2003, conforme



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

aplicáveis, podem ser adotadas como exceções ao período de vedação à negociação do artigo 13 da ICVM nº 358/2002 (“Recurso”).

6. A SEP, por sua vez, no Parecer Técnico nº 46/2021-CVM/SEP/GEA-3 (SEI nº 1292967), manifestou seu entendimento de que o Recurso foi interposto intempestivamente e, no mérito, reiterou suas conclusões expostas acima.

7. Para fins de clareza, este voto foi dividido em quatro partes, incluído este capítulo introdutório. A segunda parte tratará da tempestividade do recurso apresentado. Na sequência, a terceira apresentará minha análise acerca do conjunto da operação objeto da consulta, composto pela Solução Financeira e pela Operação de Hedge, e considerações acerca dos quesitos. Por fim, na quarta, será apresentada a conclusão.

II. PRELIMINAR

8. No momento em que o Recurso foi apresentado, a Deliberação CVM nº 463/2003 regia o procedimento para interposição de recursos ao Colegiado em face de decisões dos Superintendentes da CVM, bem como em face de opiniões, manifestações de entendimento e pareceres das áreas técnicas da CVM, nos termos de seus incisos I e IX.

9. O Recorrente foi comunicado da decisão por meio do Ofício nº 55/2021/CVM/SEP/GEA-3 em 15.03.2021 (SEI nº 1215568) e, nos termos do inciso I da Deliberação nº 463/2003, tinha 15 dias úteis dessa data para interposição de recurso ao Colegiado. Entretanto, somente em 11.06.2021, após quase três meses do recebimento do referido ofício, o Recorrente protocolou uma primeira manifestação, questionando qual seria o procedimento a ser adotado no caso (SEI nº 1282472). Tal manifestação foi respondida pela SEP por meio do Ofício 149/2021/CVM/SEP/GEA-3 (SEI nº 1282658) na mesma data. Posteriormente, em 25.06.2021, o Recurso foi protocolado (SEI nº 1292710).

10. Em seu Recurso, o Recorrente defende que, devido ao desconhecimento da norma a ser seguida, buscou auxílio da SEP por e-mail, mas que as tentativas de contato não tiveram êxito, e, por isso, o prazo de 15 dias úteis deveria ser contabilizado a partir da data de ciência, pelo Recorrente, do citado Ofício 149, quando obteve as orientações necessárias para interposição de recurso.

11. A alegação acerca da ausência de resposta da área técnica aos questionamentos supostamente realizados por e-mail do Recorrente não autoriza a violação do prazo previsto no inciso I da Deliberação nº 463/2003. Conforme previsto no art. 3º do



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

Decreto-Lei nº 4.657/1942³, o desconhecimento da norma não exime o Recorrente do seu cumprimento. Se havia dúvidas, o Recorrente poderia tê-las esclarecido por meio de consulta a diversas fontes públicas de fácil acesso. Intempestivo, portanto, o Recurso, conforme entendeu a área técnica.

12. Todavia, entendo que estamos diante de uma oportunidade de orientar os participantes de mercado com relação ao alcance da regra que estabelece vedações à negociação. Assim, a despeito da intempestividade, este Colegiado deve, à luz dos argumentos apresentados pelo Recorrente e pela área técnica, apresentar seu entendimento a respeito das questões formuladas por meio da consulta.

13. Também milita em favor da análise deste Recurso o fato de que a análise do mérito não oferecerá vantagem específica ao Recorrente nem prejudicará os demais agentes do mercado – pelo contrário, oferecerá esclarecimentos sobre pontos suscitados pelo Recorrente que podem ser aproveitados igualmente por todos os interessados.

III. CONSULTA

Observações Iniciais com relação à reforma da ICVM nº 358/2002

14. Antes de analisar os questionamentos apresentados pelo Recorrente, entendo ser conveniente destacar certos aspectos referentes às alterações realizadas no capítulo “Vedações à Negociação” da hoje revogada ICVM nº 358/2002, substituída pela Resolução nº 44/2021, para que sejam bem estabelecidas as premissas que servem de base para este voto.

15. Conquanto este Colegiado tivesse pacificado em seus precedentes⁴ a interpretação de que o art. 13 da ICVM nº 358/2002 não estabelecia hipóteses autônomas de vedação à negociação⁵, mas sim casos em que se presumiriam verificados os elementos caracterizadores do *insider trading*, a interpretação literal do artigo⁶, bem como sua

³ “Art. 3º Ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece.”

⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2019/333, rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 1.12.2020; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/7189, rel. Dir. Flávia Sant’Anna Perlingeiro, j. em 30.04.2020; e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3823, rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 9.12.2015.

⁵ Até a publicação da Resolução nº 44/2021, prevalecia neste Colegiado o entendimento de que o §4º do art. 13 da ICVM 358/2002 tratava de presunções relativas e não criava uma vedação absoluta à negociação. Entretanto, quando das discussões que precederam a edição da Res. nº 44/2021, optou-se por estabelecer, com clareza, que se trata de vedação à negociação.

⁶ “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de



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

posição na seção destinada às vedações autônomas, ainda geravam margem para dúvidas em casos cujas circunstâncias se afiguravam mais particulares.

16. A fim de proporcionar maior clareza à norma e conferir a necessária segurança jurídica em sua aplicação, um dos objetivos centrais da reforma da ICVM nº 358/2002 foi segregar o comando proibitivo presente no *caput* das presunções que o acompanhavam.

17. Os comentários iniciais do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 06/20, que resultou na recém aprovada Resolução nº 44/2021, são esclarecedores:

“Atualmente, o caput do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, contém previsão de vedação à negociação com valores mobiliários de emissão da companhia aberta antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante. A vedação é dirigida a agentes determinados enumerados no dispositivo. Em complemento ao caput, os parágrafos do artigo em questão estendem a vedação à negociação a outras situações, inclusive, nos termos do § 4º, ao período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação de informações trimestrais e anuais. Apesar de redigidos na forma de vedações, os parágrafos do atual art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, vêm sendo interpretados como presunções.

A adequação da literalidade da norma à interpretação que a eles vem sendo dada foi um dos objetivos centrais da reforma.

Nesse sentido, quanto ao caput do art. 13, a Minuta manteve sua essência – ou seja, a vedação à utilização de informação relevante ainda não divulgada com finalidade de auferir vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários –, redigida, no entanto, de modo mais sucinto. O dispositivo é complementado pelo § 1º, no qual foram promovidas as principais mudanças, que deixa claro que a norma está presumindo determinados eventos ou características, como uso, acesso, ciência ou relevância da informação.”

18. Nesse sentido, observe-se que o novo art. 13, incluído no “Capítulo X – Uso Indevido de Informação Privilegiada” da Resolução nº 44/2021, já reflete o entendimento

administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”



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

consolidado nos precedentes do Colegiado. Não houve, portanto, inovação do ponto de vista substancial.

19. O *caput* preservou o núcleo da norma⁷ - a proibição - e, conseqüentemente, a necessidade de verificação dos elementos caracterizadores do *insider trading*, conforme previstos nos art. 155, §§ 1º e 4º⁸ da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”), quais sejam: (i) a existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) o acesso, pelo acusado, de tal informação; e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida para si ou para outrem.

20. No parágrafo 1º, as presunções, anteriormente fruto da interpretação do art. 13 da ICVM nº 358/2002, foram separadas e expressamente fixadas na Resolução nº 44/2021 como tais. Para abranger os elementos acima mencionados, o regulador optou por incluir presunções de relevância da informação (incisos V e VI), de acesso, pelo acusado, à informação (inciso II) e de uso da informação privilegiada (incisos I, III e IV), invertendo, na verificação de tais elementos, o ônus da prova em benefício da acusação⁹.

⁷ “Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.”

⁸ “Art. 155. [...] § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. [...] § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

⁹ “§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que: I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação; II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada; III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso a informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada; IV – o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 3 (três) meses contados do seu desligamento; V – são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão; e VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos a tal pedido.”



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

21. Referido sistema já era acolhido pela CVM na vigência da ICVM nº 358/2002 e permaneceu presente na Resolução nº 44/2021, pois, como já tive a oportunidade de afirmar, “[n]a ausência desse regime, a dificuldade de o regulador demonstrar a caracterização do uso desleal de informação privilegiada poderia até inviabilizar a punição desses ilícitos. Utilizadas de forma prudente, as presunções podem ser instrumentos de grande valia no desempenho da atividade sancionadora da CVM, em benefício da integridade do mercado de capitais”¹⁰.

22. Nessa linha, no parágrafo 2º, foi regulada a forma de aplicação dessas presunções. Em benefício da acusação, foi autorizada a aplicação das presunções de forma combinada (art. 13, §2º, II) e, em contrapartida, reforçando os direitos e garantias dos acusados nos processos administrativos, foi estabilizado o entendimento de que as presunções previstas no parágrafo 1º “são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se o ilícito previsto no **caput** foi ou não, de fato, praticado” (art. 13, §2º, I).

23. Isso significa que a acusação deve considerar (i) a existência de indícios que autorizem a aplicação das presunções, (ii) que tais presunções, por serem relativas, “aditem prova em contrário, cabendo ao acusado o ônus de apresentar evidências capazes de comprovar a regularidade de sua conduta e afastar as referidas presunções”¹¹ e que, (iii) “se o acusado não apresentar contraprovas, ou o fizer de maneira insuficiente, os fatos narrados pela acusação [não] serão necessariamente considerados incontrovertidos ou a condenação será automática”¹², devendo o julgador realizar uma análise exauriente do caso para a tomada de decisão.

24. Por fim, nos parágrafos 3º e 4º do novo art. 13, bem como no art. 16 da Resolução nº 44/2021, foram estabelecidas as exceções à vedação prevista no **caput** e às presunções previstas no parágrafo 1º. Nessas hipóteses, pela natureza da operação ou pela existência de documentos produzidos previamente que permitiriam comprovar a ausência de utilização de informação relevante com a finalidade de obtenção de vantagem, a CVM entendeu que caberia presumir sua regularidade.

25. Passando para a análise do artigo 14 da Resolução nº 44/2021, verifica-se que, dentro da dinâmica de proteção dos investidores do uso de informação relevante não

¹⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651, rel. Dir. Gustavo Gonzalez, Declaração de Voto do Presidente Marcelo Barbosa j. em 19.06.2018.

¹¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/2010, rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 8.12.2015.

¹² Idem.



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

divulgada ao mercado, a estratégia regulatória escolhida foi por proibir a negociação de valores mobiliários em períodos específicos que antecedem a divulgação de informações financeiras da companhia¹³.

26. Nesse sentido, a CVM optou por excluir o antigo parágrafo 4º do art. 13 da ICVM nº 358/2002, que era interpretado como mais uma situação de aplicação das presunções em benefício da acusação, e instituir uma vedação objetiva à companhia, aos acionistas controladores, aos diretores e aos membros do conselho de administração e do conselho fiscal a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados no período de 15 dias que anteceder a data de divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia.

27. A adoção dessa medida foi considerada pertinente pelo regulador, pois, como resaltei no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/13651, não obstante restringir a negociação nesses períodos, a vedação confere maior clareza ao regulado sobre sua própria conduta e, com isso, proporciona maior segurança para o mercado de capitais, bem como evita que o regulador se ocupe com a análise de casos que, no mais das vezes, resultariam em condenação do agente pelo uso indevido de informação privilegiada.

28. Nessa perspectiva, a CVM buscou, em vez de simplesmente desestimular certas negociações, efetivamente retirar do mercado negociações que possuem alta probabilidade de serem realizadas com informação privilegiada e são percebidas dessa forma pelo mercado, minando sua credibilidade e ameaçando a confiança dos participantes. Há exceções a essa regra, que afastam a proibição de negociação em hipóteses em que estaria afastada a presunção de utilização da informação privilegiada na negociação (arts. 14, §3º, I e II, e 16, §2º da Resolução nº 44/2021), seguindo o fundamento aplicado às exceções do art. 13 da Resolução nº 44/2021, ou em que o ônus do período de vedação superaria os benefícios gerados ao mercado (art. 14, §3º, III, da Resolução nº 44/2021).

¹³ “Art. 14. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 16 e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia.”



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

O Conjunto das Operações no âmbito do art. 13 da Resolução n° 44/2021

29. O Recorrente apresenta quatro hipóteses (itens (i) a (iv) da consulta¹⁴) em que, segundo entende, não estaria violando o período de vedação à negociação descrito no art. 13 da ICVM n° 358/2002. Uma vez que a área técnica teve opinião distinta, o Recorrente pretende, com este Recurso, que o Colegiado examine o caso e manifeste seu entendimento. Adicionalmente, o Recorrente pleiteia o reconhecimento de que as exceções ao período de vedação à negociação instituídas pelo artigo 48, II, da ICVM n° 400/2003 poderiam ser igualmente adotadas como exceções ao período de vedação à negociação do art. 13 da ICVM n° 358/2002 (item (v) da consulta). Também com relação a este ponto a área técnica divergiu do entendimento do Recorrente.

30. Esclareço, de início, que o entendimento deste Colegiado, expresso por meio de respostas a questões formuladas em termos gerais (como é o caso aqui), deve ser aplicado sob a ressalva de que situações concretas podem apresentar peculiaridades que não foram, necessariamente, cogitadas nesta oportunidade. Com efeito, é possível que características de casos concretos, relacionadas aos contratos a serem celebrados, à forma de oferecimento desses serviços, ao público-alvo, às estratégias de *hedge* que pretende cumprir ou às políticas de *chinese wall* que alega seguir, influenciem uma análise em termos mais específicos¹⁵. Dito de outro modo, a análise que se faz a seguir, bem como as conclusões deste voto, refletem opiniões sobre hipóteses submetidas em termos gerais, naturalmente sujeitas a reapreciação diante de circunstâncias relevantes que podem se apresentar em casos concretos.

31. Observo também que, como seria de se presumir, as questões apresentadas pelo Recorrente em sua Consulta serão analisadas à luz da Resolução n° 44/2021, ainda não vigente à época da Consulta, quando o regime regulatório aplicável se encontrava na Instrução CVM n° 358/2002.

32. Feitas essas observações iniciais, passo a analisar a operação apresentada na consulta, começando pelo enquadramento dos casos em que o Recorrente celebre, em

¹⁴ Correspondentes aos itens (1) a (4) do pedido realizado no Recurso. Para fins de organização, a numeração utilizada a seguir será a mesma utilizada na consulta transcrita no §3 acima.

¹⁵ Conforme destacado também pela área técnica no Parecer Técnico n° 46/2021-CVM/SEP/GEA-3, a consulta não trouxe “*quais seriam as soluções aplicadas às operações para mitigar os riscos, como, por exemplo, a criação de mecanismos de controles adequados sobre as operações contratadas, geradores de transparência e de base de dados passíveis de acompanhamento pelos reguladores e por estruturas internas de segregação*”.



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

conjunto, a Solução Financeira e a Operação de Hedge ao dispositivo do art. 13 da Resolução nº 44/2021.

33. A esse respeito, não obstante concorde que as Soluções Financeiras e as Operações de Hedge não estariam excetuadas do período de vedação previsto no art. 13 da ICVM nº 358/2002 ou do art. 13 da Resolução nº 44/2021, discordo do entendimento manifestado pela área técnica de que a submissão das operações ao período de vedação existente até a entrada em vigor da Resolução CVM nº 44/2021 significaria, por si só, que seriam ilícitas e passíveis de punição pelo regulador¹⁶.

34. Conforme ressaltado no tópico anterior, a jurisprudência desta casa já havia pacificado o entendimento de que, apesar de referir-se a vedações à negociação, o art. 13 da ICVM nº 358/2002, ao regular a vedação ao uso indevido de informação privilegiada estabelecida na Lei das S.A., apenas sujeitou as negociações às presunções previstas no mencionado artigo¹⁷. Sendo a função desse comando proibitivo combater o *insider trading*, a análise dos questionamentos do Recorrente não poderia se limitar à conclusão sumária pela ilicitude das operações sem a verificação de como as premissas e variáveis incluídas nessas hipóteses impactam os elementos caracterizadores desse ilícito.

35. Neste caso, parte-se da premissa de que, (i) em certo momento, existirá uma informação relevante não divulgada ao público que poderá impactar o preço das Ações da Companhia ou Ações do Grupo, (ii) o Recorrente estará de posse dessa informação¹⁸, antes de sua divulgação ao mercado, (iii) negociará as Ações da Companhia ou Ações do Grupo e (iv) as negociações em questão serão realizadas por meio da celebração de Soluções Financeiras ou de Operações de Hedge, operações essas vinculadas.

36. Seguindo o encadeamento lógico dos elementos caracterizadores do *insider trading*, preenchidos os dois primeiros requisitos, isto é, verificada a existência e o acesso à informação privilegiada no momento da negociação, restaria comprovar se houve a utilização dessa informação com a finalidade de auferir vantagem indevida.

¹⁶ Relatório nº 22/2021-CVM/SEP/GEA-3, §53.

¹⁷ Ressalvo que, conforme minhas manifestações no âmbito da Reunião do Colegiado realizada em 24.04.2018, do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651, j. em 19.06.2018, do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, j. em 27.11.2018 e do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2018/4967, j. em 11.05.2021, minha interpretação do §4º do art. 13 da ICVM nº 358/2002 divergia do entendimento pacificado no Colegiado de que se tratava de presunções e não de uma vedação autônoma.

¹⁸ Ainda, segundo o Recorrente, tal informação estaria sujeita a um tratamento de segregação condizente com mecanismos de *chinese wall*.



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

37. Neste ponto, observo que, a meu ver, a celebração de Solução Financeira por área de instituição financeira que esteja segregada da área detentora da informação privilegiada em decorrência da efetiva adoção de barreiras de contenção da transmissão de informações (*chinese wall*), seguida da celebração de uma Operação de Hedge para neutralizar a exposição do Recorrente ao ativo em questão, poderia, a princípio, afastar eventual alegação de uso de informação privilegiada.

38. Nesse cenário, uma vez que, em teoria, as operações, analisadas em conjunto neutralizariam a exposição do Recorrente e, conseqüentemente, seu potencial de ganho, a operação conjunta não teria, por definição, a finalidade de auferir vantagem e, portanto, o elemento subjetivo do tipo não se vislumbraria¹⁹. Assim, seria possível concluir pela descaracterização do ilícito de *insider trading* quando celebrada a Solução Financeira em conjunto com a Operação de Hedge.

39. Sem prejuízo da conclusão acima, passo a analisar em mais detalhe a seguir algumas características específicas das hipóteses trazidas pelo Recorrente nos quesitos (i) a (iv) no âmbito do comando previsto no art. 13 da Resolução nº 44/2021.

Quesitos (i) e (ii) – A Solução Financeira

40. Quanto à legitimidade da celebração das Soluções Financeiras, nos termos dos itens (i) e (ii) da consulta²⁰, o Recorrente utiliza, como fator de reforço da regularidade das hipóteses, além dos argumentos teóricos envolvendo a aplicação de exceções não previstas nas ICVM nº 358/2002 para tais operações, a adoção de políticas de *chinese wall*, sendo as variáveis que distinguem as hipóteses dos quesitos (i) e (ii) a possibilidade de celebração da Solução Financeira por solicitação do cliente ou por oferecimento do próprio Recorrente.

¹⁹ No mesmo sentido, manifestou-se o Diretor Gustavo Gonzalez no Processo Administrativo nº 19957.005109/2018-08 mencionado acima.

²⁰ “(i) caso o [Recorrente] esteja sujeito ao período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358; um cliente do [Recorrente] solicite a celebração de Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo; e o [Recorrente] celebre tal Solução Financeira, mas através de uma área que esteja completamente segregada, por meio de políticas de Chinese Wall, de outras áreas que eventualmente possuam informações privilegiadas, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358?

(ii) caso o [Recorrente] esteja sujeito ao período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358; o [Recorrente] ofereça para um cliente a celebração de Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo; e o [Recorrente] celebre tal Solução Financeira, mas através de uma área que esteja completamente segregada, por meio de políticas de Chinese Wall, de outras áreas que eventualmente possuam informações privilegiadas, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358?”



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

41. A política de *chinese wall*, amplamente difundida em diversos mercados, já teve seu caráter preventivo destacado no âmbito do julgamento de diversos processos sancionadores por este Colegiado, destacando-se o seguinte trecho de voto:

“Os mecanismos de chinese wall são criados, exatamente, porque coincidências acontecem. Esta é sua razão de existir: a coincidência. Entretanto, os órgãos reguladores do mundo inteiro não podem acreditar na casualidade das coincidências, e, por isto, criaram mecanismos para prevenirem-se contra a ocorrência de coincidências, de forma a restringir ao máximo as possibilidades de construções e defesas ensaiadas a posteriori, de acordo com as conveniências de cada um.

Em outras palavras: para que não se tome por coincidência o que é intencional, e vice versa, os reguladores vêm insistindo na adoção prévia de procedimentos de alerta ou, dependendo do caso, de proibição, que, se completos e efetivos, têm a função de sinalizar e evitar a ocorrência de determinados eventos, pouco importando se são, ou não, resultado do acaso.”²¹

42. Conforme se verá nos parágrafos a seguir, para que um mecanismo de *chinese wall* seja considerado efetivo, ou seja, apto a permitir que determinada organização funcione com razoável grau de segurança quanto à prevenção contra determinados eventos indesejados, de modo a ser utilizado para se afastar presunções como as que ora se analisa, considera-se que tal mecanismo deva assegurar o atendimento, em boa medida, aos seguintes requisitos²²:

²¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/01, rel. Dir. Eli Loria, Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, j. em 4.11.2004.

²² De maneira geral, os requisitos se baseiam em precedente estabelecido pela House of Lords do Reino Unido, no conhecido caso *Prince Jefri Bolkiah v KPMG, de 1999*. Embora se trate de precedente de corte estrangeira, por se referir a uma prática adotada internacionalmente, a referência é cabível. No âmbito da regulação da CVM, tais requisitos estão, em essência, cobertos pelo disposto nos artigos 27 e 28 da referida Resolução nº 21/2021 relativos à segregação do exercício da administração de carteira de valores mobiliários das demais atividades da pessoa jurídica, que devem ser utilizados como base para a estruturação de procedimentos de *chinese wall* eficazes, sem prejuízo da utilização, quando pertinente, de tais barreiras no âmbito de outras áreas e instituições integrantes de conglomerados financeiros.



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

- (i) segregação dos espaços físicos correspondentes aos departamentos da organização responsáveis pelas informações que não podem ser de conhecimento mútuo²³;
- (ii) a existência de orientações claras, lembradas periodicamente, a respeito da vedação à transmissão de informações confidenciais de responsabilidade de uma área segregada pela *chinese wall* a outra;
- (iii) nas situações excepcionais em que a transmissão de informações entre áreas segregadas pela *chinese wall* seja admissível, deve haver procedimento claro para tal transmissão, que preveja inclusive o registro pormenorizado de sua ocorrência;
- (iv) a realização de monitoramento que permita aferir a observância das políticas referentes ao mecanismo da *chinese wall*; e
- (v) a previsão de sanções aplicáveis às hipóteses de inobservância que sejam suficientemente dissuasórias.

43. Em linha com o entendimento acima, este Colegiado teve a oportunidade de apreciar os limites e possibilidades do mecanismo de *chinese wall* em alguns casos paradigmáticos envolvendo o tema²⁴, explorando, em maior ou menor detalhe, certos elementos relevantes na análise quanto à efetividade das barreiras de contenção a transmissão de informações²⁵. Tais precedentes reconhecem que, salvo com relação a algumas atividades específicas²⁶, a legislação e regulamentação aplicáveis no Brasil não impõem um rol específico e obrigatório de medidas e controles internos a serem adotados

²³ Ressalto a importância de a companhia possuir os meios adequados para rastrear as comunicações entre departamentos.

²⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/13459, j. CVM em 30.11.2010 e CRSFN em 25.09.2013; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/06, j. CVM em 30.11.2010 e CRSFN em 21.10.2014; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11654, j. CVM em 23.09.2014 e CRSFN em 20.09.2018; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/2010, j. CVM em 08.12.2015 e CRSFN em 29.11.2016; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1591, j. CVM em 26.09.2017.

²⁵ Tais como: (a) segregação de funções; (b) separação física e lógica (i.e. de sistemas) entre departamentos/áreas; (c) procedimentos de restrição ao acesso a documentos sigilosos, com possibilidade de registro e identificação de acesso; (d) política de restrição à circulação e uso de informação privilegiada; (e) transparência dos mecanismos de *chinese wall*; (f) existência de programas de treinamento específico, regulares e documentados; (g) procedimentos remediadores claros para casos de comunicação acidental de informação privilegiada; e (h) criação de *control room* e utilização de listas de atenção e restrição à negociação.

²⁶ Como, por exemplo, o exercício profissional da administração de recursos de terceiros, conforme Resoluções do Conselho Monetário Nacional - CMN nº 2.451, de 27.11.1997, e nº 2.486, de 30.04.1998, e Resolução CVM nº 21, de 25.02.2021, que revogou a Instrução CVM nº 558, de 26.03.2015.



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

pelos conglomerados financeiros que negociam valores mobiliários integrantes de carteira própria ou de terceiros, demandando, na verdade, a adoção de regras e procedimentos efetivos desenhados especificamente por tais entidades, à luz de suas estruturas e das particularidades de suas operações.

44. Em resumo, o que se espera não é apenas o atendimento ao aspecto formal, isto é, a existência de regra escrita, mas seu conhecimento, adequação e efetiva observância dentro da organização, de forma a permitir que se presuma que as tratativas entre seus integrantes não envolvam a transmissão de informações confidenciais.

45. No caso sob análise, o Recorrente pretende estruturar operação em que, ocasionalmente, estará de posse de informação relevante não divulgada ao mercado e, coincidentemente, celebrará Solução Financeira que, em tese, permitirá seu aproveitamento – e aqui estou desconsiderando a celebração da Operação de Hedge para fins de análise das hipóteses (i) e (ii) da consulta. Portanto, a existência de política de *chinese wall* será, a princípio, um importante – mas não suficiente – elemento para demonstrar a regularidade da operação pretendida.

46. Reforçando a importância do atendimento aos requisitos apresentados acima, este Colegiado já teve a oportunidade de afirmar a necessidade de comprovação da efetividade das políticas de controle de fluxo de informações confidenciais²⁷. Nessa linha, a mera indicação, pelo Recorrente, da existência de política de *chinese wall* não é suficiente para comprovar a efetividade das barreiras de informação, sendo necessária a demonstração da efetividade da política.

47. Além disso, deve haver a demonstração de que a pessoa natural que operou em período vedado em nome do Recorrente ou de terceiro decidiu negociar os valores mobiliários sem ter tido acesso à informação privilegiada²⁸, o que, na prática, tende a

²⁷ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/01, rel. Dir. Eli Loria, j. em 4.11.2004; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003, rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 14.09.2005; e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/13459, rel. Dir. Alessandro Broedel Lopes, j. em 30.11.2010.

²⁸ Destaco que orientação semelhante é adotada na SEC Rule 10b5-1: “(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 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



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

envolver a demonstração de um conjunto de contraindícios aptos a afastar presunções aplicáveis.

48. Compreendo que, em certos casos, especialmente em situações em que a regulação impõe o emprego de políticas de *chinese wall* pelos agentes, a adoção de barreiras efetivas de contenção de informações, em conjunto com outros possíveis indícios averiguados após à negociação suspeita, como o momento da operação, histórico de operações do acusado, o fundamento econômico-financeiro que teria amparado a tomada de decisão e montante investido, podem permitir que o regulador conclua pela regularidade da negociação questionada e a boa-fé do agente em questão.

49. Contudo, sabe-se que os procedimentos de *chinese wall* não só estão sujeitos a falhas, como também envolvem a aplicação de medidas preventivas que, a depender da situação, podem ser mais severas. Como exemplificado pelo ex-Presidente Marcelo Trindade no âmbito de processo já mencionado, “*dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o chinese wall adequado equivalerá à proibição de negociar*”²⁹.

50. Ressalto, também, a observação do Diretor Aleksandro Broedel Lopes em julgado que tratou do tema:

*“Alerte-se que a chinese wall não é uma defesa absoluta, pois mesmo quando ela é eficaz, uma informação privilegiada pode ser transmitida entre diferentes setores de uma instituição financeira. Portanto, a alegação de segregação de atividades precisa ser avaliada em conjunto com as demais circunstâncias e provas do caso. Em casos em que, como no presente, a instituição negocia para a sua carteira própria, a defesa baseada no chinese wall tem de ser apreciada com grande cuidado.”*³⁰

51. Considerando a gravidade do ilícito de *insider trading*, em especial seus efeitos deletérios para a credibilidade do mercado de capitais e a dificuldade de a CVM comprovar a efetiva utilização, pelos agentes, da informação privilegiada, o risco legal que a prestação de serviços baseada na celebração das Soluções Financeiras está sujeita

has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.”

²⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/01, rel. Dir. Eli Loria, Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, j. em 4.11.2004.

³⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/13459, rel. Dir. Aleksandro Broedel Lopes, j. em 30.11.2010.



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

e o bem jurídico tutelado pela norma justificam a imposição de um ônus maior e a exigência de práticas, anteriores à negociação, que possuam a força probatória necessária para afastar a presunção de uso que recai sobre o Recorrente.

52. Na minha visão, o fato de o regulador ter optado por não incluir a adoção das práticas de *chinese wall* como exceção às presunções previstas no art. 13, §1º da Resolução nº 44/2021 e o próprio reconhecimento do Recorrente do risco de que essa operação seja confundida com a prática de *insider trading*, reforçam o entendimento de que, no caso, não seria possível que a presunção de uso estabelecida na regulação fosse revertida unicamente pela alegação da adoção de políticas de *chinese wall*. É necessário que a prestação de serviços seja estruturada com mecanismos que permitam comprovar que, mesmo diante da coincidência de que a pessoa natural tenha agido de forma compatível com a informação privilegiada detida por outra área do Recorrente, a decisão de celebrar a Solução Financeira não se revelará motivada por tal informação.

53. Em seus questionamentos, acrescenta o Recorrente a variável referente a quem seria o responsável pela iniciativa em celebrar a Solução Financeira, a fim de entender se haveria diferença entre o Recorrente ofertar a Solução Financeira ou ser procurado por cliente interessado.

54. Embora acompanhe o entendimento de que o caráter passivo da atuação do Recorrente, diante da demanda de um terceiro, indicaria que “*não há 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 da informação privilegiada que porventura conheça*”³¹, diante da ausência de informações acerca da discricionariedade de seus funcionários para aceitar as demandas dos clientes, da estratégia de oferecimento desses serviços, do público-alvo ou dos meios de comunicação entre os funcionários e seus clientes no caso apresentado, assinalo que não foram fornecidos elementos que permitam atestar o caráter passivo do Recorrente na celebração da Solução Financeira. Dessa maneira, considero que para os fins da consulta, e dadas as informações apresentadas pelo Recorrente, a resposta seria a mesma para ambos os casos.

55. Assim, à luz das observações acima, observo que a celebração da Solução Financeira não está vedada pelo art. 13 da Resolução nº 44/2021. Ainda que a Solução Financeira descrita nos quesitos (i) e (ii) esteja sujeita às presunções estabelecidas no art. 13, §1º da Resolução nº 44/2021, eventual alegação de ilicitude da operação poderá ser

³¹ Processo Administrativo nº 19957.005109/2018-08, rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 19.11.2019.



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

afastada a partir da aplicação de políticas de *chinese wall*, contanto que sejam efetivas e que haja demonstração satisfatória de que a pessoa natural que decidiu realizar a operação o fez com base em fundamentos não relacionados ao uso de tal informação.

Quesitos (iii) e (iv) – A Operação de Hedge

56. No tocante às Operações de Hedge, o Recorrente defende a licitude da operação celebrada durante o período de vedação, uma vez que sua única finalidade seria protegê-lo da exposição causada pela Solução Financeira, de forma que sua exposição a determinado valor mobiliário seria zero ou próxima de zero. Como variáveis na consulta, apresenta, nos itens (iii) e (iv)³², duas situações em que a Operação de Hedge poderia ser celebrada, sendo uma em que referida operação é celebrada em decorrência de uma Solução Financeira celebrada fora do período de vedação e outra em que ela é celebrada em decorrência de uma Solução Financeira contratada durante o período de vedação.

57. No caso descrito, não me parece que haveria a possibilidade de aproveitamento, pelo Recorrente, da informação relevante surgida no momento da celebração da Solução Financeira ou da Operação de Hedge, pois a realização da Operação de Hedge, desde que inserida em estratégia previamente planejada pelo Recorrente de eliminar sua exposição no ativo objeto da Solução Financeira, seria motivada, segundo sustenta o próprio Recorrente, exclusivamente, pela celebração da Solução Financeira. Conforme estabelecido em precedente recente, “[s]e a operação decorre de uma política pré-estabelecida, que retire a discricionariedade do agente, não há que se falar em uso de informação privilegiada”³³.

³² “(iii) caso o [Recorrente] tenha celebrado uma Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo com um cliente em momento que não estivesse sujeito a período de vedação à negociação; o [Recorrente] passe a estar sujeito a período de vedação à negociação; e o [Recorrente] celebre Operações de Hedge, cuja única finalidade é proteger o [Recorrente] de exposição causada pela Solução Financeira, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358? É importante ressaltar que algumas Soluções Financeiras podem gerar a necessidade de celebração de uma ou mais Operações de Hedge durante a vigência das Soluções Financeiras.

(iv) caso o [Recorrente] tenha celebrado uma Solução Financeira referenciada em Ações [da Companhia] ou Ações do Grupo com um cliente em momento que estivesse sujeito a período de vedação à negociação; o [Recorrente] continue sujeito a período de vedação à negociação; e o [Recorrente] celebre Operações de Hedge, cuja única finalidade é proteger o [Recorrente] de exposição causada pela Solução Financeira, o [Recorrente] estaria violando o período de vedação à negociação descrito na Instrução CVM 358? É importante ressaltar que algumas Soluções Financeiras podem gerar a necessidade de celebração de uma ou mais Operações de Hedge durante a vigência das Soluções Financeiras.”

³³ Processo Administrativo nº 19957.005109/2018-08, rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 19.11.2019.



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

58. Quanto à variável apresentada, tratando-se de uma discussão centrada na verificação do uso da informação privilegiada e estabelecida uma estratégia que não permitiria seu uso pelo Recorrente, o acesso à informação relevante antes da celebração da Operação de Hedge não interferiria na decisão, pré-estabelecida, de celebrá-la em resposta à exposição causada pela Solução Financeira. Dessa maneira, em qualquer das hipóteses (iii) ou (iv), a presunção de uso poderia ser afastada.

59. Naturalmente, o ônus de demonstrar a finalidade da Operação de Hedge e sua vinculação às Soluções Financeiras recairá sobre o acusado, devendo ele garantir que a estratégia já havia sido decidida e formalizada por escrito antes do período de vedação, demonstrar seus fundamentos e, se for o caso, os motivos de sua alteração, atestar a ausência de discricionariedade na escolha dos operadores em segui-la e estabelecer mecanismos para que a estratégia seja passível de verificação, permitindo, inclusive, que o regulador verifique a Solução Financeira que originou cada Operação de Hedge. Em contrapartida, caberá ao regulador verificar se as Operações de Hedge suspeitas se propõem a eliminar a exposição do Recorrente ao ativo objeto da Solução Financeira ou se são contrárias à teoria e permitem o aproveitamento da informação privilegiada³⁴.

60. Ante o exposto, com relação aos itens (iii) e (iv) do Recurso, entendo que o Recorrente estaria negociando em período vedado e, conseqüentemente, sujeito às presunções estabelecidas no art. 13, §1º da Resolução nº 44/2021. Entretanto, a ilicitude da Operação de Hedge poderia ser afastada, mediante a comprovação dos fundamentos para a decisão de celebrar a citada operação, os quais não poderão, por óbvio, incluir a utilização de informação relevante existente à época.

O Conjunto das Operações no âmbito do art. 14 da Resolução nº 44/2021

61. Encerradas as considerações acerca do art. 13 da Resolução nº 44/2021, faço uma ressalva com relação ao enquadramento da Solução Financeira e da Operação de Hedge no art. 14 da Resolução nº 44/2021.

62. Como observado no capítulo anterior, o art. 14 da Resolução nº 44/2021 produz efeitos diversos daqueles decorrentes do comando previsto no art. 13 da ICVM nº 358/2002, uma vez que estabelece vedação objetiva à negociação no período que antecede a divulgação das informações contábeis da companhia. Nesse sentido, por não tratar da caracterização do uso indevido de informação privilegiada, mas sim de uma vedação

³⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003, rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 14.09.2005.



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

autônoma, os mecanismos discutidos acima para comprovar a ausência do elemento subjetivo do ilícito de *insider trading* não servem como defesa diante da violação desse comando normativo. Assim, para que o Recorrente possa contratar uma Solução Financeira ou Operação de Hedge durante esse período de vedação sem violá-lo, será necessário que o faça dentro dos limites das exceções expressamente previstas na norma.

63. Nesse contexto, cabe destacar que foram expressamente excetuadas do campo de incidência da referida vedação autônoma, as “negociações realizadas por instituições financeiras e pessoas jurídicas integrantes de seu grupo econômico, desde que efetuadas no curso normal de seus negócios e dentro de parâmetros preestabelecidos na política de negociação da companhia” (art. 14, §3º, III), hipótese que, a depender do caso concreto, pode vir a abarcar as Soluções Financeiras e as Operações de Hedge.

Quesito (v) – Exceções não previstas no art. 13 da Resolução n° 44/2021

64. Resta, por fim, enfrentar o questionamento objeto do item (v) da consulta³⁵ relativo à possibilidade de aplicação das exceções ao período de vedação à negociação previstas no art. 48, II, da ICVM n° 400/2003 no âmbito do art. 13 da ICVM n° 358/2002, substituído pelo art. 13 da Resolução n° 44/2021.

65. Estabelece o art. 48, II da ICVM n° 400/2003 que, salvo nas hipóteses previstas nas alíneas “a” a “j”³⁶, a emissora, o ofertante, as instituições intermediárias e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma devem “*abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele*

³⁵ “(v) as exceções ao período de vedação à negociação criadas pelo artigo 48, inciso II da Instrução CVM 400, conforme aplicáveis, podem ser adotadas como exceções ao período de vedação à negociação do artigo 13 da Instrução CVM 358?”

³⁶ “Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM: [...] II – [...], salvo nas hipóteses de: a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM; b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme; c) negociação por conta e ordem de terceiros; d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários; e) operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros; f) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação aplicável; g) administração discricionária de carteira de terceiros; h) aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liquidez, bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos; i) arbitragem entre: 1. valores mobiliários e seus certificados de depósito; ou 2 índice de mercado e contrato futuro nele referenciado; e j) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação decorrentes de: 1. empréstimos de valores mobiliários; 2. exercício de opções de compra ou venda por terceiros; ou 3. contratos de compra e venda a termo.”



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

referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável”.

66. Por entender que tais agentes, ao conduzir os atos preparatórios da oferta pública, estariam de posse de informações não conhecidas pelo mercado que poderiam ser utilizadas indevidamente, bem como poderiam realizar negociações que influenciassem na liquidez e na precificação dos valores mobiliários ofertados, a opção do regulador foi por presumir que, salvo quanto às exceções previstas, as negociações realizadas por esses agentes durante esse evento seriam irregulares e, assim, desincentivar sua realização.

67. Ao comparar as proibições e exceções previstas no art. 48, II, da ICVM nº 400/2003 com aquelas do art. 13 da ICVM nº 358/2002 ou do art. 13 da Resolução nº 44/2021, considero que existem traços conceituais análogos³⁷ que favorecem, em tese, a possibilidade de aplicação extensiva das exceções previstas na ICVM nº 400/2003 para fins de abarcar a Resolução nº 44/2021.

68. Contudo, diferentemente das presunções e exceções previstas no art. 48, II, da ICVM nº 400/2003 que foram instituídas exclusivamente para o contexto específico de uma oferta pública e considerando as necessidades dos agentes sujeitos a essa norma³⁸, a Resolução nº 44/2021 abrange uma variedade de eventos que podem caracterizar uma informação relevante e não foram previstos pelo regulador.

69. Nesse quesito, instituir um porto seguro para presumir a regularidade das operações elencadas no art. 48, II, “a” a “j”, da ICVM nº 400/2003 diante da multiplicidade de eventos que são abrangidos pelo art. 13 da Resolução nº 44/2021 levaria, a meu ver, a uma interpretação analógica descabida que poderia estimular a realização dessas operações durante o chamado período de vedação, dificultando o trabalho de fiscalização do abuso de informação privilegiada e a punição dos ilícitos cometidos.

³⁷ Como observado por Marcelo Trindade em: Trindade, Marcelo Fernandez. *Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade*. In.: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; Marcelo Vieira von Adamek (Org.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

³⁸ Conforme exposto no Edital de Audiência Pública SDM nº 07/12, diante da edição Instrução CVM nº 476/2009, houve uma adoção crescente das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Nesse cenário, a CVM, constatando que as instituições intermediárias estavam sujeitas a um ônus regulatório demasiado, expandiu as exceções previstas no art. 48, II, da ICVM nº 400/2003 para (i) ampliar as situações em que esses agentes poderiam negociar os valores mobiliários da emissora no período de vedação e (ii) restringir a vedação aos valores mobiliários da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, incluindo aqueles referenciados, conversíveis ou permutáveis em tais valores mobiliários.



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

70. Como a opção do regulador foi por desestimular a realização das negociações de valores mobiliários sujeitas às presunções previstas no art. 13, §1º da Resolução nº 44/2021, atribuindo um ônus superior àqueles que desejassem negociar nessas situações, seria incongruente a atenuação desse ônus para as situações elencadas no art. 48, II, da ICVM nº 400/2003 sem a garantia de que os benefícios gerados pela norma, que visa a preservar a integridade do mercado de capitais e a confiança de seus participantes, seriam preservados.

71. Sem prejuízo de que novas exceções venham a ser incluídas no ordenamento normativo, inclusive em decorrência de eventual experiência proveitosa fruto da iniciativa do Recorrente, é válido ressaltar que o Colegiado teve a oportunidade de avaliar recentemente a inclusão dessas exceções na edição da Resolução nº 44/2021 e optou por não as incluir³⁹, não sendo o processo administrativo o foro adequado para rediscutir essa questão no momento.

72. Reforço que a ausência dessas exceções não implica, forçosamente, na ilegalidade das operações que se enquadrariam nas alíneas do art. 48, II, da ICVM nº 400/2003. Tais exceções podem ser utilizadas como base para a estruturação de negócios e produção de provas anteriores à negociação para que o Recorrente, diante de uma acusação, possa comprovar que não utilizou de informação privilegiada. Como observou o Diretor Gustavo Gonzalez ao tratar de argumento semelhante no PA CVM nº SEI 19957.009291/2017-87:

“15. Nesse cenário, é lícito e razoável que os participantes do mercado busquem medidas e procedimentos que lhes confiram 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 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

³⁹ Conforme consignado no Relatório de Análise de Audiência Pública SDM 06/20, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais sugeriu a inclusão de presunções de regularidade baseadas em boas práticas disseminadas no mercado, porém tal sugestão foi considerada inoportuna pelo regulador.



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

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.

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.”

73. Nessa linha, destaca-se o fato de que as operações elencadas no art. 48, II, “a” a “j”, da ICVM nº 400/2003 são exemplos de situações em que as partes tendem a ter êxito em demonstrar elementos aptos a afastar as presunções relativas previstas em relação à suposta prática de *insider trading*, notadamente quanto à atuação desprovida de finalidade de obtenção de vantagem indevida, em função das próprias características das operações, ainda que, de todo modo, isso não afaste de plano a análise de todo o conjunto de indícios e contraindícios existentes no caso concreto.

IV. CONCLUSÃO

74. Ante o exposto acima, embora intempestivo, conheço o Recurso apenas para fins de orientação ao mercado com relação ao objeto da consulta.

75. Quanto ao mérito, reitero que a celebração da Solução Financeira e da Operação de Hedge nos termos dos quesitos (i) a (iv), caso ocorra no período de 15 dias que anteceder a data de divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações



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

financeiras anuais da companhia, estaria enquadrada na hipótese de vedação à negociação prevista no art. 14 da Resolução nº 44/2021, salvo se alcançada pelas exceções previstas na referida Resolução.

76. Com relação à aplicação do art. 13 da Resolução nº 44/2021 aos quesitos (i) a (iv), o Recorrente estaria sujeito às presunções previstas no referido artigo. Todavia, respeitadas as observações realizadas ao longo deste voto, tanto na hipótese de celebração da Solução Financeira, quanto na hipótese de celebração da Operação de Hedge, eventual alegação de *insider trading* poderia ser afastada.

77. Por fim, acerca do quesito (v), consigno que as exceções ao período de vedação à negociação criadas pelo art. 48, II da ICVM nº 400 não podem ser adotadas como exceções ao período de vedação do art. 13 da ICVM nº 358/2002 e, conseqüentemente, não estabelecem hipóteses de presunção de regularidade no âmbito das negociações abrangidas pelo art. 13, §1º da Resolução nº 44/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de março de 2022.

Documento assinado eletronicamente por

Marcelo Barbosa

Presidente Relator