



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13651**

Reg. Col. nº 0278/2016

- Acusados:** Ariovaldo da Silva Rocha Filho  
Luiz Eduardo Haus Sukienik
- Assunto:** Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, § 4º, da Instrução CVM nº 358/2002.
- Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Apresento esta manifestação de voto porque, embora concorde com a conclusão do Diretor Relator, gostaria de fazer algumas considerações com relação a um ponto importante da fundamentação.
2. Este Processo apura se os Acusados, acionistas da Brasil Brokers S.A. (“Companhia” ou “Brasil Brokers”), negociaram ações da Companhia porque conheciam informação relevante ainda não divulgada ao mercado, caracterizando o ilícito de *insider trading*. A informação relevante em questão tratava-se das prévias dos resultados da Companhia, recebidas pelos Acusados por e-mail, e que continham dados relevantes sobre as atividades da Brasil Brokers como, por exemplo, o lucro líquido, a receita e os seus custos e despesas.
3. Os negócios objeto da acusação ocorreram em dois momentos distintos: dentro do período de 15 (quinze) dias que antecedeu a divulgação das informações trimestrais da Companhia e anteriormente ao início desse período<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Dos 7 negócios analisados pela acusação, 3 foram realizados dentro do período de 15 dias que antecedeu a divulgação das informações financeiras da Companhia e os demais foram realizados dias antes do início desse período.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. A comprovação nos autos de que os Acusados tiveram acesso às prévias dos resultados da Companhia e negociaram ações de sua emissão de posse dessas informações, e a ausência de contraindícios que pudessem afastar ou mitigar o elemento subjetivo do tipo – intenção de obter vantagem por meio da negociação – não deixam margem para dúvidas a respeito da ilicitude da conduta dos Acusados quanto aos negócios realizados dentro do período de 15 (quinze) dias e mesmo antes do início desse período.

5. As considerações que passarei a fazer não abordam, portanto, a regularidade dos atos praticados pelos Acusados, o que a meu ver já foi adequadamente contemplado no voto do Relator. A questão que pretendo suscitar, e que justifica esta manifestação, diz respeito a um aspecto específico do regime legal das vedações à negociação de valores mobiliários, refletido nos comandos previstos no artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76 e no artigo 13, § 4º, da Instrução CVM nº 358/02, cuja violação é imputada aos Acusados.

### **Regime Legal de Vedação à Negociação de Valores Mobiliários.**

6. A vedação de negociações com ações de emissão de companhias abertas por qualquer sujeito que esteja de posse de informação privilegiada, assim entendida a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, foi introduzida na Lei nº 6.404/76 em 2001, que, no art. 155 § 4º assim dispõe:

*“§ 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.” (grifou-se)*

7. Posteriormente, ao editar a Instrução CVM nº 358/02, a CVM cuidou de regulamentar o comando referente a tal vedação em seu artigo 13, inserido na seção intitulada “*Vedações à Negociação*”.

8. Fundamentada nas proibições constantes do artigo 13, a CVM já instaurou vários processos sancionadores para apurar o uso indevido de informação privilegiada por agentes do mercado, tendo o Colegiado discutido o assunto em diversas ocasiões desde a edição da citada instrução.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. Afora algumas decisões mais antigas<sup>2</sup>, o Colegiado construiu e vem mantendo razoavelmente íntegro o entendimento de que o artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, apesar do que indicam seu título (“*Vedações à Negociação*”) e as palavras escolhidas pelo regulador ao redigi-lo (“*É vedada...*”), não cria vedações propriamente ditas, autônomas àquela prescrita pela Lei nº 6.404/76 em seu artigo 155, mas estabelece um mecanismo de presunções.

10. De acordo com a interpretação que vem sendo observada pelo Colegiado, o regulador, ciente da frequente dificuldade de se comprovar que a decisão de negociar foi motivada pelo conhecimento de informação privilegiada, e da alta probabilidade de, dadas as circunstâncias, determinados sujeitos terem acesso a informações relevantes, estabeleceu no artigo 13 um regime de presunções segundo o qual está autorizado a não mais do que presumir, conforme o caso, a existência de informação privilegiada, sua posse por determinadas pessoas ou, ainda, a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida.

11. Como contrapartida a essas presunções, e ainda de acordo com o entendimento que vem prevalecendo, o regulador admite que o sujeito acusado pela prática de *insider trading* apresente provas ou um conjunto robusto de contraindícios suficientes para afastar cada uma dessas presunções, atestando a regularidade da sua conduta. Na 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.

12. É importante deixar claro que, diante da colocação inadequada do comando constante do art. 13, § 4º da Instrução CVM nº 358/02 (conforme explicarei adiante), entendo que não havia alternativa ao Colegiado senão construir interpretação que desse sentido à norma como um todo, preservando o aspecto sistêmico da instrução. Entretanto, apesar do esforço interpretativo desenvolvido e razoavelmente aceito pelo Colegiado ao longo dos últimos anos,

---

<sup>2</sup> Citam-se, como exemplos, o PAS 13/06, j. em 2009 e o PAS 2009/2172, j. em 2010. Nestes precedentes ficou muito claro o entendimento do Colegiado à época de que a vedação posta pela Instrução CVM nº 358/02 é absoluta e que, nas palavras do então Diretor Eliseu Martins, relator do PAS 13/06, a “verificação do descumprimento dessa determinação é objetiva, na medida em que basta confirmar se, no caso concreto, (i) o acusado era efetivamente membro do Conselho de Administração quando as negociações foram realizadas; e (ii) as negociações com os valores mobiliários ocorreram no período de 15 dias que antecedeu a divulgação das informações periódicas” (grifou-se). A interpretação do Colegiado nesses dois precedentes foi confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN no contexto dos recursos 12.947, j. em 03.06.2014 (367ª Sessão) e 13.097, j. em 15.04.2014 (365ª Sessão). O CRSFN manifestou-se na mesma linha recentemente no julgamento de recurso apresentado no âmbito do PAS 2012/13.047 (cf. Recurso 14.164, j. em 20.03.2018, 411ª Sessão).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acredito haver boas razões para uma maior reflexão sobre a interpretação do comando constante do art. 13, § 4º, notadamente se de fato deveria estar sujeito a esse regime de presunções reiteradamente aplicado às vedações criadas pelo artigo 13 de forma geral.

### **Interpretação do § 4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02.**

13. Analisando-se o artigo 13 como um todo, é possível identificar dois conjuntos de situações para as quais o regulador atribuiu tratamento distinto, a começar pela separação dessas situações em diferentes constantes do artigo.

14. O primeiro deles está compreendido no *caput* e no § 1º. Estes dispositivos determinam que “[a]ntes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão” (grifou-se) por sujeitos que, em vista da sua relação com a companhia ou do cargo ou posição que ocupam, terão natural exposição a tais informações relevantes<sup>3</sup>.

15. Nas situações abarcadas por esses dispositivos, desde que demonstrada pela acusação a existência de *ato ou fato relevante*, estará autorizada a presunção de que os sujeitos ali referidos tiveram acesso a informação relevante e a utilizaram com o objetivo de auferir vantagem indevida<sup>4</sup>.

16. O segundo conjunto de situações está contido no § 4º do artigo 13 que prescreve que “[t]ambém é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia” (grifou-se).

17. Noto, desde logo, que a existência de um parágrafo específico destinado a tratar exclusivamente das informações financeiras trimestrais ou anuais é uma sinalização relevante de

---

<sup>3</sup> Esses sujeitos são: (i) acionistas controladores, diretos ou indiretos; (ii) diretores; (iii) membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, criados por disposição estatutária; (iv) 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; e (v) qualquer sujeito que tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, independente de ocupar cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas. Este último item visa atingir, principalmente, aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição.

<sup>4</sup> No caso dos sujeitos referidos na última parte do *caput* e no § 1º do artigo 13, aplica-se apenas a presunção de que utilizaram a informação relevante com o propósito de se beneficiarem, posto que o acesso à informação privilegiada já está contemplado pela regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que o regulador entendeu ser uma hipótese especial, que merecia tratamento apartado das demais situações abarcadas pelo *caput* e pelo § 1º do artigo 13. É dizer: quisesse o regulador dar o mesmo tratamento a essas situações, o § 4º sequer seria necessário porque estaria contemplado pelo *caput* e § 1º.

18. O deslocamento da vedação à negociação antes da divulgação das informações financeiras do *caput* para um parágrafo apartado leva a crer, assim, que esse comando, na sua origem, fora pensado como uma vedação distinta das demais, mas acabou sendo indevidamente mantido no artigo 13. É como se o regime de presunções que fundamentadamente é aplicado às outras hipóteses do artigo 13 se aplicasse, a reboque e irrefletidamente, ao § 4º desse dispositivo.

19. A primeira razão que pode, a meu ver, ter motivado a opção do regulador pela desvinculação dessas situações é que, enquanto o *caput* e o § 1º abrangem um leque muito amplo de informações relevantes – desde, por exemplo, a reorganização societária da companhia até a saída de um membro importante do quadro de sua administração – o § 4º circunscreve-se a uma única espécie de informação relevante, quais sejam, “*as informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP)*”.

20. O segundo e principal fundamento que justifica a separação dessas regras reside na natureza das informações relevantes a que se referem. Atos relevantes e informações relevantes divulgadas por meio de avisos de fato relevante são, na sua origem, *eventuais*, o que dificulta, quando não inviabiliza, definir o exato momento em que serão divulgadas ao mercado.

21. As informações financeiras de uma companhia aberta, por outro lado, são, por definição, informações *periódicas* que a CVM impõe sejam divulgadas dentro de prazos determinados: até 45 (quarenta e cinco) dias contados da data de encerramento de cada trimestre<sup>5</sup> – no caso das informações trimestrais – e até 3 (três) meses do encerramento do exercício social<sup>6</sup> – no caso das demonstrações financeiras anuais. Ou seja, diferentemente de outros atos ou fatos relevantes, sabe-se, com precisão suficiente, quando essas informações estarão disponíveis aos acionistas e ao mercado em geral.

22. Justamente por ser possível definir a data de sua divulgação, foi viável ao regulador estabelecer um período que a precede e dentro do qual, como bem colocou o Relator, é razoável

---

<sup>5</sup> Art. 29, inciso II da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>6</sup> Art. 25, §2º da Instrução CVM nº 480/09.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

presumir que “as informações financeiras preliminares, que circulam internamente da companhia, são suficientemente maduras para serem consideradas relevantes”<sup>7</sup>.

23. O caráter periódico das informações financeiras e a existência de regra expressa determinando o prazo em que devem ser divulgadas ao mercado me aproximam, assim, da conclusão de que não só é viável, como conveniente que a CVM estabeleça, no período determinado dos 15 (quinze) dias que precedem a divulgação oficial dessas informações, a vedação absoluta de negociação de valores mobiliários pelos sujeitos referidos no *caput* do artigo 13.

24. Uma vedação como esta traria aos regulados maior clareza sobre os limites de suas condutas sem onerá-los desproporcional e desarrazoadamente, uma vez que o período de vedação é breve e muito bem delimitado. Este entendimento está em linha, inclusive, com regras adotadas por outras jurisdições que estabelecem verdadeira proibição à negociação de valores mobiliários dentro de um período determinado que antecede a divulgação das informações financeiras da companhia. São os casos, por exemplo, da União Europeia, de Hong Kong e Singapura<sup>8</sup>.

25. Reconheço que o argumento acima aborda a questão sob o ponto de vista de qual interpretação resultaria em tutela mais eficiente, o que não se pode fazer sem ressalvas importantes, a começar pela potencial insegurança que poderia advir de revisões constantes do sentido da norma. Mas há outros argumentos que me parecem bastante persuasivos.

26. As demonstrações financeiras de uma companhia aberta, trimestrais ou anuais, apresentam particularidades que não se verificam necessariamente nas demais categorias de informações relevantes abrangidas pelo *caput* e pelo § 1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02 e que justificam o tratamento diferenciado das primeiras.

---

<sup>7</sup> Conforme passagem do voto que proferiu neste Processo.

<sup>8</sup> Como pontuado no voto do Relator neste Processo, o item 11 do artigo 19 do Regulamento (UE) nº 596/2014 proíbe os dirigentes dos emissores de efetuar qualquer operação com os valores mobiliários do emitente no período de 30 dias úteis antes do anúncio de um relatório financeiro. Na mesma linha, a bolsa de Hong Kong editou regra aplicável às entidades nela listadas que, na seção “*Absolute prohibitions*”, cria vedação à negociação de valores mobiliários por administradores durante o período de 60 e 30 dias que precedem, respectivamente, a publicação das demonstrações financeiras anuais e trimestrais (Item 3, Regra A, do Apêndice 10 da *Main Board Listing Rules*). A bolsa de Singapura, por sua vez, editou norma semelhante que também proíbe a negociação de ações pela companhia e seus administradores durante as duas semanas que anteceder a publicação das demonstrações financeiras trimestrais e no mês anterior à publicação das demonstrações financeiras anuais da companhia (Item 19 (a) da regra 1207 da *Mainboard Rules da SGX-ST Listing Manual*).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. Em primeiro lugar, a fundamental relevância das demonstrações financeiras de uma companhia aberta. Elas refletem a situação patrimonial e os resultados da companhia, constituindo um dos documentos essenciais de prestação de contas da administração. É a partir das demonstrações financeiras que os acionistas e o mercado em geral têm conhecimento dos ganhos e perdas da companhia e das expectativas e riscos a que estão sujeitos. Representam, pois, a principal fonte informacional à qual o mercado recorre para conhecer e avaliar uma determinada companhia. Daí decorre que, se há margem para demonstrar a irrelevância de informações reputadas pela acusação como relevantes, essa margem não existe no caso das demonstrações financeiras.

28. Em segundo lugar, por sua natureza, as demonstrações financeiras demandam bastante tempo para sua adequada elaboração, resultando de um trabalho contínuo e progressivo de coleta e análise de informações. Em vista deste processo e da complexidade a ele inerente é bastante provável que nos 15 (quinze) dias que precedem a divulgação das demonstrações financeiras, as informações que lhe dão lastro estejam muito próximas daquelas que serão efetivamente divulgadas. Essa probabilidade é bastante diminuída quando não é possível ter visibilidade sobre o processo de formação das informações relevantes.

29. Essas particularidades tornam as “presunções” que, em linha com o entendimento construído pelo Colegiado, deveriam se aplicar ao § 4º, no mínimo mais robustas do que aquelas que recaem sobre as demais hipóteses do artigo 13. É mais indubitoso que, nos 15 (quinze) dias que precedem a divulgação das demonstrações financeiras os sujeitos listados no *caput* do artigo 13 tenham acesso a informações e estas sejam maduras o suficiente para serem consideradas relevantes, do que dias antes da divulgação de um ato ou fato relevante qualquer.

30. Como este último caso pode envolver uma ampla variedade de informações relevantes, não é possível visualizar, com a clareza que se tem em relação às demonstrações financeiras, o processo de formação da informação relevante, o lapso temporal transcorrido entre o seu surgimento e a sua divulgação, quanto menos os agentes que dela tiveram conhecimento.

31. Afinal, o conteúdo de um fato relevante pode variar desde uma operação que envolveu toda a administração da companhia, o seu conselho fiscal e seus acionistas controladores, e levou meses até ser divulgada ao mercado, até um evento pontual e específico, do qual só teve conhecimento o acionista controlador e que surgiu horas antes de ser divulgado ao mercado.

32. Todo esse conjunto de elementos confere às “presunções” do § 4º um grau de certeza maior, distanciando-as das presunções que recaem sobre as demais hipóteses do artigo 13.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

33. Por essa razão, se por um lado não se vislumbra ônus excessivo ao proibir a negociação de valores mobiliários no período determinado dos 15 dias que antecedem a divulgação das demonstrações financeiras, por outro, esta vedação é conveniente na medida em que confere ao regulado maior clareza sobre sua própria conduta e, com isso, maior segurança para o mercado de capitais e, ainda, evita que o regulador se debruce na análise de casos nos quais, consideradas as circunstâncias, é muito mais provável que tenha havido o uso indevido de informação privilegiada do que o contrário<sup>9</sup>.

34. Tudo isso justifica, na hipótese específica contemplada pelo § 4º do artigo 13, a atuação preventiva do regulador ao invés de puramente sancionadora, que se verifica apenas quando os danos ao mercado possivelmente já foram consumados.

35. Essa interpretação também encontra respaldo na intenção transparecida pelo regulador quanto à vedação criada pelo § 4º quando a CVM, em 2006, submeteu à audiência pública algumas propostas de alteração à Instrução CVM nº 358/02. Dentre essas propostas estava a *“permissão para que, atendidas certas condições, os administradores e demais pessoas vinculadas a companhia aberta p[udessem] negociar ações de emissão da própria companhia no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN, em conformidade com plano de reinvestimento de dividendos ou juros sobre capital próprio aprovado pela companhia (arts. 13 e 15)”*.

36. A proposta de alteração foi motivada por consulta apresentada ao Colegiado por uma companhia aberta que solicitava o afastamento do impedimento previsto pelo § 4º *“para administradores e outras pessoas vinculadas participantes de plano, instituído pela companhia, de reinvestimento automático de dividendos e juros sobre capital próprio em ações de sua emissão (“Plano de Reinvestimento”)*”<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Motivação semelhante justificou a proibição estabelecida pela *Securities Exchange Commission* de percepção de lucros por parte de *insiders* (assim entendidos os administradores e controladores diretos e indiretos que sejam titulares de, no mínimo, 10% de valores mobiliários emitidos pela companhia) mediante operações de compra e venda de valores mobiliários realizadas em lapso de tempo inferior a 6 meses (Seção 16(b) do *Securities Exchange Act of 1934*). A interpretação que a SEC e os tribunais americanos dão a essa regra é no sentido de que não é preciso comprovar a existência ou uso de informação privilegiada quando das operações. Trata-se, assim, de presunção absoluta de utilização desleal de informação privilegiada. Havendo, portanto, negociação pelos *insiders* em período inferior a 6 meses, a companhia emissora terá o direito de recuperar o valor auferido. Isso mostra que a finalidade da regra norte-americana foi justamente privilegiar a segurança jurídica e a higidez do mercado de capitais a permitir tais transações e incumbir-se do ônus de demonstrar o mal uso de informação privilegiada em situações em que o *insider trading* é bastante provável.

<sup>10</sup> Processo nº RJ 2005/8456, de que foi Relator o Diretor Pedro Marcilio.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. O então Diretor Pedro Marcílio, relator da referida consulta e cujo voto foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado à época, entendeu que o plano poderia ser aplicado na forma pleiteada pela companhia, desde que atendidas as recomendações feitas em seu voto. Nesta oportunidade, o então Diretor fez a seguinte observação: “*Entretanto, entendo que não se deve dar autorização isolada para um plano de negociação contemplando hipótese vedada pela legislação. Acho que a CVM deve, primeiro, alterar a regra. Portanto, recomendo que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercados analise a alteração do art. 13, §7º e do art. 15 da Instrução 358/02 e demais dispositivos que achar pertinente, para incorporar o conteúdo dessa decisão e aperfeiçoar o atual sistema de vedações à negociação*” (grifou-se).

38. Foi nessa conjuntura que a CVM propôs no Edital de Audiência Pública nº 08/2006 “*as salvaguardas consideradas suficientes para o afastamento da vedação prevista no § 4º do art. 13 da Instrução nº 358*” incluindo, por meio da Instrução CVM nº 449/07, o § 3º no artigo 15 da Instrução CVM nº 358/02 para regular a exceção à vedação.

39. Conforme constou do Edital de Audiência Pública nº 08/2006, dado “*o impedimento à negociação de ações no período de 15 (quinze) dias anteriores à divulgação de formulários ITR, DFP e IAN (art. 13, § 4º)*”, as “*regras do Plano de Reinvestimento poderiam levar, em certas hipóteses, a que houvesse negociações durante o período de vedação do § 4º do art. 13 da Instrução nº 358, de forma que se fazia necessária a autorização da CVM*” para afastar a vedação nesses casos.

40. O conteúdo da consulta apresentada à CVM, assim como o texto do Edital de Audiência Pública nº 08/2006, deixam inequívoco que não apenas os participantes do mercado, mas também a CVM, interpretavam, ao menos nos primeiros anos de vigência da Instrução CVM nº 358/02, a vedação prevista no § 4º como uma vedação absoluta, considerando os sujeitos indicados na norma *impedidos* de negociarem ações da companhia nos 15 dias anteriores à divulgação das suas informações financeiras ao mercado.

41. Um elemento adicional que também corrobora essa interpretação e o tratamento diferenciado que o regulador pretendeu dar à hipótese do § 4º é justamente o fato de a exceção à proibição ali constante ter sido incluída apenas em 2007, por meio da Instrução CVM nº 449/07, e não desde a edição da Instrução CVM nº 358/02, como as exceções previstas nos §§ 6º e 7º do artigo 13, aplicáveis ao conjunto de situações abarcadas pelo *caput* e § 1º do mesmo dispositivo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

42. Por fim, gostaria de fazer uma última consideração relacionada à competência da CVM para criar vedações como a que proponho nesta manifestação. Esta consideração é importante para afastar, de antemão, possível alegação de que não seria possível interpretar o § 4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02 como uma vedação autônoma, uma vez que isso extrapolaria o previsto no § 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76.

43. Nesse sentido, é relevante destacar que a Instrução CVM nº 358/02 tem fundamento legal no disposto “nos **arts. 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra 'a', e 22, § 1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**” (grifou-se). A finalidade da norma não se restringe, portanto, a regulamentar o artigo 155 da Lei das S.A.

44. Conforme os dispositivos mencionados, a CVM deve exercer suas atribuições para o fim de “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão” (art. 4º, inciso III da Lei nº 6.385/76), “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários” (art. 4º, inciso IV, alínea “c” da Lei nº 6.385/76) e “definir: as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações” (art. 18, inciso II, alínea “a” da Lei nº 6.385/76).

45. Diante desses comandos, é possível enxergar a competência da CVM para proibir, em determinadas e bem delimitadas situações, negociações com valores mobiliários. Essa lógica ficou registrada no voto do então Diretor Alexsandro Broedel Lopes no âmbito do PAS nº RJ 2010/4206, acompanhado pelo Colegiado, nos seguintes termos:

*“9. Com efeito, logo em seu preâmbulo, a referida Instrução CVM nº 358/02 aponta que o seu fundamento legal são os "artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra 'a', e 22, § 1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.*

*10. Assim, conforme os dispositivos legais mencionados, a CVM deve exercer as suas atribuições para o fim de "assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão" e "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários", entre outras (artigo 4º e incisos, da Lei nº 6.385/76). **Disso decorre a total competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado,***



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*em determinadas condições, podendo, para tanto, definir "as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; e métodos e práticas que devem ser observados no mercado" (art.18, inciso II, alínea 'a', da Lei nº 6.385/76).*

*11. E é exatamente esse o objetivo da Instrução CVM nº 358/02: trata-se de norma que visa a manter a higidez e a confiança do mercado, vedando a possibilidade de negócios por aqueles que detêm, antecipadamente, informação relativa a ato ou fato relevante.*" (grifou-se)

46. Naquela oportunidade, o então Diretor lembrou que a CVM, no exercício de suas atribuições, proíbe determinadas operações, a exemplo da vedação ao administrador de carteira para atuar como contraparte nos negócios de carteiras que administre<sup>11</sup>, o que mostra que está "agindo dentro do âmbito da sua competência, ainda que não haja previsão expressa, na legislação federal, para essa mesma vedação" (grifou-se).

47. A vedação que ora se propõe, portanto, não seria destinada a regular o art. 155 da Lei nº 6.404/76 e tampouco alteraria a definição legal do *insider trading*. Com o respaldo da competência que a Lei nº 6.385/76 lhe atribui, a CVM criaria, assim como fez para os administradores de carteira, uma proibição de negociar valores mobiliários, independentemente de terem os sujeitos envolvidos na operação acesso a informações privilegiadas.

### Conclusão

48. Pelas razões acima apresentadas, não vejo como me filiar à tese de que o regime de presunções poderia recair também sobre a vedação prevista no § 4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

49. Apesar disso, reconheço não se tratar de questão incontroversa, frente à interpretação do art. 13, § 4º no sentido oposto, já bastante consolidada por reiteradas decisões do Colegiado fundadas em argumentos refletidos.

50. Diante da controvérsia existente, e reconhecida não somente por quem vê mais razões para se enxergar no art. 13, § 4º uma vedação autônoma como por quem estende a tal dispositivo as presunções aplicáveis ao art. 13 como um todo, me parece conveniente e oportuna uma revisão do texto da Instrução CVM nº 358/02 de modo a trazer clareza para a norma. Em

---

<sup>11</sup> Conforme art. 17 da Instrução CVM nº 558/2015.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tal esclarecimento normativo, caberia ao regulador, a meu ver, reforçar o caráter de vedação autônoma do § 4º.

51. Seja como for, minha divergência com relação a um ponto da fundamentação não prejudica minha integral concordância com as conclusões do voto do Relator.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de junho de 2018.

**Marcelo Barbosa**  
Presidente