



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

Prazo: 28 de setembro de 2012

Objeto: Exceções às vedações à negociação durante ofertas públicas – Alteração do art. 48 e inclusão do anexo XI à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

1. Introdução

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de Instrução (“Minuta”) propondo alteração na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A Minuta pretende, com base na experiência acumulada na aplicação da Instrução CVM nº 400, de 2003, aperfeiçoar aspectos da regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, ampliando as exceções à regra geral do art. 48, inciso II, o qual prevê que a emissora, o ofertante e as instituições intermediárias responsáveis pela distribuição não podem negociar valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, ou neles referenciados.

Para melhor compreensão do presente edital, ele está dividido como se segue: 1. Introdução; 2. Evolução histórica da vedação prevista no art. 48; 3. Minuta; 3.1. Valores mobiliários objeto da vedação; 3.2. **Hedge** de posições assumidas em derivativos; 3.3. Formador de mercado fora do Brasil; 3.4. **Client facilitation**; 3.5. Arbitragem; 3.6. Obrigações decorrentes de empréstimos e exercício de opções de compra ou venda; 3.7. Relatório das operações efetuadas durante a oferta; e 4. Encaminhamento de comentários e sugestões.

2. Evolução histórica da vedação prevista no art. 48

Em 29 de dezembro de 2003, foi publicada a Instrução CVM nº 400, que passou a vedar, durante oferta pública, a negociação com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora por parte das instituições intermediárias da oferta, salvo na execução de plano de estabilização, alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme, negociação por conta e ordem de terceiros e operações destinadas a acompanhar índice.

Em 5 de abril de 2010, foi promulgada a Instrução CVM nº 482, que alterou, entre outros dispositivos, o art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400. Com a nova redação do inciso, os valores



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

mobiliários referenciados naqueles de emissão do ofertante ou da emissora passaram também a ter sua negociação vedada, tendo em vista a possibilidade de as instituições intermediárias negociarem derivativos ao invés do valor mobiliário objeto da vedação original. Ademais, com a inclusão do § 2º ao art. 48, as normas de conduta estabelecidas no inciso II passaram a ser aplicadas às instituições do mesmo grupo financeiro das instituições intermediárias participantes da oferta.

A Instrução editada em 2010 também acrescentou as seguintes exceções à vedação prevista no art. 48, inciso II: operações destinadas a proteger posições assumidas em total return swaps; aquelas realizadas como formador de mercado; e administração discricionária de carteira de terceiros. À época, a CVM revisitou o art. 48 à luz dos comentários trazidos pelos participantes na audiência pública e fez os avanços que entendeu serem razoáveis e incontroversos.

Em 9 de setembro de 2010, durante o período da oferta pública de distribuição de ações de emissão da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, o Colegiado da CVM deliberou que as instituições intermediárias da oferta não estariam impedidas de negociar ações da Petrobras ou valores mobiliários nelas referenciados, nos seguintes casos:

a) compra de ações ou ADR da Petrobras no mercado para cumprir obrigações contratuais anteriormente assumidas, tais como as decorrentes de empréstimos ou para entregar ações decorrentes do exercício antecipado de opções de compra por parte de clientes;

b) compra ou venda de ações ou ADR, de forma a manter a estratégia de exposição a risco em volatilidade de opções de Petrobras; e

c) compra ou venda de fundos de índice (ETF) que tenham as ações de emissão da Petrobras como parte de seus ativos.

3. Minuta

A Minuta propõe algumas alterações para refletir a evolução das instituições e do mercado brasileiro, levando em consideração a sua crescente interconexão com os demais mercados financeiros globais. Dessa forma, a Minuta passa a autorizar as pessoas indicadas no **caput** do art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, a negociar valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora se:



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

- (i) os valores mobiliários negociados não forem da mesma espécie do valor mobiliário objeto da oferta (art. 48, novo inciso II);
- (ii) forem operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros (art. 48, inciso II, nova alínea “e”);
- (iii) as instituições intermediárias, no âmbito da atuação como formadoras de mercado, negociarem valores mobiliários de emissão do ofertante ou do emissor em mercados regulamentados fora do país (art. 48, inciso II, nova alínea “f”);
- (iv) forem operações solicitadas por clientes com o fim de prover liquidez (art. 48, inciso II, nova alínea “h”);
- (v) forem alguns tipos de operações decorrentes de estratégias de arbitragem (art. 48, inciso II, nova alínea “i”); e
- (vi) as negociações forem realizadas com o fim de cumprir obrigações decorrentes de empréstimo de valores mobiliários ou de exercício de opções de compra ou de venda por terceiros (art. 48, inciso II, nova alínea “j”).

3.1. Valores Mobiliários Objeto da Vedação

Com a edição da Instrução CVM nº 400, em 2003, a CVM optou por vedar a negociação de quaisquer valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, tendo em vista que as instituições intermediárias teriam conhecimento de um rol de informações detalhadas da emissora, não divulgadas publicamente, devendo, então, abster-se de negociar com os papéis da companhia durante o curso de uma oferta.

As críticas em torno da restrição muito ampla imposta pelo inciso II do art. 48 se intensificaram após a edição da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que trata das ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos, que elevou substancialmente as ofertas de títulos de dívida das companhias. Por exemplo, as ofertas de debêntures nos moldes da Instrução CVM nº 476, de 2009, impedem o curso normal das negociações com ações de emissão da emissora.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

A redação proposta para o inciso II do art. 48 pretende atualizar o texto regulamentar e está em consonância com a **Regulation M**¹ do mercado norte-americano que estabelece vedações para os intermediários de ofertas públicas, que ficam impedidos de negociar, com algumas exceções, valores mobiliários da mesma espécie daquele objeto da oferta, ou nele referenciados.

3.2 Hedge de posições assumidas em derivativos

A atual alínea “e” do inciso II do art. 48 permite que a instituição financeira proteja-se apenas de posições assumidas em **total return swaps**, que são uma espécie do gênero derivativo. Em tais operações, a instituição assume uma exposição perante um terceiro, com a obrigação, por exemplo, de transferir para esse terceiro a valorização e os resultados de uma determinada posição em algum ativo. O **hedge** dessa exposição será feito a partir da assunção de posições naquele ativo.

A alteração ora proposta justifica-se pela necessidade de as instituições financeiras administrarem o risco de posições assumidas em outros derivativos, e não apenas em **total return swaps**. Isso porque essas operações não apenas não são designadas pelas mesmas denominações em todas as instituições, como também não esgotam o rol de possibilidades de atuação.

O **hedge** de posições assumidas em derivativos não representa significativo risco ao regular funcionamento do mercado de capitais, porque não permite manipulação de preços ou uso de informação privilegiada. Trata-se apenas de uma operação que busca excluir qualquer risco da instituição financeira em relação à variação de preço do ativo referenciado no contrato de derivativo do qual é parte.

3.3 Formador de Mercado fora do Brasil

A nova alínea “f” proposta para o art. 48, inciso II, estabelece que operações realizadas pelas instituições intermediárias como formadoras de mercado no exterior passam a ser permitidas. A redação atual do dispositivo, de forma mais restritiva, requer que tais operações sejam realizadas nos termos da regulamentação da CVM.

A alteração se justifica pela necessidade de que a atividade de formador de mercado seja tratada de forma semelhante, seja ela praticada no Brasil ou no exterior, desde que exista regulamentação e supervisão a seu respeito na jurisdição estrangeira.

¹ Regulation M, §242.101, (a).



3.4 Client Facilitation

A Minuta sugere, na sua nova alínea “h”, a permissão das operações de provimento de liquidez a clientes, conhecidas como **client facilitation**, por parte das instituições intermediárias da oferta durante o período de restrição. Tais operações são exclusivamente solicitadas pelos clientes, não se admitindo qualquer indução por parte da instituição.

A operação de **client facilitation** ocorre da seguinte forma: (i) determinado investidor detém um lote de valores mobiliários relativamente grande do qual necessita se desfazer rapidamente, mas para o qual não há liquidez suficiente; (ii) o investidor busca uma instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários, a qual propõe um determinado preço pelo lote de valores mobiliários, com o preço ajustado tendo em vista o tamanho do lote e a liquidez do valor mobiliário específico; (iii) a instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários adquire o lote de valores mobiliários e, com base na sua avaliação e por sua conta e risco, se desfaz dos valores mobiliários adquiridos do cliente em uma ou em várias etapas.

3.5 Arbitragem

Arbitragem é uma estratégia usualmente considerada sem risco e que confere ao arbitrador um lucro imediato devido a uma precificação imprecisa dos ativos negociados e à natural tendência de correção dessa imprecisão. Pode ocorrer com a compra e venda do mesmo ativo em mercados diferentes ou mesmo com a negociação de ativos relacionados, como é o caso da arbitragem entre índice de ações a vista e o contrato futuro do mesmo índice. É uma operação importante para o mercado de capitais, pois corrige eventuais ineficiências existentes.

Devido ao reconhecimento da importância das estratégias de arbitragem e ao fato de que não representam tomada de posição direcional por parte da instituição intermediária, a Minuta propõe a inclusão da mencionada operação financeira no rol de exceções ao art. 48, inciso II. Para diminuir a insegurança jurídica a respeito do conceito de arbitragem adotado, foram admitidos somente dois tipos de arbitragem, que não envolvem qualquer exposição a risco de mercado por parte da instituição financeira.

3.6 Obrigações decorrentes de empréstimos e exercício de opções de compra ou venda

Para a liquidação de empréstimos de valores mobiliários e para o cumprimento de obrigação decorrente de exercício por terceiros de opções financeiras, a instituição deve necessariamente negociar o valor mobiliário objeto do contrato, seja comprando ou vendendo.



Dessa forma, caso a instituição estivesse impedida de negociar determinado valor mobiliário, mas fosse obrigada a fazê-lo por causa de vencimento de empréstimo de valor mobiliário, por exemplo, ficaria inadimplente e prejudicaria a contraparte no empréstimo ou a garantidora da sua liquidação. A depender do volume emprestado, ou da quantidade de opções exercidas, o inadimplemento poderia significar relativo risco sistêmico para o mercado financeiro.

É com esse entendimento que a CVM propõe acréscimo de nova alínea ao art. 48, inciso II, prevendo que operações destinadas a cumprir obrigação assumida antes da contratação da oferta pública e decorrentes de empréstimos de valores mobiliários ou de exercício de opções de compra ou venda por terceiros possam ser executadas por instituição contratada para coordenar a oferta.

3.7 Relatório das operações efetuadas durante a oferta

Tendo em consideração a possível ampliação do rol de exceções previstas nas alíneas do art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400, de 2003, e a necessidade de eficiência na supervisão das instituições intermediárias de ofertas públicas, a Minuta acrescenta a exigência, no art. 48, § 4º, de que essas instituições, suas controladas, controladoras e sociedades sob o mesmo controle que atuem no mercado financeiro devem elaborar e manter, pelo prazo mínimo de 5 anos, relatório com todas as operações objeto de exceção do art. 48, inciso II, com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, ou neles referenciados.

Todos os documentos que respaldam o relatório também devem ser arquivados pela instituição.

Esse relatório, previsto no Anexo XI da Minuta, inclui as informações que a CVM considera relevantes para acompanhar o cumprimento do disposto no art. 48, inciso II.



4. Encaminhamento de sugestões e comentários

Há benefícios e riscos nas alterações propostas pela Minuta à redação do art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003. A CVM, nesse sentido, está especialmente interessada em receber manifestações que equacionem todos os aspectos que envolvem a proposta e, se possível, avaliem seu potencial benefício líquido.

As sugestões e comentários deverão ser encaminhados, por escrito, até o dia 28 de setembro de 2012 à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico audpublica0712@cvm.gov.br ou para a Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.

Os participantes da audiência pública deverão encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitado se:

- a) indicar o específico dispositivo a que se refere;
- b) for claro e o mais objetivo possível, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) apresentar sugestão de alternativas a serem consideradas; e
- e) apresentar dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tenham relação com o objeto proposto não serão considerados nesta audiência.

Todas as sugestões e comentários recebidos pela CVM serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da audiência pública, na página da CVM na rede mundial de computadores.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores (www.cvm.gov.br), podendo também ser obtida nos seguintes endereços:

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar
Rio de Janeiro – RJ

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo
Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar
São Paulo – SP

Superintendência Regional de Brasília
SCN, Qd. 2, Bloco A, 4º andar – Sala 404, Edifício Corporate Financial Center
Brasília – DF

Rio de Janeiro, 29 de agosto de 2012

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Original assinado por

OTAVIO YAZBEK

Presidente Interino



INSTRUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 20[●]

Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o colegiado, em reunião realizada em [●] de [●] de [●], com fundamento no disposto nos arts. 4º, inciso VI, 8º, inciso I, 19, § 5º, e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

Art. 1º O art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 48.

.....

II – abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais ele é conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:

.....

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



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

2. índice de mercado e contrato futuro nele referenciado.

j) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes da contratação decorrentes de:

1. empréstimos de valores mobiliários; ou

2. exercício de opções de compra ou venda por terceiros.

.....

§ 4º As pessoas referidas no § 2º devem elaborar, em até 7 (sete) dias úteis contados da publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, e manter, pelo prazo de 5 (cinco) anos ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, o relatório de que trata o Anexo XI, assim como toda a documentação que o respalda.

§ 5º O disposto no inciso II do **caput** não se aplica a ofertas públicas registradas no âmbito do Programa de Distribuição Contínua.

§ 6º A vedação prevista no inciso IV do **caput** fica restrita às informações relativas à oferta nas ofertas públicas registradas no âmbito do Programa de Distribuição Contínua.” (NR)

Art. 2º A Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar acrescida do Anexo XI, conforme anexo à presente Instrução.

Art. 3º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

OTAVIO YAZBEK
Presidente Interino



ANEXO à Instrução CVM nº [●], de [●]

ANEXO XI

RELATÓRIO DE OPERAÇÕES COM VALORES MOBILIÁRIOS

Devem ser informadas todas as operações objeto de exceção prevista no art. 48, inciso II, discriminando:

1. o valor mobiliário, com sua espécie e classe, se for o caso;
2. o mercado no qual a operação foi contratada e liquidada;
3. a data da operação;
4. o tipo de operação (compra ou venda);
5. se a operação foi realizada em carteira de instituições intermediárias, suas controladas, controladoras e sociedades sob o mesmo controle ou se foi realizada em carteira de terceiros;
6. a modalidade da operação, de acordo com os seguintes critérios:
 - 6.1 execução de plano de estabilização;
 - 6.2 alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
 - 6.3 negociação por conta e ordem de terceiros;
 - 6.4 operações claramente destinadas a acompanhar índice;
 - 6.5 operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;
 - 6.6 operações realizadas como formador de mercado;
 - 6.7 administração discricionária de carteira de terceiros;
 - 6.8 aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liquidez;



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/12

- 6.9 alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários adquirido em operação permitida pelo art. 48, inciso II, alínea “h”;
 - 6.10 operações decorrentes de estratégias de arbitragem permitidas pelo art. 48, inciso II, alínea “i”;
 - 6.11 operações decorrentes de empréstimos de valores mobiliários ou de exercício de opções de compra por terceiros;
 - 6.12 outras (especificar).
- 7. a quantidade de valores mobiliários negociados;
 - 8. o valor unitário pelo qual o valor mobiliário foi negociado.