



RELATÓRIO DE ANÁLISE

**Audiência Pública SDM nº 07/2012 – Processo RJ-2011-8043**

**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**

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 07/12, que recebeu comentários do público entre os dias 29 de agosto e 28 de setembro de 2012. A referida audiência teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que altera a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A Minuta teve por objetivo 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 descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários gerais; (iv) comentários à Minuta; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 07/2012. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



## 2. Participantes

- i. ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- ii. BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros; e
- iii. CFA Society Brasil (“CFA”).

## 3. Comentários gerais

A CFA manifestou plena concordância e apoio às alterações sugeridas na Minuta.

## 4. Comentários à Minuta

### 4.1 Valores mobiliários objeto da vedação

A ANBIMA, com o objetivo de deixar o texto da norma mais claro, sugeriu a seguinte redação para o inciso II do 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~~, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:”*

A sugestão de redação foi considerada pertinente, pois tornou o texto normativo mais claro, sem alterar o significado pretendido na Minuta.

Ao se analisar a proposta de redação da participante, percebeu-se que interpretação literal do dispositivo poderia levar à conclusão de que a vedação abrangeria todos os valores mobiliários existentes da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, não importando o emissor.



Dessa forma, com o fim de esclarecer a exata finalidade do dispositivo, alterou-se a redação para prever que são objeto da vedação os valores mobiliários da mesma espécie e do mesmo emissor daquele ofertado publicamente, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável.

#### **4.2 Hedge de posições assumidas em derivativos**

A BM&FBOVESPA sugeriu que esteja explícito na redação da alínea “e” do inciso II do art. 48 que a possibilidade de **hedge** existe apenas em relação aos derivativos contratados antes do início do período de vedação estabelecido no **caput** do artigo. Caso contrário, a participante acredita que os instrumentos derivativos possam ser utilizados como subterfúgio para não se observar a proibição estabelecida no artigo.

A CVM entende que o esclarecimento sugerido pela participante não precisa constar da redação da alínea “e”, pois, desde o início do período de vedação, as instituições mencionadas no **caput** do art. 48 estão proibidas de contratar novos derivativos referenciados no valor mobiliário objeto da oferta pública, salvo em hipóteses expressas no próprio inciso II do art. 48.

As operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos de que trata a alínea “e”, portanto, referem-se somente àqueles contratos concluídos antes do início do período de vedação estabelecido no **caput** do art. 48.

Dessa forma, a sugestão da participante não foi acatada.

#### **4.3 Client facilitation**

A BM&FBOVESPA propõe duas alterações na alínea “h” do inciso II do art. 48. A primeira alteração seria a inclusão do termo “exclusivamente” com o fim de reforçar a necessidade de a operação ser solicitada pelo cliente, sem indução de qualquer espécie por parte da instituição intermediária.



A CVM entende que o comando legal é suficientemente claro no sentido de que a iniciativa de solicitar ou requerer a operação deve partir do cliente, não podendo ser consequência de indução ou recomendação por parte da instituição intermediária.

Dessa forma, a sugestão da participante não foi acatada.

A segunda alteração proposta pela BM&FBOVESPA foi a supressão da parte final da alínea – “bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos” –, com base no entendimento de que os valores mobiliários adquiridos por meio de operações de **client facilitation** pertenceriam ao cliente da instituição.

A respeito da segunda proposta de alteração, esclarece-se que a operação de **client facilitation** permitida pela Minuta em conformidade com a definição trazida no tópico 3.4 do edital de audiência pública é aquela em que a instituição intermediária adquire todos os direitos inerentes à titularidade do valor mobiliário para o qual o cliente necessita liquidez.

Importa destacar que a parte final da alínea “h” existe para permitir a melhor administração de risco possível por parte da instituição intermediária, que precisa se desfazer dos valores mobiliários adquiridos do cliente na operação.

A sugestão da participante, pelo exposto, não foi acatada.

#### **4.4 Obrigações decorrentes de empréstimos e exercício de opções de compra ou venda**

##### **4.4.1 Período de Vedação**

A BM&FBOVESPA propôs que o termo “da contratação”, na alínea “j”, seja substituído por “do início do período de vedação”, pois as exceções previstas nas alíneas do inciso II do art. 48 referem-se não só às instituições intermediárias, que devem respeitar as restrições do artigo desde a sua contratação, mas também às ofertantes, que devem respeitar as citadas restrições desde que a oferta pública de distribuição é decidida ou projetada.



O período de vedação para a emissora e para o ofertante, como define o **caput** do art. 48, inicia-se quando essas companhias passam a estar envolvidas na oferta pública, já decidida ou ainda projetada. Nesse sentido, a abstenção de negociar prevista pelo inciso II para o emissor e o ofertante pode preexistir a contratação das instituições intermediárias e, portanto, a redação sugerida pela participante – “do início do período de vedação” – é a mais correta, por se aplicar a todas as pessoas indicadas no **caput** do art. 48.

Assim, a sugestão foi considerada pertinente e está refletida na nova redação do dispositivo.

#### 4.4.2 Outras Operações

A ANBIMA propôs incluir outras cinco operações entre as previstas na alínea “j”, que assim como as duas hipóteses listadas, seriam motivadas por fatores externos à instituição intermediária (necessidade de cumprir obrigações previamente contratadas) e tampouco estariam relacionadas a uma visão direcional quanto ao desempenho do valor mobiliário ou afetariam os demais participantes do mercado.

Dessa forma, para contemplar as sugestões que tratam do exercício de direitos, a participante propôs a seguinte redação para a alínea:

*“j) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas, ou decorrentes do exercício de direitos adquiridos antes da contratação, relacionadas a ~~decorrentes de:~~”*

A CVM entende que as propostas que se referem ao exercício de direitos a partir de negócios realizados antes do período de vedação não devem constar das exceções à regra trazida pelo art. 48, inciso II. Dessa forma, a sugestão da participante para a alínea “j” perdeu o seu objeto. Nos próximos itens, analisou-se cada tipo de situação trazida pela ANBIMA.



#### **4.4.3 Operações a Termo**

A primeira das cinco operações sugeridas pela ANBIMA foi a compra e venda a termo.

Nas operações de compra e venda de valores mobiliários a termo celebradas antes do início do período de vedação, podem-se observar os dois pressupostos da alínea “j” do inciso II do art. 48: (i) a obrigação de negociar o valor mobiliário deve ter sido assumida antes do início do período de vedação e, por conseguinte, sua existência não está relacionada à oferta pública; e (ii) o eventual inadimplemento da obrigação prejudica a contraparte da instituição intermediária e, a depender da magnitude da operação, pode significar relativo risco sistêmico para o mercado financeiro.

O contrato a termo, como se sabe, é um compromisso de comprar e vender um ativo, por determinado preço, em data futura. Quando do vencimento do contrato, uma parte deve comprar o ativo pelo preço determinado no início do contrato e a outra, vendê-lo. Há, portanto, obrigação de negociar o valor mobiliário e, em caso de inadimplemento, prejuízo ao credor da obrigação.

Assim, a sugestão da participante foi considerada pertinente, passando a constar entre os itens da alínea “j” do inciso II do art. 48.

#### **4.4.4 Oferta Pública de Aquisição**

A segunda das cinco operações indicadas pela ANBIMA foi a venda ou a troca de ações no âmbito de oferta pública de aquisição ou permuta prevista pela Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

A coexistência de ofertas públicas de distribuição e de aquisição de ações de uma mesma companhia é excepcional e improvável. Sua previsão em norma, dessa forma, não é oportuna, restando a possibilidade, em qualquer caso, de a ofertante ou a instituição intermediária pedirem uma eventual dispensa de requisitos prevista pelo art. 4º da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A sugestão da participante, portanto, não foi acatada.



#### **4.4.5 Direito de Preferência**

A terceira das cinco operações indicadas pela ANBIMA foi o exercício do direito de preferência para subscrição de aumento de capital.

A CVM entende que a vedação prevista pelo inciso II do art. 48 não se sobrepõe ao exercício do direito de preferência previsto pelo art. 171 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não se confundindo as hipóteses de exceção previstas nesse artigo.

A sugestão da participante, dessa forma, não foi acatada.

#### **4.4.6 Direito de Permuta ou Conversão**

A quarta das cinco operações indicadas pela ANBIMA foi o exercício de direito de permuta ou conversão.

A CVM entende que a vedação prevista pelo inciso II do art. 48 não se confunde com o exercício do direito de permuta ou conversão pelo valor mobiliário objeto da oferta, não se tratando de uma hipótese de exceção a constar do dispositivo.

A sugestão da participante, dessa forma, não foi acatada.

#### **4.4.7 Execução de Garantias**

A última das cinco operações indicadas pela ANBIMA foi a execução de garantias.

A vedação prevista pelo inciso II do art. 48 não impede a execução de garantias de valores mobiliários por parte das instituições intermediárias. A vedação abrange somente a negociação dos valores mobiliários recebidos em decorrência da execução de garantias.

Ademais, a CVM entende que é pouco provável que a instituição intermediária receba, no período de vedação, valores mobiliários decorrentes de execução de garantias, sendo inoportuna a previsão em norma.



No entanto, havendo fundamentada razão para negociar o valor mobiliário assim recebido, resta a possibilidade de a instituição intermediária pedir a dispensa de requisitos, prevista no art. 4º da Instrução CVM nº 400, de 2003, para executar a operação desejada. Assim, a sugestão da participante não foi acatada.

#### **4.5 Relatório das operações efetuadas durante a oferta – art. 48, § 4º**

A BM&FBOVESPA propõe que se amplie a obrigatoriedade de elaboração do relatório exigido no § 4º do art. 48, na Minuta, aos emissores e ao ofertante, os quais também estão submetidos à vedação imposta pelo inciso II do art. 48 da Instrução.

Em análise atenta às exceções à regra geral de vedação imposta pelo inciso II do art. 48, pode-se observar que se referem tipicamente a atividades desenvolvidas por instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários. Isso é verdade tanto para a Instrução atualmente em vigor, quanto para a redação proposta pela Minuta.

É relevante notar, ainda, que negociação da companhia com valores mobiliários de emissão própria já sofre diversas restrições e regras de especial transparência, tais como aquelas previstas nos arts. 30 e 55 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e na Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980.

A sugestão da participante, dessa forma, não foi acatada.

#### **4.6 Relatório das operações efetuadas durante a oferta – Anexo XI**

A ANBIMA sugeriu excluir a menção, no item 5 do ANEXO XI, às operações realizadas em carteira de terceiros. Para a participante, essas operações não são de responsabilidade da instituição intermediária ou empresas ligadas e, nesse sentido, o intermediário não possui informações a respeito das referidas operações que possibilitem o preenchimento dos demais campos do anexo.

Na mesma linha de raciocínio, a ANBIMA sugeriu que os itens 6.3, 6.7 e 6.12 fossem excluídos.





As instituições que negociam valores mobiliários por conta e ordem de terceiros ou administram discricionariamente carteira de terceiros certamente possuem as informações sobre os negócios realizados requeridas pelo relatório previsto pelo Anexo XI. Em cada caso, deve ser discriminada a modalidade da operação, incluindo-se os itens 6.3, 6.7 e 6.12 entre as alternativas.

As sugestões da participante, dessa forma, não foram acatadas.

A ANBIMA sugeriu que o relatório previsto pelo Anexo XI não inclísse operação por operação, mas sim que as informações de quantidade e montante financeiro fossem somadas por data. Segundo a participante, esse formato simplificaria a elaboração do relatório pelo intermediário e proporcionaria à CVM uma visão objetiva das operações realizadas.

A CVM entende que receber as informações sobre as operações de forma individualizada e não consolidada é importante para a sua atividade de supervisão, pois facilita o monitoramento de possíveis ilícitos. Dessa forma, a sugestão da participante não foi acatada.

É relevante ressaltar que o § 4º do art. 48 proposto pela Minuta é claro ao estabelecer que o relatório de que trata o Anexo XI não precisa ser entregue à CVM após sua elaboração, devendo apenas ser mantido à sua disposição.

## **5. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2013.

*Original assinado por*

**ANTONIO CARLOS BERWANGER**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Em exercício