



São Paulo, 03 de fevereiro de 2014

ABBI - 003/14

À  
**Comissão de Valores Mobiliários**  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**  
**Rua Sete de Setembro, 111 - 23º andar - Centro**  
**Rio de Janeiro – RJ**

Via e-mail: [audpublica1113@cvm.gov.br](mailto:audpublica1113@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13 – Minuta de Instrução sobre as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações e alterações na instrução que regula a divulgação de informações sobre negócios dos administradores e acionistas com participações relevantes**

Prezados Senhores,

A Associação Brasileira de Bancos Internacionais (“ABBI”) vem, pela presente, apresentar a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) suas sugestões e comentários a respeito das minutas de instrução em referência, constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13 (“Edital”), sobre a substituição da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980 (“Nova 10”), que dispõe acerca de negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações, e alterações à Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“Alteradora da 358” e, juntamente com a Nova 10, “Minutas”), que dispõe acerca da divulgação de informações sobre negócios dos administradores e acionistas com participações relevantes.

Para a elaboração das sugestões e comentários aqui contemplados, a ABBI contou com a cordial colaboração dos seguintes escritórios de advocacia: (i) Veirano Advogados; (ii) Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados; e (iii) Velloza Giroto Advogados Associados.

Inicialmente, gostaríamos de destacar que entendemos louvável a iniciativa da CVM em buscar aprimorar o mercado de capitais brasileiro, de modo a aperfeiçoar as práticas pertinentes às operações de recompra de ações e à divulgação de informação ao mercado por companhias abertas. Nossos comentários e sugestões buscam contribuir para a reflexão sobre determinados aspectos contidos nas Minutas propostas por esta D. CVM por meio do Edital, bem como apresentar-lhes soluções alternativas, diante das preocupações suscitadas por alguns aspectos das Minutas.



## A. INTRODUÇÃO

Antes de apresentar nossos comentários propriamente ditos ao texto das Minutas, parece-nos importante compartilhar com essa D. CVM nossa visão sobre aspectos práticos das operações em vias de ser reguladas nas Minutas, especialmente, pela sua novidade, aquelas envolvendo compras e vendas por companhias abertas de derivativos financeiros referenciados em suas próprias ações sem liquidação física e que estariam, pela primeira vez, sendo tratadas por essa D. CVM como “recompra” propriamente dita de ações de sua própria emissão por companhias abertas, bem como, também pela sua novidade, as respectivas divulgações compulsórias<sup>1</sup> por companhias abertas de tais operações.

### A.1. Introdução à Nova 10

Os derivativos financeiros sem liquidação física são utilizados para as mais diversas finalidades, podendo, inclusive e eventualmente, ser utilizados pelas próprias companhias abertas emissoras das ações nos quais tais derivativos são referenciados. A regra geral em situações como essa é que o banco com o qual o derivativo foi contratado busque proteção (*hedge*) para a exposição gerada por tal derivativo de uma maneira eficiente e que lhe permita ainda obter lucro com tal operação, razão primordial da sua existência para o banco.

Assim, ao contrário do que parece sugerir o Edital, o banco, na busca de proteção para a exposição gerada pelo derivativo, primeiro agrega suas posições globais de derivativos referenciados em uma ação específica e, por vezes, a própria carteira do banco em posições compradas e vendidas em um determinado derivativo proporciona um *hedge* (proteção) interno e natural de suas posições, dispensando, portanto, que o banco vá ao mercado comprar ou vender ações em uma correspondência perfeita com cada posição comprada ou vendida em derivativos. Em outras palavras: não há uma equivalência perfeita, como o Edital parece sugerir, entre as posições vendidas em derivativos financeiros sem liquidação física e compradas em ações no mercado; ou vice-versa.

Adicionalmente, é importante ficar claro que, para maximizar os seus ganhos em operações com tais derivativos, além do *hedge* interno e natural de suas posições proporcionado pelas suas posições globais compradas e vendidas em derivativos referenciados em uma ação específica, conforme destacado no parágrafo anterior, o banco realiza o que se chama de *hedge* dinâmico. Ou seja, novamente não vai ao mercado comprar ou vender ações em uma correspondência perfeita com cada posição comprada ou vendida em derivativos não coberta pelo *hedge* interno e natural, mas faz isso de maneira dinâmica, analisando constantemente o “casamento” ou “descolamento” entre o preço da ação no mercado à vista e o preço médio dos contratos futuros a que está exposto, comprando ou vendendo no mercado à vista apenas a quantidade de ações sob as quais acredita, em determinado momento e de tempos em tempos, possuir efetivamente algum risco de exposição. Note-se, ademais, que além da aquisição de ações no mercado à vista, o banco possui outras ferramentas para realizar o *hedge* dinâmico de suas posições em derivativos, como por exemplo tomar ações em aluguel.

---

<sup>1</sup> Atualmente, como se sabe, a divulgação de operações com derivativos financeiros sem liquidação física é apenas recomendada e não compulsória (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 01/2013 – Orientações Gerais sobre Procedimentos a Serem Observados pelas Companhias Abertas e Estrangeiras, item 3.9.2(b): “No caso de instrumentos financeiros derivativos que prevejam liquidação exclusivamente financeira, a divulgação da celebração de tais instrumentos é, ainda assim, recomendada”).



Após a devida análise de risco, no caso de posições compradas em ações no mercado à vista no âmbito de um *hedge* dinâmico, deve ter-se presente, ainda, que o banco usualmente não permanece com tais posições, ou seja, não mantém altos montantes financeiros imobilizados em determinadas ações. Ao contrário, na maioria das vezes, coloca tais posições à disposição para “aluguel de ações”, monetizando tal posição, ou, em termos de efeitos práticos, “saindo”, por assim dizer, de tais posições e devolvendo-as ao mercado, onde o tomador das ações em aluguel adquire-as com todos os seus direitos políticos e econômicos, conforme regras próprias de tal instituto emitidas pela BM&FBovespa.

E, ainda que o banco mantenha a posição comprada em certas ações e ocorra algum evento societário do emissor que conceda direito de voto ou qualquer outro direito político aos detentores das ações, não é uma prática dos bancos – pelo contrário, muitas vezes existe linguagem que afasta expressamente essa possibilidade nos contratos de derivativos - votar com tais ações em nome ou no interesse da contraparte do contrato de derivativos, ou seja, quando e se o banco contratante do derivativo exerce tal direito de voto o faz em seu próprio nome e no seu melhor interesse enquanto acionista da companhia emissora.

No que se refere especificamente à questão dos derivativos sem liquidação física, acreditamos ser relevante enfatizar ainda que eles não afetam, em qualquer hipótese, a integridade do capital social da mesma maneira que a recompra de ações ou a criação de posições em derivativos com liquidação física por companhias abertas<sup>2</sup>. Entendemos que a redação da Nova 10 devesse refletir inequivocamente esta distinção.

Gostaríamos, assim, de deixar preliminarmente claro que – para os bancos – os contratos derivativos sem liquidação financeira são um produto relevante em sua carteira, com os quais o banco procura incentivar regularmente o mercado de capitais, tornando disponível e acessível às companhias abertas (e a investidores em geral) um instrumento útil ao mercado e, usualmente, utilizado em conformidade com o estatuto social das companhias, suas políticas internas e no seu melhor interesse, ou seja, de maneira regular, não o oposto.

Claro que – como qualquer outro instrumento de mercado – os derivativos sem liquidação física também podem ser potencialmente utilizados para manipulações do mercado<sup>3</sup>, para a realização de operações fraudulentas ou contrariamente ao estatuto ou às políticas internas da companhia e entendemos que é este o motivo pelo qual os derivativos sem liquidação física foram incluídos na Nova 10.

Apesar disso, não nos parece adequada a sua equiparação pura e simples a recompras de ações. Parece-nos que a solução para eventuais irregularidades ou fraudes perpetradas no mercado é sempre a efetiva fiscalização e punição por esta D. CVM, não a normatização de tal ou qual situação específica como irregular, evitando-se desta maneira a criação de normativos com base na exceção – a fraude – e não na regra – a sua utilização regular.

---

<sup>2</sup> “A lei [das S.A.] proíbe a negociação com as próprias ações para proteger a integridade do capital social. Não há razão para manter essa proibição nos casos em que as ações são adquiridas sem prejuízo do capital social e da reserva legal” (Mensagem nº 204, 1976, do Poder Executivo – Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>3</sup> “Nas companhias abertas, o §2º do Art. 30 subordina a aquisição das próprias ações às normas fixadas pela CVM porque essa modalidade de operação pode ser utilizada como instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor” (Mensagem nº 204, 1976, do Poder Executivo – Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).



Nesse sentido, cabe invocar a Instrução CVM nº 8, em vigor desde 8 de outubro de 1979 (“Instrução CVM 8”), em favor do argumento acima e como um bom exemplo de uma norma desta D. CVM que não desceu às minúcias da descrição das condutas específicas que procurava coibir, vedando simplesmente qualquer conduta ou prática em que se venha a identificar: “a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas” (item I, Instrução CVM 8) e que poderia ser perfeitamente aplicada a tais práticas perpetradas com derivativos financeiros sem liquidação física quando irregulares.

O grande problema de pormenorizar-se cada uma das irregularidades que se deseja coibir em um texto normativo específico é que – ato contínuo à proibição – um novo rol de irregularidades não expressamente proibidas podem potencialmente começar a ser praticadas, dando a impressão de que esta D. CVM não possui os instrumentos necessários para fiscalizá-las e puni-las (até que o rol normativo de irregularidades seja atualizado e o processo recomece). Com a desvantagem adicional de que não se cria um rol de precedentes com o entendimento desta D. CVM do que sejam – em um determinado nicho de mercado – operações consideradas abusivas, fraudulentas, não equitativas etc., o que possui um efeito extremamente educador e profícuo no mercado. Ao mesmo tempo, sem se atacar ou coibir a utilização de um instrumento em particular, mas sim orientando-se o mercado a respeito da sua utilização em linha com o melhor interesse de mercado e em conformidade com o entendimento do regulador.

## **A.2. Introdução à Alteradora da 358**

A divulgação de informações eventuais (art. 12, § 1º) a respeito de derivativos financeiros sem liquidação física, atualmente apenas recomendada<sup>4</sup>, passaria com a Alteradora da 358 a ser compulsória. Entendemos que ao invés de trazer mais esclarecimento por meio de uma maior divulgação de informações, poderá causar confusão entre os participantes do mercado.

O art. 12, § 1º, da Alteradora da 358 determina que as divulgações de informações eventuais tornar-se-ão obrigatórias quando se atingir o patamar de 5% e respectivos múltiplos inteiros de tal patamar, sempre calculado sobre o total da espécie ou classe de ações representativas do capital social. Aparentemente, contudo, a Alteradora da 358 não está disciplinando se e como deverão ser (i) agregadas às posições em ações com posições em derivativos com liquidação física e sem liquidação física e, tampouco, (ii) compensadas (*net*) as posições em ações com posições em derivativos com liquidação física e sem liquidação física para o cálculo dos referidos patamares.

Exemplificamos a seguir: um determinado participante do mercado que possui 6% em ações e uma posição vendida equivalente a 2% em derivativos, deveria divulgar sua posição, pois teria superado o patamar de 5% ou não? E se um determinado participante do mercado possui 4% em ações e uma posição comprada equivalente a 2% em derivativos, deveria divulgar, pois teria superado o patamar de 5% ou não? Aparentemente, na primeira situação as posições não deveriam ser compensadas para afastar a divulgação, já na segunda situação as posições deveriam ser agregadas para determinar a divulgação. Qual o conceito que orientaria, assim, a verificação do atingimento ou não do patamar de divulgação?

---

<sup>4</sup> Ver nota 1 acima.



Adicionalmente, note-se que a questão de agregar *versus* compensar posições somente ganha complexidade ao se considerar outros valores mobiliários e/ou outros instrumentos de mercado nas potenciais combinações presentes nas carteiras dos participantes do mercado para fins de cálculo do patamar de 5% e seus múltiplos inteiros. Conforme destacado anteriormente, no âmbito de sua atividade, os bancos usualmente tornam disponíveis para aluguel de ações as posições em ações adquiridas no mercado à vista no âmbito do seu *hedge* dinâmico de posições em derivativos. Como deveriam ser computadas tais ações após terem sido tornadas disponíveis para aluguel e após terem, de fato, sido alugadas? Deve-se compensar posições à vista com posições em aluguel? (parece-nos que sim).

E como devem ser tratadas para fins de cálculo dos referidos patamares posições de derivativos sobre debêntures conversíveis, bônus de subscrição e opções de compra, entre outros? Ao aumentar-se os valores mobiliários e/ou instrumentos de mercado que podem figurar no numerador da fração para o cálculo do referido patamar sem alterar-se o denominador da mesma fração, pode chegar-se a extremos em que o volume de divulgação de informações atinja volumes muitíssimo altos sem que a isso corresponda também uma informação de altíssima qualidade.

Conforme mencionado acima, essas são algumas das questões que com a imposição de divulgação de informações eventuais em função de posições em derivativos sem liquidação física poderão gerar mais dúvidas e confusão no mercado do que prover informações relevantes para a tomada de decisão de investimento, e que, se possível, deveriam ser tratadas no âmbito da Alteradora da 358 para serem evitadas ou, alternativamente, esta D. CVM poderia – e é o que sugerimos - manter a divulgação de informações eventuais a respeito de posições em derivativos sem liquidação física apenas recomendada, mas aumentar a fiscalização e punição de abusos perpetrados por participantes do mercado ao utilizarem indevida ou abusivamente tais instrumentos.

Qualquer que seja a decisão desta D. CVM quanto a manter a recomendação ou criar a imposição da divulgação, entendemos que as posições em derivativos sem liquidação física não deveriam entrar na conta do patamar dos 5% iniciais.

Dito isto, em geral, estamos de acordo com as mudanças submetidas à audiência pública. Nossas sugestões pontuais têm a ver com a preocupação de manter o dinamismo do mercado e não aumentar demasiada e desproporcionalmente o custo regulatório.

## **B. COMENTÁRIOS À NOVA 10**

### **I. – Artigo 1º, caput**

*Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:*

Art. 1º Esta Instrução regula a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão e, quando expressamente indicado, de derivativos nela referenciados.

Parágrafo único. As disposições desta Instrução aplicam-se à negociação:



I – de ações de emissão de companhia aberta por suas coligadas e controladas; e

II – pela companhia aberta, suas coligadas e controladas, de bônus de subscrição e quaisquer outros valores mobiliários referenciados em ações de sua emissão.

Nossos Comentários:

Este comentário vem apenas esclarecer que a norma não se aplica sempre a derivativos, como a própria CVM reconhece, por exemplo, nos artigos 4º, 7º e 10 da Nova 10. Nossa sugestão é, pois, de simples harmonização de conceitos.

**II. – Artigo 2º, caput e §§1º e 2º**

Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 2º Ao negociar ações de sua própria emissão, as companhias abertas somente podem:

I – adquirir ações com finalidade de permanência em tesouraria ou cancelamento;  
e

II – alienar as ações previamente adquiridas e mantidas em tesouraria em conformidade com o inciso I.

§1º É vedada a realização de negócios em desconformidade com a regulamentação em vigor, em especial as hipóteses previstas na Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979.

~~I – que possam influir no regular funcionamento do mercado; e~~

~~II – com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas das cotações das ações.~~

~~§2º São considerados potenciais indícios de descumprimento do disposto no §1º a elevada frequência das operações realizadas e sucessivas alternâncias entre compras e vendas.~~

§3º As companhias abertas somente podem realizar operações com derivativos referenciados em ações de sua emissão em conformidade com o disposto neste artigo.

Nossos Comentários:

A ABBI entende que esta norma poderia ser redigida de maneira mais objetiva, de forma a fazer referência expressa a regras já existentes desta D. CVM (em especial, à Instrução CVM 8), ao invés de criar novas formulações cujos significados trazem incertezas.

Por exemplo, a expressão “*que possam influir no regular funcionamento do mercado*”, salvo melhor juízo, não foi anteriormente utilizada em regulamentação desta D. CVM, nem analisada



em julgamentos do Colegiado. Assim sendo, não há jurisprudência que traga certeza quanto a seu significado, como é o caso dos conceitos constantes da Instrução CVM 8. O mesmo se aplica ao conceito de “*variações esperadas*”.

Como a Instrução CVM 8 é efetiva e tem sido aplicada com sucesso em vários casos em que efetivamente houve atos fraudulentos, achamos mais prático e eficaz que a Nova 10 simplesmente faça referência a essa norma.

Além disso, a ABBI acredita que a enumeração expressa de um rol de práticas consideradas irregulares e suscetíveis de repreensão (conforme sugerido no §1º do dispositivo) traz consequências negativas. Por exemplo, ao enumerar as práticas vedadas, acreditamos que esta D. CVM incorre no risco de deixar de fora situações potencialmente condenáveis, resultando na necessidade sem fim de promover, de forma recorrente, alterações à redação da Nova 10.

Ainda, acreditamos ser questionável a legitimidade da presunção criada pelo §2º, no sentido de que a alta frequência de operações e contínuas alternâncias de operações de compras e vendas possam trazer indícios de irregularidade.

Por todo o exposto, a ABBI gostaria de sugerir a exclusão do rol de situações vedadas a companhias abertas no §1º e o §2º como um todo, proibindo a prática de negócios em desarmonia com a regulamentação, em particular com a Instrução CVM 8.

### **III. – Artigo 3º, I e II, e §§4º e 5º**

#### *Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:*

Art. 3º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão depende de prévia aprovação pela assembleia geral quando:

I – ainda que por meio de diversas operações isoladas, tiver por objeto mais de ~~5~~10% (~~cinco~~dez por cento) de espécie ou classe de ações ~~em circulação~~, ressalvada disposição estatutária que confira ao conselho de administração, de forma expressa, a competência para aprovar tais negociações;

II – a operação pretendida (A) não for (a) realizada ~~fora de~~ em mercados organizados de valores mobiliários; ou (b) objeto de registro em mercado de balcão organizado ou em sistema administrado por entidade de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários; e (B) for realizada e a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado;

III – puder influir na composição do controle acionário ou da estrutura administrativa da sociedade; ou



IV – a contraparte ~~de~~ em negócio realizado fora de mercados organizados de valores mobiliários for parte relacionada à companhia, conforme definida pelas regras contábeis que tratam desse assunto, sem prejuízo do disposto no art. 6º, I.

§1º Nos demais casos, a negociação pode ser aprovada pelo conselho de administração.

§2º O estatuto social pode vedar a negociação de ações de própria emissão pela companhia aberta, ou, ainda, prever novas hipóteses em que será necessária a prévia aprovação da assembleia geral.

§3º A prévia aprovação da assembleia é dispensada quando se tratar de:

I - outorga de ações a administradores, empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle, como parte de remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia; ou

II – alienação de ações decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovada em assembleia geral.

§4º Para fins do inciso II do **caput**, considera-se cotação de mercado a média da cotação, ponderada pelo volume, nos ~~10-5~~ (dezcinco) últimos pregões em que as ações tenham sido negociadas, contados retroativamente da data de celebração da aquisição ou da alienação das ações pela companhia aberta.

§5º O disposto neste artigo aplica-se à celebração, por companhia aberta, de contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão, hipótese em que as seguintes regras adicionais devem ser observadas:

I – caso o preço de liquidação do contrato derivativo seja conhecido no momento da celebração do contrato, a comparação com as cotações de mercado de que trata o inciso II do **caput** deve tomar por base tal preço, acrescido ou reduzido de eventuais prêmios e outros valores pagos ou recebidos pela companhia à contraparte do negócio;

II – caso o preço de liquidação do contrato derivativo não seja conhecido no momento da celebração do contrato, a prévia aprovação da assembleia geral só será dispensada se:

a) o contrato limitar o preço de liquidação ao patamar referido no inciso II do **caput**, em relação à cotação de mercado verificada no momento da celebração ou da liquidação do contrato; ou

b) o contrato prever que os pagamentos efetuados ou recebidos pela companhia sejam apurados com base na variação da cotação da ação entre determinados períodos, devendo a cotação das ações no termo inicial de cada um desses períodos situar-se no patamar referido no inciso II do **caput**.





### Nossos Comentários:

- **Alteração da redação do inciso I**

A ABBI entende que, no nosso sistema, a aprovação de matérias pela assembleia geral de acionistas deve ser excepcional e expressamente prevista em lei ou no estatuto, como ocorre, por exemplo, com os Arts. 122 e 256 da Lei das S.A. Além disso, em um cenário em que a vasta maioria das companhias abertas tem controle definido e pode facilmente aprovar tais operações em assembleias gerais, a medida nos parece um “*safe harbor*” potencialmente negativo para os administradores, que são levados a praticar tais atos sem a contrapartida de sua responsabilidade. Por essas razões, acreditamos que a redação do Art. 3º da Nova 10 deve ser ajustada, conforme sugerido acima.

Dinamismo e celeridade são características inerentes a negociações de ações de emissão da própria companhia e de derivativos lastreados em tais ações. Não nos parece razoável, portanto, exigir que operações que tenham por objeto mais de 5% de espécie ou classe de ações em circulação sejam necessariamente aprovadas em assembleia geral de acionistas, cujos procedimentos de convocação e realização são caros, burocráticos e demorados. Sugerimos aumentar o limite para 10% do total de espécie ou classe de ações, em linha com padrão adotado em outras jurisdições e por conta da inclusão de derivativos referenciados em ações.

Sugerimos também que a aprovação de tal matéria em assembleia seja dispensada quando o estatuto social expressamente conferir ao conselho de administração a competência para aprovação da matéria. Quando assim fizerem, os acionistas terão avaliado a necessidade de submeter tais decisões à assembleia geral e confiarão ao conselho, de antemão, a competência para aprovar operações dessa natureza.

Além disso, a celebração de operações como essas depende de informações e contato com o dia a dia das companhias que só a administração possui. Por outro lado, via de regra, a assembleia geral não é munida dessas informações e não tem deveres fiduciários, ou seja, decisões tomadas pela assembleia geral (salvo se tomada por acionista controlador) não são em geral passíveis de controle e, se for o caso, reprovação.

- **Alteração da redação do inciso II**

A ABBI entende que a redação do inciso II deve ser alterada de forma a excluir operações registradas em entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM da necessidade de aprovação pela Assembleia Geral. Tanto a CETIP quanto a BM&FBovespa calculam o valor aproximado de mercado e informam o Banco Central cada vez que uma operação registrada está fora do que consideram, por suas políticas internas, uma faixa razoável de preço. Assim, como cada entidade de registro já possui um mecanismo e critérios específicos de cálculo de faixas de preços considerados adequados no âmbito da autorregulação – a qual entendemos mais apropriada para regular a matéria, uma vez que mais próxima do dia a dia de tais operações, mais flexível para ajustar para cima ou para baixo as referidas faixas de preços e mais ágil para identificar situações peculiares de mercado em que caibam tratamentos excepcionais – seria mais consonante com o mercado permitir que tais entidades continuassem a realizar tal fiscalização, não se fazendo necessário implementar um



segundo mecanismo, que aparentemente é de difícil cálculo e cuja violação imporá um ônus substancial às companhias.

- **Alteração da redação do §3º**

A ABBI entende que a dispensa de aprovação específica nos casos envolvendo remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia geral, deveria ser estendida (i) à outorga de ações a empregados ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle, visto que, por vezes, estas pessoas também podem ter parte de sua remuneração baseada em ações e (ii) a alienação de ações mantidas em tesouraria decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, beneficiada pela dispensa de autorização da CVM, como já prevê o inciso II do Art. 3º da Instrução CVM 390, de 8 de julho de 2003.

- **Alteração da redação do §4º**

Sugerimos que o número de pregões para cálculo da média da cotação seja reduzida de 10 para 5. Isso porque a realização de 10 pregões envolve período demasiadamente extenso e sua utilização pode distorcer o cálculo da média.

## **V. – Artigo 6º**

### *Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:*

Art. 6º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

I – tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;

II – estiver em curso o período de oferta pública de aquisição de ações de sua emissão, conforme definição das normas que tratam desse assunto; e

III – requerer a utilização de recursos superiores aos disponíveis.

§ 1º Para fins do disposto no inciso III do caput, consideram-se recursos disponíveis:

I – todas as reservas de lucros ou capital, exceto as reservas:

- a) legal;
- b) de lucros a realizar;
- c) especial de dividendo obrigatório não distribuído;
- d) incentivos fiscais; e

II – o resultado já realizado do exercício social em andamento, segregadas as destinações às reservas mencionadas no inciso I.



§ 2º O disposto neste artigo também se aplica à celebração de contratos derivativos com liquidação física referenciados em ações de própria emissão da companhia.

§ 3º A existência de recursos disponíveis deve ser verificada com base nas últimas demonstrações financeiras divulgadas nos seguintes momentos:

I – na hipótese de aquisição de ações à vista, no momento da liquidação da aquisição, e não de sua autorização pela assembleia geral ou pelo conselho de administração; e

II – na hipótese de aquisição de ações por meio de derivativos ou de contratos com liquidação diferida, no momento de celebração do contrato, e não da sua efetiva liquidação.

§ 4º As demonstrações financeiras a que se refere o § 3º devem ser as mais recentes entre as demonstrações anuais, as intermediárias e as refletidas nos formulários de informações trimestrais – ITR.

§ 5º A inexistência de recursos disponíveis no momento da liquidação do contrato derivativo ou de liquidação diferida não exime a companhia de cumpri-lo.

§ 6º Os administradores só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for o caso, propor sua aprovação pela assembleia geral, se tiverem tomado todas as diligências necessárias para se assegurar de que:

I – a situação financeira da companhia é compatível com a liquidação da aquisição em seu vencimento sem afetar o cumprimento das obrigações assumidas com credores nem o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos; e

II – na hipótese de a existência de recursos disponíveis ter sido verificada com base em demonstrações contábeis intermediárias ou refletidas nos formulários de informações trimestrais – ITR, não há fatos previsíveis capazes de ensejar alterações significativas no montante de tais recursos ao longo da fase restante do exercício social.

#### Nossos Comentários:

A ABBI entende que os procedimentos contidos no parágrafo segundo do Art. 6º não são aplicáveis a determinadas categorias de derivativos. Conforme destacado na introdução, a equiparação pura e simples de compra e vendas de derivativos sem liquidação física a recompras de ações não parece adequada. O resultado da aplicação deste dispositivo a derivativos sem liquidação física não condiz com a realidade de operações com tais valores mobiliários e pode levar a distorções, uma vez que derivativos com liquidação financeira não afetam as contas de capital não haveria motivos para restringir a sua aquisição à existência de reservas de capital.



## VI. – Artigo 7º

### Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 7º As companhias abertas não podem manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a ~~10% (dez por cento)~~ 20% (vinte por cento) de cada espécie ou classe de ações ~~em circulação no mercado~~.

§ 1º Incluem-se no percentual referido no caput:

I – as ações de emissão da companhia aberta detidas por sociedades coligadas, e controladas ~~e sob controle comum~~ da companhia aberta; e

II – as ações de emissão da companhia aberta correspondentes à exposição ~~econômica~~ assumida em razão de contratos derivativos com liquidação física ~~ou de liquidação diferida~~, celebrados pela própria companhia ou pelas sociedades mencionadas no inciso I.

§ 2º Para os fins do disposto no inciso II do § 1º:

I – ~~a quantidade de ações referenciadas em~~ instrumentos derivativos que confirmam exposição comprada econômica às ações de emissão da própria companhia ~~não podem~~ ser compensada sa com a ~~quantidade de ações referenciadas em~~ exposição de instrumentos derivativos da mesma natureza que produzam efeitos ~~econômicos~~ inversos; e

II – as ações ~~referenciadas~~ correspondentes à exposição assumida em contratos derivativos devem ser computadas independentemente apenas nas hipóteses de tais contratos previrem liquidação ~~financeira ou~~ por meio da entrega de ações.

§ 3º O disposto no caput deste artigo não se aplica:

I – às ações reembolsadas ou caídas em comisso, nos termos dos art. 45, § 3º, e 107, § 4º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; e

II – às aquisições realizadas pela companhia no âmbito de oferta pública de aquisição de ações, as quais serão regidas por normas específicas.

### Nossos Comentários:

- **Alteração da redação do caput**

A ABBI entende que o limite de ações que uma companhia aberta pode manter em tesouraria deveria ser elevado de 10% para 20% em decorrência da inclusão de derivativos referenciados em ações neste limite. Conforme já mencionado na introdução, a CVM não deveria olhar apenas para os limites historicamente alcançados visto que a regra proposta pela Nova 10, claramente



visa à criação de novos mercados e novos produtos, os quais só serão viáveis com a elevação do referido limite de 10%.

Além disso, sugerimos que a base de cálculo do limite das ações mantidas em tesouraria seja a quantidade total de cada espécie ou classe de ações, e não seja restrita àquelas em circulação.

- **Alteração da redação dos Incisos I e II do §1º**

Vale ressaltar que, conforme mencionado anteriormente, os derivativos com liquidação financeira trazem tão somente exposição econômica e a exposição econômica por si só não afeta as contas de capital, não retira de circulação as ações e não traz qualquer impacto nocivo à companhia ou aos participantes do mercado.

A ABBI entende que os valores mobiliários que geram exposição meramente econômica não deveriam ser contabilizados para os fins da definição de ações em tesouraria. Conforme já mencionado anteriormente, as instituições financeiras tendem a evitar realizar *hedge* estático da posição de derivativos com liquidação financeira. Ou seja, caso a CVM decida considerar que ações em número idêntico à exposição financeira das pessoas listadas no inciso I estão a todo momento detidas na instituição financeira responsável pela emissão do derivativo, a qualidade da informação divulgada ao mercado será muito inferior à existente hoje, sendo possível que companhias se vejam obrigadas a listar a mesma ação como estando em tesouraria e simultaneamente como parte do *free float*.

- **Alteração da redação do §2º**

A ABBI entende que a divulgação da posição total sem compensação (ao invés da exposição comprada menos a exposição vendida) não demonstra a verdadeira exposição da companhia face às ações de sua própria emissão. Portanto, entendemos ser imprescindível que a faculdade de compensação seja prevista no dispositivo.

- **Exclusão ou Alteração de Redação do §3º**

Em razão da exclusão de “ação em circulação” na Nova 10, entendemos que a referência ao conceito, no então §3º, se tornou desnecessária e, portanto, sugerimos sua exclusão.

Caso esta D. CVM decida pela manutenção do conceito, a ABBI sugere que a redação esclareça, da forma sugerida acima, que a definição de “ações em circulação” trazida pela Nova 10 seja aplicável tão somente a esta norma, passando a vigorar com a seguinte redação:

“§ 3º Consideram-se ações em circulação, para os fins desta Instrução, todas aquelas representativas do capital da companhia menos as detidas direta ou indiretamente pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, e por administradores.”



## VII. – Artigo 8º

### Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 8º A companhia deve alienar ações em tesouraria e/ou liquidar derivativos com liquidação física referenciados em ações de sua emissão, sempre que constatar que foi excedido o saldo de recursos disponíveis, conforme apurado em suas últimas demonstrações contábeis divulgadas.

Parágrafo único. A alienação deve ocorrer em até 4 meses a contar do momento em que detectar a necessidade de aliená-las, nos termos do **caput**.

### Nossos Comentários:

A ABBI entende que a iniciativa deste artigo é louvável e concorda plenamente com ela, contudo, para fins de clareza sugerimos mencionar que o referido artigo é aplicável também aos derivativos com liquidação física.

## VIII. – Artigo 9º

### Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 9º As ações mantidas em tesouraria não têm direito a voto nem a proventos em dinheiro de qualquer natureza.

§ 1º O disposto no **caput** não impede que as ações em tesouraria:

I – façam jus à bonificação em ações; e

II – sejam objeto de grupamentos e desdobramentos.

§ 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte da companhia que tenha concordado em votar de acordo com as instruções da companhia ou suas controladas e coligadas, em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas.

### Nossos Comentários:

A ABBI sugere que o direito a voto das ações correspondentes aos derivativos com liquidação física seja desconsiderado somente se a contraparte da companhia transferiu tal direito à companhia ou a suas controladas e coligadas.



## IX. – Artigo 10

### Redação da Nova 10 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 10. As aquisições de ações de própria emissão realizadas em mercados organizados de valores mobiliários presumem-se em conformidade com as normas que vedam a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, se atendidas as seguintes condições:

I – o preço de compra das ações não exceder o maior entre:

- a) o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia; e
- b) a maior oferta realizada por terceiros independentes da companhia;

II – o volume negociado não exceder 25% (vinte e cinco por cento) do volume médio diário nos últimos 20 (vinte) pregões anteriores àquele em que a negociação for realizada;

III – os negócios não forem realizados nos ~~30 (trinta) minutos posteriores ao início do pregão nem nos~~ 30 (trinta) minutos anteriores ao fim do pregão;

IV – a cada pregão, apenas uma instituição atuar como intermediária da companhia; e

V – a companhia não vender ações de sua emissão, em mercados organizados de valores mobiliários, no período em que estiver autorizada a adquirir tais ações, ressalvado o disposto no art. 8º.

Parágrafo único. A presunção de que trata o **caput** não se aplica a operações com derivativos.

### Nossos Comentários:

A ABBI entende que, na prática, criar uma presunção de regularidade significa que as operações passarão a (ou deverão) ser feitas desta forma, e nos parece prematuro determinar, neste momento, o formato correto para esse tipo de operação, visto que o mercado brasileiro ainda é incipiente. Ademais, entendemos que a criação de produtos financeiros não cabe à CVM, mas sim aos participantes de mercado, respeitadas as limitações impostas pelo regulador e de forma a manter o dinamismo do mercado.

Pelas razões acima, a ABBI entende ser necessário que esta D. CVM manifeste publicamente seu entendimento no sentido de que operações não enquadradas no “*safe harbor*” do Art. 10 não serão automaticamente presumidas como irregulares.



Ademais, considerando o esforço da CVM em fomentar a segurança jurídica por meio da criação de “safe harbor”, recomendamos o pequeno ajuste em sua redação sugerido acima. Nossa recomendação está em linha com a prática internacional mais moderna refletida nas sugestões de alteração à regra norte-americana 10b-18<sup>5</sup>. Além disso, baseia-se na experiência da ABBI, segundo a qual a manipulação do mercado é, na prática, mais recorrente e provável nos 30 (trinta) minutos anteriores ao fim do pregão.

### C. COMENTÁRIOS À ALTERADORA DA 358

#### II. – Artigo 12

##### Redação da Alteradora da 358 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:

I - nome e qualificação, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;

III – número de ações e de outros derivativos e valores mobiliários detidos que possam ensejar a futura aquisição, conversão ou alienação de ações, explicitando a quantidade a classe e a espécie das ações objeto da possível aquisição, conversão ou alienação;

IV – (REVOGADO);

§ 1º Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no **caput** ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.

§ 2º As obrigações previstas no caput e no § 1o se estendem também:

I – à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados; e

---

<sup>5</sup><http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-61414.pdf>





II – à celebração de quaisquer instrumentos financeiros derivativos **referenciados em que confirmam exposição comprada às** ações de que trata o **caput**, ainda que sem previsão de liquidação física, observado que:

(a) instrumentos derivativos que confirmam exposição comprada às ações de emissão da própria companhia podem ter sua exposição compensada com a exposição de instrumentos derivativos da mesma natureza que produzam efeitos inversos;

(b) as ações correspondentes à exposição comprada assumida em contratos derivativos devem ser computadas para fins do §1º apenas quando tais contratos possuírem previsão de liquidação por meio da entrega física de ações; e

(c) as ações correspondentes à exposição assumida em contratos derivativos que não tenham previsão de liquidação por meio da entrega física de ações não serão consideradas para fins de cálculo do patamar de negociação relevante, devendo, no entanto, ser incluídas nas informações de que trata o **caput** quando de seu envio para a companhia.

§ 3º A comunicação a que se refere o **caput** será feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no § 1º.

§ 4º (REVOGADO).

§ 6º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão das informações, assim que recebidas pela companhia, à CVM e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação.

#### Nossos Comentários:

Considerando que a divulgação da quantidade de ações referenciadas em derivativos pode ser facilmente manipulada (de forma que instituições financeiras pareçam ter posição maior do que realmente têm), entendemos que a divulgação da exposição comprada, subtraída da exposição vendida, proporcionará mais transparência ao mercado. Caso a redação sugerida por esta D. CVM prevaleça, vislumbramos a possibilidade de investidores mal intencionados manipularem o mercado mediante a divulgação de quantidade considerável de derivativos referenciados em ações com exposição final potencialmente neutra ou mesmo vendida.

Da forma proposta, a divulgação consideraria três hipóteses distintas: (a) ações cuja exposição é compensada por ações alugadas (ou seja, ações cujo acionista é o doador na operação de aluguel); (b) derivativos com liquidação física compensada com posição em derivativos da mesma natureza que produzam efeitos inversos; e (c) derivativos com liquidação financeira compensada com posição em derivativos da mesma natureza que produzam efeitos inversos. A divulgação seria feita nos casos em que a soma das exposições compradas subtraídas das exposições vendidas das hipóteses “a” e “b” ultrapassar o *threshold* de 5%. Uma vez



ultrapassado referido *threshold*, todas as posições compradas e vendidas das três hipóteses seriam divulgadas simultaneamente.

Ainda, a ABBI considera imprescindível que os derivativos de liquidação financeira não sejam considerados para fins do *threshold* de divulgação de participação acionária relevante. Isso porque, por um lado, é razoável considerar como participação relevante o patamar de 5% de ações dentro de universo 100%. Por outro lado, não há limite para a contratação de derivativos com exposição comprada financeira, restando inadequado que a obrigação de divulgação, ao se atingir 5%, seja considerada dentro de universo potencialmente infinito.

Finalmente, caso nossas sugestões de alteração não sejam aceitas, sugerimos que a regra seja alterada de forma a responder questões atualmente latentes, como: (i) o momento da divulgação; (ii) o tratamento dado a posições opostas carregadas pela mesma pessoa ou pelo grupo de pessoas (i.e. posições *short* e *long* se agregam e compensam ou não); (iii) qual a base de cálculo dos derivativos com liquidação física caso não seja possível fazer “net” entre posições compradas e vendidas; (iv) como tratar as duplicidades de divulgação tendo em vista que a instituição financeira e o cliente poderão vir a divulgar a mesma operação ao mercado; e (v) qual a base para o cálculo do atingimento do percentual de divulgação.

## II. – Artigo 13

### Redação da Alteradora da 358 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

“Art. 13. ....

§ 3º A vedação do "caput" também prevalecerá: (NR)

I. se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e (NR)

II. em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, sendo que a vedação ocorrerá somente nos períodos em que a companhia estiver efetuando tais operações.

§ 4º Também 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, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

§ 5º As vedações previstas no **caput** e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.



§ 6º A vedação prevista no "caput" não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia geral.

§ 7º As vedações previstas no **caput** e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com os procedimentos previstos nos art. 15-A, 15-B e 15-C." (NR)

#### Nossos Comentários:

- **Alteração da redação do §3º**

A ABBI entende que a redação do §3º deve ser ajustada para tornar claro que a vedação à negociação deverá ser observada somente nos períodos em que a companhia estiver efetuando aquisições ou alienações, não necessariamente durante todo o prazo de vigência do programa de recompra, como já esclarece o Ofício Circular/CVM/SEP/Nº001/2013.

- **Alteração da redação do §6º**

A ABBI entende necessário ajustar a redação do §6º, tornando claro que a vedação prevista no caput do Art. 13 e nos §§1º a 3º não se aplica apenas à aquisição de ações decorrentes do exercício de compra, mas, também nos casos que envolvam a outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia geral.

#### Redação da Alteradora da 358 com nossa Sugestão de Redação em Destaque:

Art. 15-C. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão, no período referido no art. 13 será permitida se for executada por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que:

I – tenha discricionariedade quanto ao momento de efetuar as negociações;

II – adote e seja capaz de demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e:

a) a pessoa em nome de quem as operações estão sendo realizadas; e



b) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e de seus clientes.

§ 1º Ao adquirir e alienar ações em nome ou em benefício da companhia aberta referida no caput, a pessoa jurídica contratada deverá observar todas as restrições que seriam aplicáveis, por força das normas que dispõem sobre a negociação de ações de própria emissão, caso a companhia estivesse adquirindo as ações diretamente.

§ 2º As ações adquiridas pela pessoa jurídica contratada em nome ou em benefício da companhia aberta referida no caput equiparam-se a ações mantidas em tesouraria pela companhia aberta para os fins de cumprimento das restrições previstas nas normas que dispõem sobre a negociação de ações de própria emissão.

§ 3º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia.

Nossos Comentários:

A ABBI recomenda esclarecer que apenas as ações adquiridas em nome ou em benefício da companhia sejam consideradas e tratadas como “ações em tesouraria”, sob pena de restarem prejudicados direitos legítimos das instituições financeiras (sobretudo o direito de votar em benefício próprio, enquanto detentoras de ações em nome próprio, incluindo mas não se limitando a posições de hedge).

\* \* \*

Colocamo-nos à disposição desta D. CVM para discutir as sugestões ora encaminhadas. Pedimos a gentileza de que eventuais contatos sejam realizados por meio do contato indicado abaixo.

**Associação Brasileira de Bancos Internacionais - ABBI**

Sr. Luís E. R. Lisboa

Avenida Paulista, nº 1842, Torre Norte – 15º andar

Cerqueira Cesar – São Paulo – SP - 01310-923

Telefone: (11) 3263-0429

Fax: (11) 3263-0422

E-mail: [luiz.lisboa@abbi.com.br](mailto:luiz.lisboa@abbi.com.br)

Aproveitamos para renovar nossos votos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Luís E. R. Lisboa  
Diretor Executivo

Christian Squassoni  
Diretor Técnico