

OF. DIR – 03/2014 (“Ofício”)

São Paulo, 3 de fevereiro de 2014.

Ilma. Sra.

Flavia Mouta Fernandes

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

CVM - Comissão de Valores Mobiliários- audpublica1113@cvm.gov.br

Ref.: **Edital de Audiência Pública SDM N° 11/13 (“Edital”) – Negociação de ações de própria emissão por companhias abertas e aquisição de participações relevantes no capital social.**

Prezada Senhora:

Primeiramente, agradecemos a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela iniciativa, que visa ao aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro.

A atualização do arcabouço que rege as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão, com o objetivo de incorporar, de forma mais apropriada, as operações com instrumentos financeiros derivativos, é mais que oportuna: tal iniciativa é fundamental para assegurar um tratamento justo aos acionistas das companhias abertas, evitar a ocorrência de situações de manipulação dos mercados e garantir o ordenamento e integridade destes.

De fato, embora as Instruções CVM n° 290/98 e 390/03 tenham buscado incorporar, de alguma forma, um tratamento às negociações, por companhia aberta, com derivativos referenciados nas ações de sua própria emissão, elas se restringiram a um tipo específico de contrato, qual seja, o contrato de opção. Com o aprofundamento do mercado de derivativos e a difusão de diversos tipos de instrumentos referenciados em ações (e.g., contratos a termo e *swaps*), tal escopo se revela, efetivamente, limitado, podendo implicar condições de competição desniveladas para os participantes desses mercados.

Além disso, reconhecemos o esforço de alinhamento das alterações propostas nas minutas contidas no Edital aos princípios definidos pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) em seu Relatório sobre os Programas de Recompra de Ações, publicado em 2004¹, e às mais recentes mudanças introduzidas na regulação da matéria adotada internacionalmente, em especial, nos Estados Unidos e na União Europeia. Esse esforço é muito importante para promover a harmonização regulatória, cada vez mais relevante num contexto de mercados financeiros globalizados, e reforçar, junto à comunidade internacional, o entendimento de que o Brasil adota uma regulação financeira moderna, robusta e eficaz.

A ANBIMA, portanto, considera o empenho da D. Autarquia e, levando em conta a grande importância das referidas regras para o mercado de capitais, aproveita a oportunidade para manifestar, abaixo, a opinião de seus associados a respeito das alterações normativas propostas, através de comentários e sugestões ao texto das minutas.

Para referência futura neste documento, as minutas de instrução colocadas à discussão serão designadas da seguinte forma: (i) a minuta que visa a revogar e substituir, entre outras normas, a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, será tratada pelo termo “Nova 10”; (ii) a minuta que visa a alterar a instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, será designada “Alteradora da 358”; e (iii) quando nos referirmos à Alteradora da 358 e à Nova 10 conjuntamente, utilizaremos, simplesmente, o termo “Minutas”.

I. Introdução

I.1 A incorporação dos derivativos nas regras sobre negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão segundo a IOSCO

É comum companhias abertas realizarem a recompra de ações previamente emitidas. Tipicamente, essas operações têm como objetivo aumentar a remuneração dos seus acionistas sinalizando, simultaneamente, que a gestão acredita que o mercado está a subavaliar companhia, a modificação da relação capital/dívida da companhia, substituir os pagamentos de dividendos por uma forma mais vantajosa de remuneração dos acionistas do ponto de vista tributário e

¹ IOSCO (2004). Report on “Stock Repurchase Programs”. Madrid: OICV-IOSCO.

estabelecer uma fonte de ações que possa ser prontamente acessada para satisfazer as necessidades dos planos de empregados.

A IOSCO, em Relatório de 2004 sobre Programas de Recompra de Ações, destaca que, em geral, os programas de recompra de ações oferecem benefícios às companhias e aos acionistas. Contudo, algumas preocupações regulatórias emergem, em especial, com relação ao tratamento justo dos acionistas, à possibilidade de manipulação de mercados e ao ordenamento e integridade destes.

Adicionalmente, o Relatório chama a atenção para o uso de instrumentos financeiros derivativos no âmbito de programas de recompra, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão, o que se tornou cada vez mais comum. Como, geralmente, não há restrições previstas para a realização de operações com derivativos, os emissores têm a possibilidade de escolher levar a cabo seus programas de recompra de ações através do uso de derivativos, em vez de acessar diretamente os mercados à vista.

Essas operações são geralmente vistas como mais flexíveis que as compras realizadas no mercado à vista e oferecem a possibilidade de redução dos custos dos programas de recompra, através dos prêmios recebidos como resultado de alguns contratos ou da possibilidade de fixar, por meio desses instrumentos, um preço de compra futuro para os referidos ativos.

Entretanto, a IOSCO (2004: 20) destaca que o uso de derivativos não ocorre sem implicar riscos, tanto para os acionistas quanto para o mercado em geral. Em especial, no caso de esses derivativos serem transacionados bilateralmente, em mercado de balcão, alguns acionistas podem não ter capacidade de participar das negociações, o que levanta questões relacionadas com o tratamento justo deles. Além disso, o uso desses instrumentos pode gerar impactos sobre a integridade dos mercados à vista.

Dessa forma, ao definir os Princípios que devem orientar a regulação dos programas de recompra de ações pelos próprios emissores, a IOSCO (2004: 24) estabelece, no Princípio D.4, que “as transações com derivativos devem ser utilizadas em programas de recompra de ações de forma consistente com as restrições/requerimentos aplicáveis a esses programas em geral; quaisquer riscos adicionais implicados pelo uso de derivativos devem ser tratados”.

Como medidas de implementação desse Princípio, a IOSCO (2004: 24-25) discrimina quatro elementos a serem considerados pelos reguladores:

1. As autoridades devem tomar medidas para assegurar que existam controles para prevenir que os derivativos usados pelos emissores produzam resultados indesejados, similares aos que a regulação busca evitar nas operações realizadas no mercado à vista;
2. As autoridades devem determinar que informações devem ser fornecidas pelas companhias abertas quanto à sua intenção em utilizar derivativos nas operações de recompra das ações de sua própria emissão;
3. As operações com derivativos devem ser registradas e divulgadas de modo consistente com os requerimentos de divulgação de informações de operações de recompra usuais;
4. Os reguladores devem analisar restrições ou requerimentos adicionais que, eventualmente, se façam necessários.

1.11 A regulação financeira brasileira e a Instrução CVM nº 10/80

No caso brasileiro, o dispositivo responsável pela regulação dos programas de recompra de ações, tal como designado pela IOSCO, é a Instrução CVM nº 10, editada em 1980. Ela autoriza as companhias abertas a adquirir ações de sua própria emissão, para efeito de cancelamento ou permanência em tesouraria, e posteriormente aliená-las, desde que seu estatuto social atribua ao conselho de administração poderes para autorizar tal procedimento.

A referida Instrução teve por objetivo regulamentar o artigo 30 da Lei nº 6.404/76, que prevê a vedação genérica para a companhia negociar com suas próprias ações, salvo nas hipóteses expressamente mencionadas no parágrafo primeiro do referido artigo². Nos termos da Mensagem nº 204, concernente à Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76:

² "Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

- a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
- b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;
- c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria;
- d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída."

“A lei 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. Nas companhias abertas, o § 2º do art. 30 subordina a aquisição das próprias ações às normas fixadas pela Comissão de Valores Mobiliários porque essa modalidade de operação pode ser utilizada como instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor.”

No mesmo sentido, a doutrina especializada é unânime em defender que a vedação constante no referido artigo decorre do princípio da intangibilidade do capital social (Carvalhosa, 2013³). Além da observância desse princípio, a referida proibição legal também tem por objetivo proteger os acionistas da companhia contra tratamentos não equitativos entre as diversas classes de acionistas e, ainda, contra uma possível manipulação do preço das ações pela própria companhia, sempre que ela estiver negociando com ações de sua emissão.

No entanto, a mesma doutrina reconhece que, respeitada a finalidade precípua de tutela do capital social e de sua integridade (e salvaguardados os demais interesses acima mencionados), a referida negociação pode até mesmo ser considerada salutar para a companhia, seus acionistas e o mercado, “como fator de equilíbrio na cotação das ações”, sendo este um dos fundamentos para a permissão de negociação, pela companhia, com ações de sua emissão (Carvalhosa, 2013: 304-305).

Mencione-se, também, sem pretensão de exaurir os benefícios das operações de recompra: a possibilidade de facilitar procedimentos de redução ou fechamento de capital da companhia, a função de enviar sinais de subvalorização das ações ao mercado (atingindo, com isso, o “equilíbrio” mencionado, entre outros autores, por Carvalhosa, 2013), conceder liquidez – uma via de saída – para investidores estratégicos da companhia, facilitar a estruturação de planos de remuneração de administradores e funcionários, etc.

Pelo exposto, fica claro que o primeiro objetivo da restrição legal, objeto de regulamentação, consiste na preservação da integridade do capital social. Outro grande objetivo consiste na

³ Carvalhosa, M. (2013) Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 1º Volume. São Paulo: Editora Saraiva, 7ª Edição.

proteção aos adquirentes das ações contra manipulação de mercado pela própria emissora e, por fim, visa-se a tutelar os acionistas contra tratamentos privilegiados ou não equitativos entre eles. Nesse contexto, fica claro que o regime regulatório no qual se insere a regulamentação brasileira vai ao encontro dos objetivos mais genéricos dos Princípios da IOSCO.

I.III A incorporação dos derivativos na regulação da recompra de ações da própria companhia e a Nova 10

O tratamento originalmente oferecido pela Instrução CVM nº 10 não contemplava, contudo, nenhuma previsão sobre a utilização de instrumentos financeiros derivativos. De fato, a presença desses instrumentos no mercado financeiro brasileiro na ocasião da edição da Instrução – 1980 – pode ser considerada irrelevante.

Porém, à medida que esses instrumentos começaram a ganhar maior peso, a CVM buscou tratar da matéria em normas específicas. Foi editada em 1998 a Instrução nº 290, que autorizou a aquisição e o lançamento de opções de venda e de compra, por companhia aberta, referenciadas em ações de sua emissão, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria ou alienação.

Além de estabelecer o regime informacional ao qual estavam sujeitas essas operações, a norma fixa limites de exposição das tesourarias das companhias, para o prazo de vencimento das opções e para o preço de exercício das mesmas. Condições de lastro e vedações de algumas operações são também alguns dos outros requisitos contidos na regra.

Posteriormente, em 2003, a ICVM nº 290/98 foi atualizada – e revogada – pela Instrução nº 390. Novamente, o escopo da norma se restringiu à negociação de um tipo específico de contrato derivativo, a negociação com opções de venda e de compra, realizando uma série de aprimoramentos nos dispositivos da regra de 1998.

Após cerca de dez anos da edição da ICVM nº 390, o aprofundamento do mercado de derivativos e a difusão de diversos tipos de instrumentos referenciados em ações (e.g., contratos a termo e *swaps*) passa a justificar uma revisão mais significativa do escopo dessa norma, que se revelou, efetivamente, limitado, podendo implicar condições de competição desniveladas para os participantes dos mercados financeiros.

A própria experiência internacional recente em relação ao tema indica que uma série de mudanças regulatórias foi promovida, em especial, nos Estados Unidos e na Europa⁴, de modo a contemplar as particularidades implicadas pela utilização desses contratos. A Nova 10 tem por mérito, portanto, abarcar os contratos derivativos em sua totalidade (e não mais apenas às operações com opções) e reforçar os demais princípios de tratamento justo, antimanipulação e integridade, modernizando o arcabouço regulatório brasileiro no sentido de sua maior robustez e eficácia.

II. A diferenciação entre derivativos de liquidação financeira e liquidação física

Antes de prosseguirmos com nossos comentários e sugestões aos dispositivos específicos contidos nas Minutas, optamos por fazer um comentário de caráter mais geral, em reação à solicitação da CVM contida no Edital.

A D. Autarquia reconhece que “a almejada compatibilização entre o regime jurídico aplicável a compras e vendas de ações e operações envolvendo derivativos exige adaptações que podem não estar devidamente refletidas na Nova 10” (pp. 2-3). Em seguida, manifesta seu interesse “em receber sugestões quanto a ajustes nesse sentido que ainda se façam necessários”.

Assim sendo, acreditamos que, efetivamente, adaptações devem ser feitas de modo a refletir algumas diferenças fundamentais existentes entre derivativos de liquidação física (i.e., em cujo vencimento as partes contratantes desejam receber o ativo subjacente *in natura*) daqueles de liquidação meramente financeira (ou seja, liquidados apenas por diferença de preços), do ponto de vista dos interesses tutelados não só pela Nova 10, mas por ambas as Minutas.

Há que se notar que o reconhecimento dessas diferenças não é um fato inédito, sendo, inclusive, contemplado na Instrução CVM nº 390/03, que nos §§ 1º e 2º do artigo 3º fixa requerimentos específicos a cada uma das referidas modalidades:

“§ 1º Fica facultada a liquidação exclusivamente financeira das operações que envolvam opções lançadas ou adquiridas referenciadas em ações de emissão da própria companhia, nos termos desta Instrução, quando do respectivo exercício, na forma a ser determinada pelas Bolsas de Valores

⁴ Consultar referências contidas no Edital SDM 11/13 nas notas 3 e 8.

ou entidade de balcão organizado, após previamente aprovada pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A liquidação física das opções de que trata esta Instrução ficará condicionada à existência de saldo de lucros ou reservas disponíveis constantes do último balanço aprovado, em valor suficiente para fazer face à operação.”

Portanto, a presente seção busca esclarecer quais as características específicas de cada um desses instrumentos, associadas aos termos de liquidação dos contratos, e avaliar suas implicações para a regulação das operações com cada um deles e para o regime almejado na Nova 10 e na Alteradora da 358.

Uma primeira diferença relevante entre os dois tipos de derivativos mencionados se refere ao fato de que, quando o contrato de derivativo prevê expressamente a forma de liquidação como sendo exclusivamente financeira (por diferença de preços), a companhia não adquire suas próprias ações na celebração do contrato. A realização dessa operação tampouco indica que a companhia tem a intenção de adquirir tais ações em momento futuro.

Além disso, e em segundo lugar, nesses casos a companhia adquire exposição à variação do preço de suas próprias ações sem assumir qualquer direito político em relação a elas. Isso elimina a possibilidade de que a companhia, ou seu grupo controlador, motivada por interesses próprios afete a situação dos seus acionistas.

Com efeito, considerando o exemplo fornecido em De Nardis e Tonello (2010: 2)⁵, um dos artigos utilizados como referência para as Minutas pela CVM, a liquidação exclusivamente financeira não parece afetar os direitos a voto:

“Under a cash-settled equity swap, two parties enter into an agreement that seeks to replicate the positions of a long and a short investor in a particular stock. The long party receives from the short party an amount equal to the increase in the value of the shares in the relevant period plus any paid dividends, while the short party generally receives from the long party an amount equal to the decrease in the value of the shares in the relevant period plus the interest accrued on the notional amount. **Since** the swap is cash-settled and **there is no required physical delivery** of the

⁵ De Nardis, E.; Tonello, M. (2010). “Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests”. Conference Board Director Notes no. DN-009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1648526>.

underlying shares, **any value differences** at the end of the relevant period **are settled in cash. Should the holder of the long position have a right to the physical delivery of the underlying shares**, such right would presumably trigger the disclosure requirements that the hidden owner is trying to avoid.” (grifos nossos)

Ou seja, somente no caso em que haja um direito à entrega física das ações de referência – ou que os derivativos de liquidação financeira se transformem em derivativos de liquidação física, conforme termos contratuais –, haverá a possibilidade de “esconder” posições de controle por meio de contratos derivativos.

Alternativamente, a CVM argumenta no Edital que “contratos derivativos referenciados em ações de emissão das companhias abertas são frequentemente celebrados com contrapartes com as quais mantêm relacionamento comercial e que concomitantemente adquirem tais ações para fins de proteção patrimonial”. Tal afirmativa parece refletir a seguinte constatação:

“The derivatives dealer (i.e., the short party in the derivatives transaction) often holds the underlying securities as a hedge against its short position. Especially in those cases where the equity swap involves a substantial amount of shares of a single company, hedging with matched shares may be the only commercially sound choice for the dealer, **as alternative hedging strategies are likely to be limited and more expensive.**” (De Nardis e Tonello, 2010: 2, grifos nossos)

Entretanto, estratégias de *hedge* alternativas não são necessariamente limitadas nem mais caras. Deve-se notar que sobre as exposições a ações incidem requerimentos de capital que, além de limitar as operações das instituições no carregamento desses ativos em função dos controles usualmente empregados, implicam um custo regulatório relevante. Portanto, em muitos casos, a instituição financeira contraparte que adquire ações no mercado para fins de *hedge* aluga tais ações, na ponta doadora, rentabilizando o próprio *hedge* – as ações, portanto, retornam ao mercado e não ficam na carteira da contraparte, fazendo-a “economizar” capital. Essas operações de aluguel implicam tipicamente a transferência dos direitos de voto aos locatários.

Adicionalmente, o gerenciamento do *hedge* pelas instituições pode incluir uma série de outras operações: (i) negociação de ações no mercado (compra e venda), como forma de *hedge* dinâmico; (ii) compensação da exposição assumida com operações contratadas com outros

clientes (*netting* de exposições), sem a necessidade de efetivamente comprar as ações da companhia no mercado; (iii) transferência do risco para outras carteiras do banco. Em qualquer hipótese, o risco é gerido de forma discricionária pela contraparte.

Ainda, cumpre ressaltar uma última possibilidade alternativa: a contraparte na operação de derivativo pode não adquirir nenhuma ação da companhia como forma de proteção (*hedge*), mesmo que não tenha feito *netting* de suas exposições: ela pode optar por assumir uma exposição direcional àquela ação.

Nessa hipótese (e em outras nas quais a contraparte não adquira as ações), o derivativo seria celebrado com um terceiro que sequer seria acionista da companhia, afastando ainda mais o raciocínio de tutela do capital social – eis que nenhum acionista estaria recebendo “de volta” as entradas com que houvesse contribuído para a formação do capital, que constitui elemento fundamental do princípio da intangibilidade⁶.

Por fim, se a contraparte na operação de derivativo adquirir ações da companhia como forma de proteção (*hedge*), cumpre ressaltar que a companhia não tem – e nem deve ter – qualquer influência sobre quando e a que preço a contraparte vai adquirir tais ações para fins de *hedge*, nem sobre como e se essa contraparte irá exercer seus direitos políticos delas oriundos⁷.

Em síntese, os impactos que os derivativos de liquidação exclusivamente financeira podem gerar sobre a integridade do capital social da companhia são eminentemente limitados. Deve-se considerar que nessas operações não há que se falar em devolução do capital social para acionistas em prejuízo ao interesse de credores da companhia, uma vez que a contraparte da companhia pode não ser um acionista (por exemplo, quando uma instituição financeira decide assumir o risco direcional na ação referenciada no derivativo).

Posto isso, destacaremos nossos comentários e sugestões, ponto a ponto, das Minutas.

⁶ Reconhece-se que, nos mercados internacionais, esta possibilidade é cada vez mais limitada: a regulamentação da Regra de Volcker nos EUA impede que as tesourarias das instituições americanas, ou, grosso modo, que operem nos EUA, assumam posições direcionais, sob pena de esta exposição ser enquadrada como uma negociação proprietária.

⁷ Inclusive, cabe mencionar que o art. 177, §2º do Código Penal tipifica a conduta do acionista que, “a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral”. A proibição dessa forma de acordo contratual de voto já é, por si, vedada pelo Código Penal.

III. Comentários à Nova 10

1) Artigo 2º, § 1º, Inciso I

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

(...)

§ 1º É vedada a realização de negócios:

I – que possam ~~influir no regular funcionamento do mercado~~ resultar em uma das situações previstas na Instrução CVM nº 8, de 08 de outubro de 1979; e

Justificativa:

O intuito foi o de aproximar o conceito de “regular funcionamento” com os conceitos já dispostos na Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, cujo conteúdo é mais conhecido pelo mercado e já melhor delimitado pela CVM.

2) Artigo 3º, Inciso I

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 510% (~~cinco dez~~ por cento) de espécie ou classe de ações em circulação do total das ações emitidas pela companhia;

Justificativa:

O aumento do percentual de 5% para a 10% é reflexo do pedido de aumento do limite de ações que podem ser mantidas em tesouraria (de 10% a 20%), conforme justificativa apresentada no item 14 (pp. 23-25). Se aumentado o limite de ações em tesouraria conforme proposto, entendemos ser o limite de 5% pouco representativo, mesmo quando a negociação for de ações de companhia de menor liquidez.

Ademais, em linha com a referida sugestão feita no art. 7º, para fins de coesão, sugerimos alterar a base de cálculo desse percentual para o total das ações emitidas pela companhia.

3) Artigo 3º, inclusão do parágrafo 6º

II – for realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários 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;

§ 6º Para fins do inciso II do *caput*, considera-se dentro de mercados organizados os contratos derivativos registrados em sistemas de registro administrados por entidades administradoras de mercados organizados.

Justificativa:

De acordo com o estabelecido no artigo 1º da Lei nº 12.543/11, alteradora da Lei nº 6.385/76, o registro dos contratos derivativos é condição de sua validade. Assim, embora a negociação prévia à celebração desses contratos possa ocorrer bilateralmente, fora de sistemas centralizados e multilaterais de negociação, o registro da operação em sistema ou ambiente destinado a esse fim é obrigatório.

Esse registro é suficiente para “internalizar” o contrato derivativo aos mercados organizados de valores mobiliários, segundo definição contida no artigo 3º da Instrução CVM nº 461/07⁸, sujeitando-o aos controles e requerimentos caros às infraestruturas de mercado – e que se estendem a seus membros, operando por conta própria ou de terceiros, e às operações neles realizados e/ou registrados.

⁸ “Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.”

§ 1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

§ 2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM.”

Uma vez dentro do perímetro desses ambientes, as entidades administradoras de mercados organizados possuem a obrigação de acompanhar se as operações nela registradas estão a preço de mercado e rejeitar o registro daquelas que estiverem fora do padrão de mercado. Conforme estabelecido no artigo 50 da ICVM nº 461/07:

“Art. 50. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma **adequada formação de preços**.

§ 1º Quando se tratar de mercados organizados de valores mobiliários que se destinem apenas ao registro de operações previamente ocorridas, os registros devem realizar-se por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem **adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares**, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.”

Logo, como as entidades administradoras de mercados organizados têm atividades de controle de preços e condições de quaisquer modalidades de derivativos contratados no mercado brasileiro, a supervisão dessas entidades, através dos critérios estabelecidos em seus arcabouços de autorregulação, serve como uma segurança adicional para os acionistas minoritários e, simultaneamente, assegura à CVM o controle e acesso aos termos e condições das operações contratadas por uma Companhia.

Nesse sentido, entendemos que o inciso II do artigo 3º não deve se aplicar às operações com derivativos devidamente registrados nos sistemas administrados pelas referidas entidades, já que os devidos controles para formação de preço são empregados.

Ademais, é muito importante tornar mais clara a redação do artigo 3º, com o objetivo de refletir apropriadamente o conceito de mercado organizado de valores mobiliários fornecido na ICVM nº 461/07, que pode abarcar tanto sistemas destinados à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários. Para tanto, consideramos que esse esclarecimento poderá ser feito por meio da inclusão do § 6º acima apresentado.

4) Artigo 3º, Inciso IV

IV – a contraparte do negócio for coligada, controlada, controlador da companhia aberta e seus administradores, parte relacionada à companhia, conforme definida pelas regras contábeis que tratam desse assunto, sem prejuízo do disposto no art. 6º, I.

Justificativa:

A sugestão visa a uniformizar as redações do artigo 3º, Inciso IV e do artigo 1º, Inciso I da Nova 10. Ressaltamos, também, a inclusão da possibilidade de os negócios serem realizados tendo por contraparte coligadas, controladas ou o próprio acionista controlador da companhia. Com efeito, especialmente em operações realizadas fora do âmbito dos mercados organizados de valores mobiliários, evita-se qualquer forma de tratamento não equitativo entre acionistas, ao submeterem ao crivo da assembleia geral as operações da companhia cuja contraparte seja alguma dessas pessoas – o que inclui o controlador, por coerência (uma vez que o risco de tratamento privilegiado pode ocorrer com qualquer delas).

Assim, aprovada a operação em assembleia geral de acionistas, não vemos razão para que subsista a vedação constante atualmente da ICVM nº 10 (art. 2º, “d”), segundo a qual são vedadas as operações com ações próprias quando tiverem por objeto ações pertencentes ao acionista controlador, uma vez que: (i) a assembleia geral será convocada e sua ordem do dia será obrigatoriamente tornada pública, por força das regras da CVM sobre o tema; (ii) se aprovado, nessa assembleia, um negócio jurídico em condições não equitativas (por força do voto majoritário do próprio controlador, por exemplo), poderão os demais acionistas buscar a invalidação do voto proferido por ele por existência de abuso no exercício do direito de voto (art. 115 e 115, § 1º, da Lei das S.A.) – invalidando-se a deliberação, se tal voto houver sido decisivo para a formação da maioria – e/ou poderão buscar condenação do controlador por exercício abusivo do poder de controle (o art. 117, § 1º, “f”, da Lei das S.A., inclusive, menciona textualmente a hipótese de contratação com a companhia “em condições de favorecimento ou não equitativas” como modalidade de abuso do poder de controle).

5) Nova redação para o artigo 3º, § 3º, com a inclusão do inciso I ao referido parágrafo

§ 3º A prévia aprovação da assembleia é dispensada quando se tratar: ~~de outorga de ações a administradores como parte de remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia.~~

~~I - de alienação ou transferência, ainda que fora de mercados organizados de valores mobiliários, de ações a administradores e empregados da companhia aberta, de suas coligadas ou de suas controladas decorrente, respectivamente, (i) do exercício de opções de ações no âmbito de plano de outorga de opções de ações ou (ii) de modelo de remuneração baseado em ações previamente aprovados pela assembleia, que deverá aprovar, no mínimo, os parâmetros do cálculo do preço de exercício das opções de ações ou do cálculo do preço das ações, conforme aplicável;~~

Justificativa:

Sugerimos ajuste de redação para a inclusão de coligadas, controladas e empregados – e não somente administradores – na dispensa de aprovação da assembleia relativa à alienação ou transferência de ações e/ou derivativos como parte de programas de remuneração desses agentes .

Esse ajuste visa a harmonizar a cobertura da dispensa da Nova 10 com a Lei nº 6.404/76, das Sociedades por Ações, que estabelece em seu art. 168, § 3º que: “o estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia geral, outorgue opção de compra de ações a **seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle**” (grifos nossos).

Adicionalmente, tendo em vista que a referida exceção vale tanto para o plano de outorga de opções como de remuneração baseada em ações, substituímos o termo “outorga” pelos termos “alienação” nos casos do exercício de opções e “transferência” nos casos de remuneração em ações, pois (i) o termo “outorga” é válido para o instrumento da opção e não da ação, e (ii) o termo “alienação” é mais adequado nos casos do exercício de opção de ação, enquanto o termo

“transferência” é o mais adequado nos casos de remuneração em ações, tendo em vista que a entrega das ações consiste na simples alteração de sua titularidade, o que ocorre sem que haja pagamento de valor correspondente.

Por fim, consideramos importante segregar a alienação ou transferência de ações decorrente, respectivamente, (i) do exercício de opções e (ii) dos programas de remuneração baseado em ações, para deixar claro que não seria necessária nova aprovação da assembleia em nenhum dos dois casos.

6) Inclusão do inciso II ao parágrafo 3º do artigo 3º

Artigo 3º, § 3º

II – de oferta pública de distribuição secundária de ações em tesouraria ou de valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações em tesouraria;

Justificativa:

Sugerimos a inclusão deste item por entender que, em se tratando de Oferta Pública de valores mobiliários, se presume que há um grau de transparência na formação de preços semelhante ao previsto em mercados organizados de valores mobiliários. Adicionalmente, essa operação ficaria sujeita a regras próprias aplicáveis às ofertas públicas, que contêm amplos requisitos de divulgação de informações (como a elaboração de prospectos e a apresentação de formulário de referência).

Ademais, mencionamos que a CVM possui julgados, no âmbito de sua jurisprudência administrativa, tratando justamente da peculiar situação em que se encontra a companhia ao realizar uma oferta pública secundária de suas próprias ações em tesouraria. No âmbito do Processo CVM RJ-2010-7731, por exemplo, a CVM autorizou (julgamento em 25 de maio de 2010) o Banco do Brasil S.A. a alienar, no contexto de uma oferta pública de distribuição primária e secundária de ações de sua emissão, determinado montante de ações próprias mantidas em tesouraria, sob o fundamento de que: (i) “as ofertas registradas nos termos da Instrução CVM nº 400/03 trazem, como pressuposto, o atendimento das diversas formalidades nela contidas. Tal

ato normativo, a propósito, tem como finalidade ‘assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas’”, e (ii) “uma oferta de distribuição, registrada em consonância com o disposto na citada Instrução CVM nº 400/03, atende aos princípios de proteção do mercado, do tratamento equitativo dos ofertados, e ampla e adequada divulgação de informações acerca dessa oferta, o que assegurará a transparência e a necessária eficiência na formação dos preços das ações, essenciais para a pretendida transação”⁹.

Assim, como a alienação das ações mediante oferta pública secundária assegura (i) que não haja prejuízo informacional aos investidores, uma vez que são seguidas as regras de divulgação de informações estabelecidas na Instrução CVM nº 400/03, e (ii) a correta formação de preço para a venda das ações por meio do processo de coleta de intenções (*bookbuilding*), consideramos desnecessária aprovação da assembleia geral específica para esse tipo de alienação¹⁰.

7) Artigo 3º, § 4º

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

⁹ Conforme manifestação da área técnica RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 052/10, de 11 de maio de 2010. Em sentido idêntico, Processos CVM RJ-2004-4232, RJ-2004-7266, RJ-2009-10511 e RJ-2009-12985, todos envolvendo a alienação de ações em tesouraria no âmbito de ofertas de distribuição secundária a serem promovidas por companhias abertas, nas quais o Colegiado da CVM, em acompanhamento às manifestações da área técnica, autorizou as referidas negociações.

¹⁰ Não descuidamos que, em alguns casos, será necessária a aprovação societária da oferta pública em si, em decorrência de outras normas da CVM, como a Instrução CVM nº 400/03, ou de regras estatutárias da companhia ofertante. Isto, no entanto, não prejudica a linha de raciocínio acima exposta, uma vez que nem sempre a companhia precisará convocar uma assembleia para aprovar uma oferta pública das suas ações.

Justificativa:

É notável que, em muitas situações, é possível que exista uma diferença significativa entre a cotação média dos últimos dez dias anteriores ao dia de celebração do negócio e a cotação à vista daquela ação, divulgada pela bolsa de valores nesse dia.

Por exemplo, consideremos em uma situação em que uma ação esteja sendo cotada na bolsa de valores à vista a R\$ 10,0, mas cuja média dos últimos dez dias tenha sido R\$ 8,00, a companhia estaria limitada a recomprar suas ações, de forma privada, ao preço de R\$ 8,80 (equivalentes à aplicação do percentual de 10% sobre a média de dez dias), o que a impediria de encontrar no mercado acionistas dispostos a alienar suas ações (uma vez que tal preço seria inferior ao praticado na bolsa de valores naquele momento).

Outro exemplo pode ser verificado na hipótese em que a ação esteja sendo cotada na bolsa de valores à vista a R\$ 8,00, mas em que a média da cotação dos últimos dez dias tenha sido R\$ 10,00. Nesse caso, a companhia poderia adquirir em negociação privada ações de sua emissão até o preço de R\$ 11,00 sem aprovação da assembleia geral de acionistas (equivalentes à aplicação do percentual de 10% sobre a média de dez dias), ou seja, por preço R\$ 3,00 maior do que o praticado em bolsa naquele momento.

Além disso, reconhecemos que a utilização da cotação divulgada pela bolsa de valores no dia em que a companhia negociou suas ações pode não ser fidedigna das reais condições de preço daquele ativo, especialmente no caso de ações de companhias de menor liquidez.

Assim, julgamos pertinente reduzir a janela de apuração da cotação média de mercado de 10 (dez) para 5 (cinco) dias, com o objetivo de mitigar a possibilidade de ocorrência da situação descrita nos três primeiros parágrafos e, simultaneamente, refletir a possibilidade de movimentos de curtíssimo prazo afetarem o preço de ativos de menor liquidez.

Cabe mencionar que o novo intervalo proposto também levou em conta a regulação adotada em outras jurisdições. Conforme Relatório da IOSCO (2004: 14-15), os países ali analisados utilizam, tipicamente, uma das duas possibilidades de aferição da cotação de referência: (i) o último preço de uma transação independente ou de mercado; ou (ii) o preço médio dos cinco dias anteriores à

realização do negócio. O segundo caso é contemplado nos arcabouços regulatórios de Austrália, Malásia, Singapura e Reino Unido.

8) Artigo 3º, § 5º

§ 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: para fins do inciso II do presente artigo, a definição de preço de mercado do contrato de derivativo deve levar em conta, entre outros fatores, o prazo de duração da operação, taxas de juros praticadas no mercado e eventuais prêmios pagos, cabendo à diretoria da companhia avaliar as condições do contrato de derivativo.~~

~~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.~~

Justificativa:

O preço de mercado de operações de derivativos leva em conta diversos outros fatores além do preço à vista da ação referência. As taxas de juros praticadas no mercado naquele momento, o prazo total da operação, o risco de crédito assumido entre as partes, entre outros diversos

fatores, contribuem também para definir se um derivativo foi contratado ou não a preço de mercado.

9) Artigo 5º

Art. 5º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão deve ser liquidada contratada em até 18 (dezoito) meses a contar da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, independentemente do prazo de sua liquidação física e/ou financeira.

Justificativa:

O prazo das operações de derivativos muitas vezes será superior a 18 meses, e o limite imposto por essa regra prejudica a boa gestão financeira da companhia. Além disso, conforme art. 19, n.1 da Diretiva nº 77/91/CEE do Parlamento Europeu e do Conselho, conforme redação dada pela Diretiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, deve-se diferenciar a estrutura de aprovações sugerida por essa D. CVM daquela prevista pelo regulador europeu, que lhe serviu, também, de fonte. Por lá, as normas mencionadas subordinam toda e qualquer operação da companhia com ações de sua emissão à prévia aprovação da assembleia geral.

Essa aprovação terá o conteúdo mínimo previsto pela norma (número máximo de ações, contra valores em dinheiro, termos e condições das aquisições), o que inclui o prazo máximo de duração da aprovação da assembleia, que não pode exceder a cinco anos (na vigência da redação original da Diretiva 77/91/CEE, o prazo era justamente de 18 meses, conforme sugestão proposta nesta minuta).

Essa sugestão de que a operação contratada deva ser liquidada no prazo de até 18 meses pode ser prejudicial ao mercado brasileiro, pois não nos parece seguir a lógica dos ordenamentos que lhe servem de inspiração. As nossas sugestões tampouco visam a tornar o regime brasileiro idêntico ao europeu, mas apenas garantir certa flexibilidade no tocante ao estabelecimento de prazos máximos para as operações. Da maneira como sugerimos, mantemos o prazo sugerido

originalmente, mas condicionamos a observância de tal prazo apenas à contratação de uma operação aprovada, independentemente de seu prazo de liquidação.

10) Artigo 6º, Inciso I

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;~~

Justificativa:

Adequação de redação tendo em vista a nova redação proposta para acordo com o artigo 3º, inciso IV (item 4, pp. 14-15)

11) Artigo 6º, § 2º

§ 2º O disposto ~~no inciso III deste artigo não se aplica neste artigo também se aplica~~ à celebração de contratos derivativos de liquidação financeira referenciados em ações de própria emissão da companhia.

Justificativa:

Os argumentos expostos na Seção II deste Ofício buscaram destacar as diferenças entre os derivativos de liquidação física e financeira (ver páginas 7-11 do presente ofício), ressaltando a particularidade destes no que se refere à preservação da integridade do capital das companhias. Levando em conta as características específicas dos derivativos de liquidação financeira destacadas na referida Seção, a aplicação do dispositivo em questão a esses instrumentos poderia impedir a contratação de operações, mesmo que observadas as demais condições previstas na Nova 10.

No momento da contratação de derivativos de liquidação financeira, as partes contratantes não sabem quem será a parte devedora da operação no vencimento e quanto será devido por esta parte. Assim, a companhia não tem um parâmetro objetivo para dizer se possui recursos

disponíveis para a contratação do derivativo de liquidação financeira, impedindo-a, na prática, de contratar derivativos de liquidação financeira.

Isso faz com que a exigência de verificação de saldo de lucros e reservas seja, além de ineficaz dentro desse contexto, complexa. Imagine-se, por exemplo, uma companhia que tenha adquirido uma opção de compra de suas próprias ações, com liquidação exclusivamente financeira, em bolsa. Uma vez pago o prêmio para aquisição dessa opção, a companhia não teria mais nenhum risco ao seu patrimônio, uma vez que: (a) ou irá exercer a opção, em situação em que isso lhe seja vantajoso, e, com isso, receberá um valor da contraparte; ou (b) não exercerá a opção e arcará com a perda do prêmio pago.

Deve-se notar que não há vinculação adicional efetiva do patrimônio da companhia (o que poria em risco o capital social). Portanto, exigir, v.g., que a companhia detenha saldo de lucros e reservas disponíveis em montante suficiente para que as ações referenciadas no derivativo de liquidação financeira fossem efetivamente adquiridas parece destoar das consequências práticas decorrentes da utilização desse tipo de derivativo. Assim sendo, sugerimos sua exclusão dos contratos tutelados pelo presente dispositivo.

12) Artigo 6º, § 3º

§ 3º A existência de recursos disponíveis deve ser verificada, pela diretoria da companhia aberta, com base nas últimas demonstrações financeiras divulgadas nos seguintes momentos:

Justificativa:

Pretendemos deixar claro que será a diretoria da companhia que verificará se há saldo de recursos disponíveis no momento em que for celebrada a operação. Dessa forma, evitamos dúvidas sobre que órgão da companhia será o responsável por esse controle.

13) Artigo 6º, § 3º, Inciso II, inclusão do parágrafo 4º

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

§ 4º Para fins do disposto no inciso III do caput e considerando o disposto no inciso II do § 3º, a companhia deve possuir recursos disponíveis para adquirir as ações subjacentes ao contrato derivativo.

Justificativa:

Além dos argumentos já expostos para as sugestões de modificação feitas ao artigo 6º, § 2º (item 11, pp. 21-22), sugerimos a inclusão do conceito de que o valor pelo qual deverá ser verificada a existência ou não de saldo contábil para a realização da operação de um derivativo de liquidação física deva ser o contra valor em dinheiro necessário para que a companhia pudesse, na data da contratação do derivativo, adquirir todas as ações que sejam subjacentes ao derivativo, independentemente de conceitos de exposição financeira efetiva.

14) Artigo 7º

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

Justificativa:

Entendemos e apoiamos a preocupação dessa D. CVM em proteger a liquidez do mercado de capitais brasileiro, por meio da imposição de limites quantitativos da titularidade de ações em circulação que podem ser adquiridas pela companhia. Ainda assim, entendemos que o limite de 10% das ações em circulação poderia ser revisitado neste oportuno momento, especialmente considerando os desenvolvimentos internacionais sobre o assunto.

Como é de conhecimento de V. Exas., os Estados Unidos nunca tiveram um limite objetivo da quantidade de ações de própria emissão que uma companhia poderia adquirir. No caso americano, os limites se baseiam mais em uma “*business judgement rule*” dos administradores e, em alguns Estados, no conceito de utilização de saldo contábil disponível (*surplus*). Existem diversos testes contábeis aplicáveis que visam a tutelar o interesse dos credores, mas, em princípio, não existe limite objetivo de manutenção de ações em tesouraria.

Também na Europa ocorreram desenvolvimentos recentes sobre o assunto. Como se sabe, a Diretiva 2006/68/CE do parlamento Europeu e do Conselho alterou o artigo 19, n.1, “b” da redação original da Diretiva 77/91/CEE de 1976 para excluir o limite anteriormente vigente de forma comunitária na União Europeia (os mesmos 10% - muito embora fossem “do capital subscrito” e não do capital em circulação). Hoje, portanto, a norma comunitária europeia deixou de exigir um limite máximo objetivo de ações em tesouraria, deixando a critério dos Estados-Membros a flexibilização correspondente (conforme nova redação dada ao art. 19, n.1, da Diretiva 77/91/CEE de 1976 pelo art. 1º, item 4 da Diretiva 2006/68/CE de 2006). Por exemplo, a Itália aumentou o limite presente no art. 2.357 do Código Civil Italiano de 1942 de 10% para 20% do capital social total emitido no caso de companhias abertas, por meio de Lei de 2009 (Lei 33, de 9 de abril de 2009).

Parece-nos oportuna a reavaliação dessa restrição, tendo em vista: (i) mesmo que mantido o percentual de 10%, ele se aplica no Brasil às ações “em circulação” e não às ações efetivamente emitidas; (ii) o movimento internacional é de reavaliação do limite; e (iii) os interesses dos credores da companhia, por si só, não deveriam ser importantes nessa análise – uma vez que o requisito de utilização do saldo de lucros e reservas disponíveis é mantido em sua integralidade –, apenas o risco de diminuição da liquidez da companhia.

Cabe destacar, ainda, que a liquidez das ações de emissão da companhia será preservada também pelas regras de *free float* mínimo estabelecidas nos diferentes níveis de governança da BM&FBovespa. A companhia não poderá manter ações em tesouraria, caso isso reduza o *free float* de suas ações a um patamar inferior ao estabelecido pela bolsa de valores. Assim, a mudança de limite proposta acima também não colocaria em risco a liquidez das ações companhia.

15) Artigo 7º, Inciso I, § 1º

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

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

Justificativa:

Sociedades “sob controle comum” seriam sociedades controladas pelo controlador da companhia aberta, sem relação societária direta com a própria companhia aberta, ou seja, não seriam sociedades coligadas ou controladas da companhia aberta, pois estas já estariam abrangidas no referido inciso I.

Dessa forma, sociedades “sob controle comum” seriam “veículos” detidos pelo controlador da companhia aberta, e, portanto, as ações de emissão da companhia aberta detidas por tais veículos devem ser consideradas ações detidas pelo próprio controlador, ainda que de forma indireta.

Considerando que as ações detidas pelo controlador não são incluídas no percentual referido no *caput* do artigo 7º da Nova 10 e considerando, ainda, que as ações detidas por sociedades “sob controle comum” devem ser consideradas ações detidas pelo próprio controlador (ainda que de forma indireta), sugerimos excluir a referência a sociedades “sob controle comum” do inciso I, parágrafo 1º do artigo 7º.

Ademais, cumpre mencionar que a Lei das S.A. veda apenas as operações realizadas pela companhia, diretamente, com suas próprias ações, e, no art. 244, veda as participações recíprocas constituídas por meio da negociação apenas por coligadas e controladas da companhia (pressupondo a Lei, corretamente, que a aquisição de ações da companhia aberta por suas controladas ou coligadas pode ser entendida como uma forma indireta de negociação pela própria companhia). Dessa forma, a Lei das S.A. não impõe o regime jurídico restritivo às sociedades sob controle comum, de modo que houvesse por bem sugerir a essa D. CVM que opte por manter a orientação da Lei das S.A.

16) Artigo 7º, § 1º, Inciso II

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

Justificativa:

A sugestão tem por objetivo melhor definir a exposição assumida em razão de contratos derivativos ou de liquidação diferida, traduzida aqui como a quantidade de ações que potencialmente poderão ser adquiridas por meio de derivativos de liquidação física. Dessa forma, fica claro que a companhia não pode deter ou ter o direito de deter em tesouraria ações em quantidade superior ao limite imposto por este artigo.

17) Artigo 7º, § 2º

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

I – ~~a quantidade de ações referenciadas em i~~ Instrumentos derivativos que confirmam exposição ~~comprada econômica~~ às ações de emissão da própria companhia ~~podem ter sua exposição não pode ser~~ compensada com ~~a exposição de quantidade de ações referenciadas em~~ instrumentos derivativos que produzam efeitos ~~econômicos~~ inversos, ~~devendo o resultado ser somado ao número de ações mantidas em tesouraria apenas na hipótese de a compensação resultar em uma exposição comprada nas ações de emissão da própria companhia.~~

Justificativa:

Entendemos que, em se tratando da aquisição de ações por meio de derivativos de liquidação física, deve ser possível compensar as posições futuras da companhia, representadas pela exposição comprada às ações da própria companhia, pois essa exposição representa a quantidade

que a companhia terá direito de efetivamente deter em tesouraria no vencimento de todos os instrumentos de derivativos.

No entanto, a compensação deve ser limitada de forma que a companhia fique impedida de compensar a posição futura vendida em instrumentos de derivativos com a quantidade de ações detidas à vista. Assim, não será possível ultrapassar o limite máximo imposto por este artigo, compensando as diferentes posições.

Esta justificativa está em linha com os comentários apresentados por esta Associação para a inclusão dos derivativos na nova redação do artigo 12 da ICVM nº 358 (item 23 abaixo, pp. 33-35).

18) Artigo 7º, § 2º, Inciso II

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

Justificativa:

Reconhecemos a preocupação da D. CVM em relação às condições de liquidez de mercado e sua relação com os contratos derivativos, porém reiteramos que, tal como refletido em diversos dos argumentos apresentados na Seção II, a influência dos derivativos de liquidação exclusivamente financeira sobre a liquidez de mercado é, relativamente, limitada.

O argumento levado a cabo pela D. Autarquia no Edital em análise destaca que a celebração de instrumentos derivativos de liquidação financeira “frequentemente produz efeitos similares à aquisição de ações pelo investidor, na medida em que a contraparte desse investidor no contrato derivativo tende a adquirir ações para fins de proteção patrimonial”.

Não obstante, como já argumentamos anteriormente, a compra das ações pela contraparte instituição financeira como estratégia de *hedge* não necessariamente implica uma redução de liquidez de mercado. Levando em conta o “custo” em termos dos requerimentos de capital acarretado por essa estratégia, a instituição financeira contraparte que assim procede usualmente aluga tais ações, na ponta doadora, e, assim, as ações retornam ao mercado.

Outrossim, outras formas de gerenciamento de *hedge* podem incluir estratégias que não necessariamente implicam a aquisição das ações, “retirando” liquidez do mercado, como (i) o *hedge* dinâmico; (ii) *netting* de exposições sem a necessidade de realizar compras das ações.

Por fim, e de modo complementar, a companhia, ao contratar um derivativo de liquidação exclusivamente financeira referenciado nas ações de sua própria emissão, terá que divulgar essa informação ao mercado, conforme previsto na Alteradora da 358. Isso permite o exercício da “disciplina de mercado” pelos demais investidores, isto é, que decidam a partir das informações recebidas, caso julguem apropriado, por reverter suas posições em mercado ou se desfazer de seus ativos.

Diante do exposto, sugerimos excluir os contratos com liquidação exclusivamente financeira do dispositivo em questão, mantendo somente aqueles instrumentos que preverem liquidação física.

19) Artigo 7º, § 4º, Inciso II

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

Justificativa:

A proposta visa a clarificar o entendimento.

20) Artigo 9º, § 2º

~~§ 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas.~~

Justificativa:

Solicitamos a exclusão deste parágrafo, pois, para aquelas ações que tenham direito de voto, esse não pode ser retirado delas, a não ser em caso de expressa previsão legal, como ocorre no caso

das ações efetivamente em tesouraria (art. 30, § 4º da Lei das S.A.) – o que não é caso das ações que as instituições financeiras eventualmente possam vir a adquirir em decorrência da celebração de derivativos com seus clientes companhias abertas. Nos casos que houver conflitos de interesse no exercício de direitos inerentes a essas ações pelas instituições financeiras que as titulam, a saída deveria ser a avaliação *a posteriori* da existência ou não de conflito de interesses no exercício do direito de voto, nos termos da Lei das S.A. e da jurisprudência dessa D. CVM.

21) Capítulo V – Presunção de regularidade de operações realizadas em mercados organizados

A ANBIMA, como voz de seus associados, gostaria de destacar a louvável iniciativa da D. CVM em sugerir a inclusão deste capítulo, referente à “presunção de regularidade” (*safe harbor*) em operações do emissor com suas próprias ações, na Nova 10. Nós compreendemos as razões que levaram a D. Autarquia a estabelecer nas disposições desse capítulo, buscando atribuir ao jogo econômico dos agentes regras mais bem definidas, garantindo maior segurança jurídica aos processos de negociação de ações de própria emissão.

Por outro lado, reconhecemos também que é pouco comum a adoção, no Brasil, de presunções regulatórias como estratégia de regulação – diferentemente de outros países, onde essa forma de atuação é comum, como, v.g., nos Estados Unidos. Entre nós, são poucas as normas dessa D. CVM que atribuem uma presunção relativa a determinado fato ou ato, de maneira que nos parece ser desejável que o próprio regulador **oriente o mercado quanto à extensão e funcionamento da presunção**, utilizando-se para tanto dos atos normativos que a lei lhe permite editar.

Quanto ao conteúdo dessa orientação que sugerimos, tendo em vista que a norma que inspirou a presunção sugerida por essa D. CVM é, ao que nos pareceu durante as discussões internas do Edital, a Rule 10b-18 da SEC, entendemos que ela deve abranger: (i) que o cumprimento dos critérios da presunção é voluntário; (ii) que a companhia deverá observar os quatro critérios em cada operação de recompra, individualmente consideradas; (iii) que a falta de atendimento, em um dia, de qualquer um dos requisitos da presunção retirará a presunção de todas as operações da companhia naquele mesmo dia; (iv) que, mesmo atendidos os critérios, a CVM ainda assim poderá exercer sua pretensão punitiva com relação a essas operações, observado o item “vi”

adiante; (v) que inexistirá qualquer presunção de irregularidade caso um emissor não siga os requisitos da presunção, o que é mais importante em nossa visão; e (vi) que a presunção estabelecida tem por objeto precípua impor a essa D. CVM a coleta de outros elementos probatórios, **em adição aos quatro critérios** previstos na presunção, para poder fundamentar a pretensão acusatória de manipulação, quando as recompras estiverem protegidas pela presunção – ou seja, em nossa visão, a presunção se reflete em um elemento de inversão de prova.

Esse conteúdo que sugerimos é o mesmo que a SEC optou por esclarecer aos agentes norte-americanos no contexto da Rule 10b-18.

Relembramos que ela optou por introduzir “notas preliminares” (*preliminary notes*) à Rule 10b-18, na reforma implementada em 2003 a essa regra. Aliás, a SEC, em toda ocasião de implementação ou publicação de reformas a essa regra, tende a seguir a estratégia de reforçar o funcionamento dessa mecânica, que não é tão intuitiva, tendo, até mesmo, uma seção inteira de Perguntas e Respostas em sua página dedicada apenas ao funcionamento dessa norma – são 39 perguntas do mercado e correspondentes respostas da SEC¹¹.

A primeira das “notas preliminares”, de que falamos acima (e que é a relevante para nossa discussão), possui, como é de conhecimento de V. Exas., a seguinte redação: “Seção 240.10b-18 garante ao emissor (e seus compradores relacionados) com um ‘porto seguro’ contra responsabilidade por manipulação de acordo com a Seção 9(a)(2) e o § 240.10b-5, ambos do [Securities Exchange] Act **exclusivamente** tendo por base as condições de forma, momento, preço e volume das suas recompras, quando os emissores recompram suas ações no mercado seguindo os requisitos de forma, momento, preço e volume dados pela Regra. Como um ‘porto seguro’, o atendimento do § 240.10b-18 é **voluntário**. No entanto, para poder usufruir dos benefícios do porto seguro, o as recompras de um emissor devem satisfazer (**em bases diárias**) cada uma das quatro condições da seção. A falha em observar **qualquer uma das quatro** condições irá retirar **todas as recompras do emissor do porto seguro naquele dia**. Além disso, o ‘porto seguro’ não está disponível para aquelas recompras que, embora realizadas em cumprimento técnico com a

¹¹ <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504.htm>.

Regra, sejam parte de um plano ou esquema para fraudar a legislação federal sobre valores mobiliários”¹².

Adicionalmente, rememore-se que a Rule 10b-18(d) dispõe textualmente sobre a ausência de presunção de irregularidade caso o emissor não siga os requisitos da norma: “d) Outras compras. Nenhuma presunção será atribuída às recompras de um emissor, ou comprador relacionado, de violação das regras antimanipulação das seções 9(a)(2) ou 10(b) do Ato, caso as recompras do emissor, ou do comprador relacionado, não tenham sido feitas atendendo as condições específicas dos parágrafos (b) e (c) desta seção”^{13,14}.

Por último, no que se refere à questão probatória acima mencionada, a Pergunta 1 da seção de perguntas e respostas da página da SEC aborda justamente este ponto. A pergunta refere-se à eventual existência de uma proteção absoluta contra acusações de manipulação, caso as recompras tenham sido feitas sob o manto dos requisitos do “porto seguro”, ao que a SEC responde: “Não. Algumas recompras de ações feitas por emissores em atendimento aos requisitos da Regra ainda assim podem violar as normas antimanipulação previstas no Exchange Act. (...) Portanto, independentemente do fato de as recompras de um emissor atenderem tecnicamente as condições da regra 10b-18, o ‘porto seguro’ não estaria disponível **quando todas as circunstâncias e fatos envolvendo a atividade de recompra são levados em consideração (em**

¹² Tradução livre do original: “Section 240.10b-18 provides an issuer (and its affiliated purchasers) with a “safe harbor” from liability for manipulation under sections 9(a)(2) of the Act and § 240.10b-5 under the Act *solely* by reason of the manner, timing, price, and volume of their repurchases when they repurchase the issuer’s common stock in the market in accordance with the section’s manner, timing, price, and volume conditions. As a safe harbor, compliance with § 240.10b-18 is voluntary. To come within the safe harbor, however, an issuer’s repurchases must satisfy (on a daily basis) each of the section’s four conditions. Failure to meet any one of the four conditions will remove all of the issuer’s repurchases from the safe harbor for that day. The safe harbor, moreover, is not available for repurchases that, although made in technical compliance with the section, are part of a plan or scheme to evade the federal securities laws”.

¹³ “d) *Other purchases*. **No presumption shall arise that an issuer or an affiliated purchaser has violated the anti-manipulation provisions** of sections 9(a)(2) or 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78i(a)(2) or 78j(b)), or § 240.10b-5 under the Act, **if the Rule 10b-18 purchases of such issuer or affiliated purchaser do not meet the conditions specified in paragraph (b) or (c) of this section”.**

¹⁴ Não descuidamos do fato de que, de um ponto de vista de Direito Brasileiro, não haveria sequer possibilidade jurídica da existência de tal “presunção de irregularidade” por esta D. CVM. No entanto, entendemos ser útil aos agentes do mercado ter uma orientação clara da CVM nesse sentido.

outras palavras, fatos e circunstâncias adicionais aos critérios de volume, preço, momento, e forma de aquisição) (...)¹⁵.

Em resumo, acreditamos que, tendo em vista especialmente a novidade do conceito de “presunções de regularidade” para fins de avaliação de atos de manipulação de mercado e a complexidade de compreensão intuitiva de alguns dos conceitos acima, seria bastante proveitoso ao mercado brasileiro a inserção de uma clara orientação da CVM quanto a esses pontos. Na visão deste grupo, o melhor ato normativo da CVM para orientar o mercado quanto ao funcionamento dessa presunção (cujo conteúdo poderia ser similar ao acima sugerido) seria uma **Nota Explicativa**¹⁶.

22) Art. 10, exclusão do Inciso V

~~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.~~

Justificativa:

Considerando a inspiração da D. CVM para a introdução de um *safe harbor* na regulamentação do mercado de capitais brasileira, qual seja, a mencionada Regra 10b-18(d) da SEC, a introdução do item V como um dos critérios de definição da presunção de regularidade parece ir além dos elementos contidos na regra americana, incorporando critérios fixados em outros arcabouços regulatórios, nomeadamente, o da União Europeia¹⁷.

¹⁵ “No. Some issuer repurchase activity that meets the safe harbor conditions may still violate the anti-fraud and anti-manipulation provisions of the Exchange Act. (...)Therefore, regardless of whether an issuer’s repurchases technically satisfy the conditions of Rule 10b-18, the safe harbor would not be available if the repurchases are fraudulent or manipulative, **when all the facts and circumstances surrounding the repurchases are considered (i.e., facts and circumstances in addition to the volume, price, time, and manner of the repurchases)**. (...)”.

¹⁶ Que, aliás, já foi usada para esclarecer o conteúdo e alcance das normas da ainda vigente Instrução CVM 10/80, regulando também os negócios com as próprias ações.

¹⁷ Regulamento nº 2.273/2003 da Comissão Europeia.

Conforme consta no Regulamento 2.273/03 e na Diretiva 2003/6/CE, da Comissão Europeia, o emissor deve se abster, durante sua participação num programa de recompra, de “vender ações próprias ao longo do período de vida do programa” (art. 6º (1)). A regra, contudo, não detalha os fundamentos dessa vedação, que podem ser associados a um posicionamento inconsistente da companhia em mercado durante a realização de suas operações de recompra, que pode dar origem a violações relacionadas à negociação com informações privilegiadas ou tentativas de manipulação de mercado.

A mera venda de ações no mercado à vista durante os programas de recompra, contudo, não é suficiente para caracterizar nenhuma dessas violações, podendo refletir tão somente condições efêmeras dos mercados, que a companhia busca suplantar por meio dessas operações.

Além disso, ainda que a presunção de regularidade prevista não se estenda aos contratos derivativos, a possibilidade de utilização destes torna as operações realizadas no mercado à vista apenas uma fatia das reais exposições das companhias. Em outras palavras, tendo em vista que existem modalidades de operações por meio das quais uma companhia pode vender ações de sua emissão sem, entretanto, reduzir sua posição de ações em tesouraria (e.g., compra sintética mediante celebração de contratos derivativos com liquidação por meio de entrega física das ações), o que passa a ser relevante para fins de manipulação privilegiada ou *insider trading* é a alteração – no caso, a redução – da posição líquida em ações.

III. Comentários à Alteradora da 358

23) Artigo 12, parágrafo 2º, inciso II - Inclusão da alínea “a”

II – à celebração de quaisquer instrumentos financeiros derivativos referenciados em 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 que produzam efeitos inversos.

Justificativa:

As sugestões apresentadas têm por objetivo refletir a mesma lógica adotada para os comentários da Nova 10 no que diz respeito à possibilidade de compensação das exposições assumidas em instrumentos derivativos, mantendo a inclusão de derivativos no cálculo dos patamares.

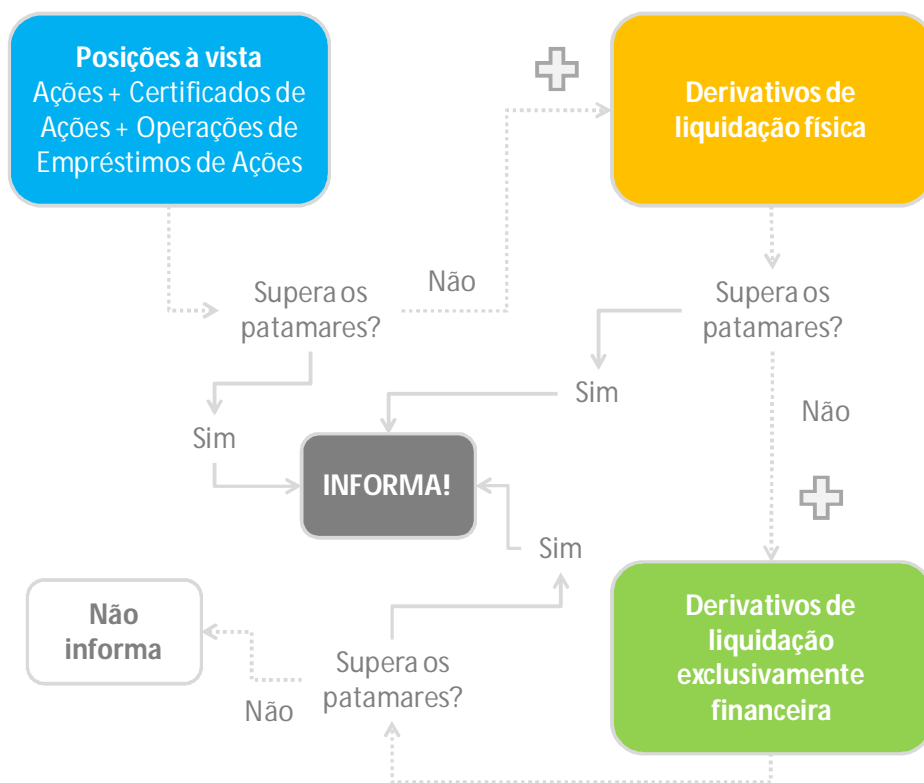
Outrossim, entendemos ser louvável o esforço da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) dessa CVM em publicar, anualmente, Ofício-Circular com orientações gerais sobre diversos procedimentos a serem observados por companhias abertas, incluindo o disposto no artigo 12 da ICVM nº 358, motivo pelo qual aproveitamos a oportunidade da Audiência Pública ora em comento para esclarecer se o procedimento abaixo descrito para verificação dos patamares estaria em consonância com o entendimento dessa Autarquia, conforme segue (refletindo as alterações acima sugeridas):

“Árvore de decisões” para verificação dos patamares:

- (i) Primeiro nível de decisão: verificação das posições detidas à vista, incluindo ações, certificados de ações (e.g., ADRs) e operações de empréstimo de ações (ponta tomadora ou doadora), sempre de forma líquida, mediante a compensação de posições compradas e vendidas. Se o resultado atingir um dos patamares para divulgação previstos no artigo 12, o acionista deve informar; caso contrário, seguir para o próximo nível de decisão.
- (ii) Segundo nível de decisão: verificação das posições correspondentes aos direitos sobre as ações e demais valores mobiliários, incluindo exposições assumidas em contratos derivativos com liquidação mediante a entrega física de ações, sempre de forma líquida, mediante a compensação de posições compradas e vendidas. Se o resultado do primeiro nível acrescido do resultado do segundo nível atingir um

dos patamares para divulgação previstos no artigo 12, o acionista deve informar; caso contrário, seguir para o próximo nível de decisão.

- (iii) Terceiro nível de decisão: verificação das posições correspondentes aos contratos derivativos com liquidação financeira, sem a entrega física de ações, sempre de forma líquida, mediante a compensação de posições compradas e vendidas. Se o resultado do primeiro nível, acrescido ao resultado do segundo nível, acrescido ao resultado do terceiro nível atingir um dos patamares para divulgação previstos no artigo 12, o acionista deve informar; caso contrário, não haverá obrigação de informar.



Em qualquer dos casos acima, havendo a obrigação de informar, o acionista deve incluir no seu relatório toda e qualquer operação relacionada com as ações.

Dada a relevância do tema, o grupo entende que essa Autarquia poderia incluir esclarecimentos e orientações quanto ao procedimento acima descrito no referido Ofício-Circular editado pela SEP.

24) Artigo 12, § 6º

§ 6º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão das informações, ~~assim~~ nos mesmos termos em que forem 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.

Justificativa:

Sugerimos o ajuste de redação, no sentido de esclarecer que a obrigação do Diretor de Relações com Investidores é limitada à transmissão das informações à CVM, e que a informação será transmitida nos mesmos moldes em que for recebida.

Além disso, caso seja aprovada a exclusão do § 4º do artigo 12, os §§ 5º e 6º deverão ser reenumerados para §§ 4º e 5º, respectivamente.

25) Artigo 15-A, § 1º, Inciso I

~~— sejam formalizados por escrito perante o conselho de administração e por ele aprovados antes da realização de quaisquer negociações;~~

Justificativa:

Sugerimos a exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo conselho de administração. O conselho é o órgão responsável por fixar a orientação geral dos negócios da sociedade, sem que haja necessidade de avaliar, individualmente, os planos de investimento.

Além disso, seria uma exposição muito grande àqueles que detêm um plano de investimento, ainda mais em se tratando de companhias nas quais a remuneração em ações é obrigatória (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.921/2010). Por fim, trata-se de burocracia que não se justifica - os membros do conselho não devem ter ingerência nos planos individuais de investimento. As outras formalidades devem bastar para formalização de um plano adequado às normas e aos regulamentos. Alternativamente, sugerimos a formalização dos planos de investimento perante o Diretor de Relações com Investidores. Nesse caso o inciso I, poderia ser substituído por "I - sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores".

26) Artigo 15-A, § 1º, Inciso II

II – estabeleçam o compromisso irrevogável e irretroatável de seus participantes de ~~investir~~ negociar valores e quantidades previamente estabelecidos, nas datas nele previstas;

Justificativa:

A redação proposta pode induzir à interpretação de que só é possível a aquisição de ações no âmbito do plano de investimento. Sugerimos a substituição do termo "investir" por "negociar" para abarcar também a alienação de ações.

27) Artigo 15-A, § 4º

~~§ 4º - O conselho de administração deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados.~~

Justificativa:

Em linha com a sugestão apresentada no artigo 15-A, § 1º, I, no que diz respeito à exclusão da necessidade de aprovação dos planos de investimento pelo conselho de administração, sugerimos que o conselho de administração não seja o órgão competente para fiscalizar a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento. A partir do momento em

que o conselho de administração não deve ser o responsável pela aprovação dos planos, não deverá ser responsável pela fiscalização.

Caso seja aceita a sugestão alternativa do artigo 15-A, § 1º, I, no sentido de os planos de investimento serem formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores, entendemos que o Diretor de Relações com Investidores passará, também, a ser responsável pela fiscalização. Dessa forma, o § 4º poderia ser alterado para "§ 4º O Diretor de Relações com Investidores, ou órgão ao qual ele tenha delegado tal função, deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados."

28) Artigo 15-A, § 5º

~~§ 5º Os beneficiários dos planos de investimento deverão ser indicados em lista anexa à política de negociação da companhia.~~

Justificativa:

Sugerimos a exclusão dessa obrigatoriedade, pois não visualizamos vantagens na publicidade dos beneficiários dos planos de investimento. A divulgação das informações com esse nível de detalhamento pode, inclusive, evitar que as pessoas queiram aderir ao plano de investimento.

29) Artigo 15-B, Inciso II e Artigo 15-B, Inciso II, alíneas "a" e "b"

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) ~~os responsáveis pela execução das negociações e~~ 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 ~~os responsáveis por decisões de investimento para a carteira~~ de seus clientes.

Justificativa:

A redação sugerida no Edital de Audiência Pública para a alínea “b” do inciso II do novo art. 15-B da Instrução CVM nº 358 trouxe dificuldade de interpretação. A conexão do trecho final do inciso II (“transmissão de informações confidenciais entre os responsáveis pela execução das negociações e”) com a primeira parte da alínea (“os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada”) parece correta. Porém, a integração do trecho final (“e de seus clientes”) com a redação do inciso II e com o trecho inicial da alínea não parecia adequada. Causou preocupação a possibilidade de interpretação de que a CVM pudesse estar a exigir segregação entre o responsável pela execução das negociações da carteira discricionária objeto do art. 15-B e os responsáveis pela gestão discricionária de recursos de quaisquer outros clientes do gestor discricionário. Tal interpretação levaria à necessidade impraticável de indicação de um gestor exclusivamente dedicado para a gestão discricionária de cada carteira individual objeto do novo art. 15-B. Essa interpretação não seria razoável, o que nos levou à conclusão de que a redação não refletiu a real intenção da CVM para essa disposição.

A redação acima visa a adequar o texto ao que acreditamos ter sido a intenção da CVM quanto ao conteúdo da disposição.

Vale destacar a diferença de contexto entre a redação do novo art. 15-B da Instrução CVM nº 358 e a redação correspondente do novo art. 15-C, para a qual não pleiteamos alteração.

30) Artigo 15-B, Parágrafo Único

~~Parágrafo único. As pessoas que fizerem jus à prerrogativa prevista neste artigo deverão ser identificadas em lista anexa à política de negociação da companhia.~~

Justificativa:

Idem, justificativa do item 28 acima.

31) Artigo 20, Parágrafo Único

Parágrafo único. ~~Presume-se não serem~~ ~~Não se consideram~~ negociações indiretas aquelas realizadas por fundos de investimento de que sejam cotistas as pessoas mencionadas nesta Instrução, desde que o regulamento do fundo não preveja influência dos cotistas nas decisões de negociação nem no exercício de direito de voto com relação aos ativos da carteira e o gestor da carteira tenha adotado controles internos adequados e efetivos para a segregação de atividades, o tratamento adequado de informações confidenciais e a vedação de negociação em posse de informação privilegiada, nos termos previstos na regulamentação, de modo que tais fundos não sejam exclusivos, nem suas decisões de negociação ~~do administrador~~ não possam ser influenciadas pelos cotistas.

Justificativa:

A alteração proposta por essa D. CVM para o art. 20, inciso II da Instrução CVM nº 358 introduziu, nesse artigo, importante distinção com relação às operações realizadas por gestores discricionários de carteira, refletindo a sugestão de criação do novo art. 15-B, a ser incluído na Instrução. Não obstante, acreditamos que, por simetria, a lógica que orientou a criação do art. 15-B deveria prevalecer também, em termos gerais, com relação às operações de fundos de investimento exclusivos referidas no próprio parágrafo único do art. 20 da Instrução.

Da perspectiva da regulamentação de fundos de investimento, segundo decisão do próprio Colegiado da CVM (com a qual, diga-se de passagem, a autorregulamentação da ANBIMA sobre o tema é coerente), “a ingerência direta dos cotistas nas decisões de investimento de um fundo, seja ele exclusivo ou não, deve acontecer por meio de estruturas de governança formalizadas, como comitês de investimento, ou órgãos assemelhados, para que se preserve a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões e se possa averiguar a diligência que as cercou” (Decisão do Colegiado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/08, grifo nosso).

No que se refere aos controles de negociação relevantes, quando há independência na decisão (não há influência na gestão discricionária segregada), tais controles, com relação às posições das

carteiras dos fundos, deveriam ser feitos pelo gestor discricionário da carteira do fundo, considerando a totalidade dos recursos sob gestão discricionária.

Como revelam as próprias decisões da CVM sobre o tema¹⁸, os principais objetivos do art. 12 da Instrução CVM nº 358 são: (i) prover ao mercado informações sobre a distribuição dos direitos políticos entre os acionistas, permitindo que se vislumbrem os acionistas ou grupos de acionistas capazes de influenciar a administração da companhia, bem como de exercer determinados direitos coletivos previstos em lei ou em regulamento; e (ii) informar aos investidores sobre a formação ou o desfazimento de blocos acionários que possam afetar a dispersão acionária e a liquidez das ações em mercado.

Nos casos em que a premissa do ponto de vista regulatório seja a de decisão independente do gestor com relação à operação do fundo de investimento, o cumprimento desses objetivos é feito de modo mais adequado sob o pressuposto de que a comunicação relativa ao art. 12 seja realizada pelo responsável pela decisão de investimento, e, ao menos no que se refere às posições das carteiras discricionárias de fundos de investimento, a inferência de que haveria necessariamente negociação indireta pelo cotista pelo fato de o fundo ser exclusivo gera distorções .

Nos termos do parágrafo único do art. 20, o cômputo da participação caberia ao investidor (cotista) que, na hipótese, não tem influência sobre o voto. No caso, é o gestor discricionário do fundo quem exerce o direito de voto com relação aos valores mobiliários da carteira do fundo. Tampouco seria desejável o eventual estabelecimento de controles simultâneos ou cômputo em duplicidade pelo gestor e pelo investidor. A caracterização de negociação indireta pelo cotista (investidor) deveria estar restrita à situação em que o cotista influencia as decisões do gestor, podendo então influenciar o exercício do direito de voto relativo aos ativos componentes da carteira do fundo.

Com relação às demais vedações estabelecidas na Instrução CVM nº 358, para assegurar a independência e lisura da decisão de investimento do gestor discricionário da carteira do fundo de investimento, a sugestão estabelece alguns requisitos, em certa medida similares àqueles

¹⁸ Processo Administrativo CVM RJ2011/2324, bem como os Processos Administrativos CVM RJ2004/2728 e RJ2003/10947 e Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2009/1365 nele referidos.

sugeridos pela própria CVM para o art. 15-B, mas que apenas reforçam obrigações já previstas na regulamentação.

Dessa forma, a sugestão visa a corrigir generalização, a que uma leitura literal da Instrução CVM nº 358 poderia levar, de que as negociações por fundos exclusivos são invariavelmente negociações indiretas do cotista, haja ou não influência. Entendemos que somente quando houver possibilidade de influência pelo cotista, nos termos admitidos pela regulamentação, as negociações deveriam ser consideradas negociações indiretas do cotista.

A redação sugerida, ao estabelecer presunção relativa, busca proteger condutas regulares de gestores e investidores que observem a regulamentação aplicável, mas teve o cuidado de preservar a possibilidade de a CVM, em caso de desvio concreto de conduta, apurar as irregularidades e tomar as medidas disciplinares cabíveis.

Por fim, ponderamos que, embora a norma submetida à audiência pública não tenha proposto originalmente alterações diretamente na redação do parágrafo único do art. 20, mas apenas em seu inciso II, acreditamos que a discussão da sugestão é oportuna e está relacionada às demais alterações propostas para a Instrução CVM nº 358 no edital.

Sendo, então, o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a ocasião para renovar os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

original assinado por

Marcio Guedes Pereira Junior

Presidente do Comitê de Finanças Corporativas e Diretor da

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais