

Modesto Carvalhosa  
Nelson Eizirik  
Ariadna Bohomoletz Gaal  
Antonio Carlos Verzola  
Carlos Gustavo Carvalho Escobar  
Maria Lucia de Araujo Cintra  
Flávia Weiner Parente Martins  
Marcus de Freitas Henriques  
Renata Brandão Moritz Serpa Coelho  
Andrea Pires da Costa Braga  
Luís André N. de Moura Azevedo  
Alexandre Chede Travassos  
Juliana Botini Hargreaves Vieira  
Ana Carolina Weber  
Adriana M. R. Ferreira  
Felipe Ronco  
Luiz Fernando Martins Kuyven  
Luiza P. da Cunha P. de Oliveira

RIO DE JANEIRO  
R. Santa Luzia, 651 - 34º andar  
Rio de Janeiro RJ Cep 20021-903  
Tel.: (21) 3906-8200 / 2240-4724  
Fax: (21) 2262-7784  
eizirik@eizirik.com.br

SÃO PAULO  
R. José Maria Lisboa, 1139  
São Paulo SP Cep 01423-001  
Tel.: (11) 3083-5055 Fax: 3083-6610  
carvalhosa@carvalhosa.com.br  
www.carvalhosaeizirik.com.br

Rio de Janeiro, 03 de fevereiro de 2014.

À  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM**  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Rio de Janeiro/RJ - Cep: 20050-901

**Ref.: Audiência Pública SDM nº 11/13**

Prezados Senhores,

Vimos, por meio desta, apresentar nossos comentários e sugestões às 2 (duas) Minutas de Instrução objeto da Audiência Pública em epígrafe ("Minutas"), as quais visam respectivamente a (i) substituir as Instruções CVM nºs 10/1980 e 390/2003, regulando as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de quaisquer derivativos nelas referenciados ("Nova 10"); e (ii) alterar a Instrução CVM nº 358/2002, com a finalidade de (a) incorporar as novas regras que se fazem necessárias dadas as inovações trazidas pela Minuta mencionada no item anterior e (b) disciplinar de forma mais clara a divulgação de informações quando um investidor adquire participação relevante em companhia aberta, inclusive por meio de derivativos ("Alteradora da 358").

Os dispositivos das Minutas objeto de nossos comentários e sugestões serão transcritos na medida em que forem analisados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS  
CVM - DEDE  
1548

**❖ COMENTÁRIOS E SUGESTÕES À MINUTA I – “NOVA 10”**

**Artigo 1º, caput; Artigo 2º, §3º; Artigo 5º, parágrafo único; e Artigo 6º, §2º:**

***“Art. 1º. Esta Instrução regula a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão e de derivativos nela referenciados.”***

***“Art. 2º. (...) § 3º. As companhias abertas somente podem realizar operações com derivativos referenciados em ações de sua emissão em conformidade com o disposto neste artigo.”***

***“Art. 5º. (...) Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se aos contratos derivativos celebrados pela companhia aberta referenciados em ações de sua emissão.”***

***“Art. 6º. (...) § 2º. O disposto neste artigo também se aplica à celebração de contratos derivativos referenciados em ações de própria emissão da companhia.”***

Todos os dispositivos acima transcritos visam a estender as regras da Nova 10 às negociações, pelas companhias abertas, com derivativos referenciados em ações de sua emissão.

Em nosso entendimento, para que a CVM alcance o objetivo pretendido, basta manter o disposto no *caput* do artigo 1º da Nova 10, o qual determina que a *“Instrução regula a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão e de derivativos nela referenciados”*.

A nosso ver, este texto é suficientemente claro no sentido de que quaisquer regras da Nova 10 devem ser aplicadas não apenas às negociações pelas companhias abertas com ações de sua própria emissão, mas também às negociações com derivativos nelas referenciados.

Assim, entendemos ser desnecessária a repetição deste comando em relação a regras específicas da Nova 10, como ocorre no artigo 2º, §3º, no artigo 5º, parágrafo único, e no artigo 6º, §2º, motivo pelo qual sugerimos a exclusão destes dispositivos.

**Artigo 3º, inciso I, combinado com Artigo 5º, caput:**

***“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% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação;”***

***“Art. 5º. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão deve ser liquidada em até 18 (dezoito) meses a contar da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.”***

O artigo 3º, inciso I, da Nova 10 submete à aprovação da assembleia geral a negociação com ações de própria emissão de companhia aberta, quando esta tiver por objeto mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação, ainda que tal negociação se dê por meio de “*diversas operações isoladas*”.

Ocorre que o referido inciso não fixa qualquer limite temporal dentro do qual devem ser realizadas as ditas “*operações isoladas*”.

Ainda que o *caput* do artigo 5º da Nova 10 estabeleça um prazo de 18 (dezoito) meses para a liquidação dos negócios aprovados pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, sugerimos que este mesmo prazo também conste da redação do artigo 3º, inciso I, para que se evitem interpretações equivocadas.

**Artigo 3º, inciso II, combinado com §4º:**

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

*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; (...)*

*§ 4º. Para fins do inciso II do caput, considera-se cotação de mercado a média da cotação, ponderada pelo volume, nos 10 (dez) 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.”*

O artigo 3º, inciso II, da Nova 10 condiciona a negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão à prévia aprovação pela assembleia geral quando a operação **“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”** (grifamos).

Disto depreende-se que a Nova 10 – ao contrário da Instrução CVM nº 10/1980, atualmente em vigor – permite que as companhias abertas negociem ações de sua própria emissão fora dos mercados organizados de valores mobiliários, sendo que, dependendo do preço pago, a operação deverá ser submetida à assembleia geral ou ao conselho de administração, nos termos do artigo 3º, §1º.

Em nosso entendimento, contudo, a regra da Instrução CVM nº 10/1980 que obriga que as negociações pelas companhias abertas com ações de sua própria emissão sejam efetuadas em bolsa de valores não deveria ser alterada.

De acordo com a regra em vigor, a companhia aberta que desejar alienar as ações de sua emissão mantidas em tesouraria **não** tem a opção de escolher a contraparte compradora da operação, ficando obrigada a contratar com aquele que oferecer melhores condições dentre os acionistas e os potenciais investidores.

Como se sabe, tal previsão regulamentar tem como objetivos básicos (i) conferir transparência às negociações com as próprias ações; e (ii) garantir a igualdade de condições para todos os acionistas e os potenciais investidores.

Evidentemente, esta igualdade de tratamento é assegurada pelo fato de as operações realizadas em bolsa de valores permitirem a participação equitativa de todos os agentes de mercado, inclusive dos próprios acionistas da companhia.

Diante disso, entendemos que o afastamento desta regra prejudicará o tratamento igualitário atualmente assegurado aos acionistas e investidores nas operações de aquisição e alienação de ações da própria emissão de companhia aberta.

Em nossa opinião, a submissão das operações à assembleia geral não será suficiente para afastar os riscos decorrentes da modificação da regra vigente, mesmo porque a competência da assembleia geral dependerá do preço praticado em comparação às cotações de mercado. Ou seja, nos demais casos, as operações poderão ser aprovadas exclusivamente pelo conselho de administração.

Ademais, a outorga à assembleia geral da competência para deliberar sobre as negociações com ações da própria emissão inevitavelmente ensejará uma enorme gama de discussões sobre hipóteses de impedimento de

voto dos acionistas em decorrência da configuração ou não de benefício particular e conflito de interesses.

Face ao exposto, sugerimos que o inciso II, do artigo 3º, da Nova 10 seja excluído, mantendo-se a vedação quanto à negociação privada, por companhia aberta, de ações de sua emissão. Se tal sugestão for aceita, o §4º deste dispositivo também deverá ser excluído, uma vez que seu conteúdo faz referência expressa a este inciso.

Por outro lado, se a sugestão de exclusão do inciso II não for acatada, sugerimos ao menos que o prazo previsto no §4º do artigo 3º seja aumentado de 10 (dez) para 30 (trinta) dias, o que propiciará que a tomada de decisão por parte dos acionistas se dê com base em dados mais consistentes.

**Artigo 5º, caput:**

***“Art. 5º. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão deve ser liquidada em até 18 (dezoito) meses a contar da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.”***

A nosso ver, a redação do *caput* do artigo em tela poderia ser aprimorada, pois não está claro qual seria o significado da expressão “liquidada”. Com efeito, não é possível saber se a “liquidação” a que se refere o dispositivo está relacionada ao pagamento do valor das ações adquiridas pela companhia aberta ou à posterior alienação de tais ações.

**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;”***

O artigo 6º, inciso I, determina que é vedada a aquisição, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão pertencentes ao acionista controlador.

Porém, a nosso ver, o fato de as ações pertencerem ao acionista controlador não deveria configurar um impeditivo para a negociação.

Ao invés disso, sugerimos que a negociação, por companhia aberta, com ações de sua própria emissão que pertençam ao acionista controlador seja submetida à prévia aprovação da assembleia geral, desde que, evidentemente, seja suprimido o seu voto.

Nesse sentido, sugerimos que se exclua do artigo 6º, inciso I, o trecho “*ou pertencentes ao acionista controlador*” e que seja inserido um novo inciso no artigo 3º, da Nova 10, nos termos anteriormente expostos.

**Artigo 6º, incisos I, II e III:**

***“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.”***

Em nosso entendimento, o objetivo da CVM neste dispositivo era o de fixar que a configuração de qualquer uma das situações elencadas nos incisos I, II ou III seria suficiente para ensejar a vedação prevista no *caput*.

Todavia, a utilização da palavra “e” ao final do inciso II pode equivocadamente dar a entender que a vedação apenas se aplica se as 3 (três) situações estiverem cumulativamente preenchidas. Para evitar esta interpretação, sugerimos que, ao final do inciso II, a palavra “e” seja substituída pela palavra “ou”.

**Artigo 6º, §6º:**

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

***§ 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.”*** (Sublinhamos).

Em nosso entendimento, tal dispositivo impõe uma obrigação excessiva e não razoável aos administradores de companhia aberta. Com efeito, da forma como está redigido, os administradores da companhia aberta passarão a ter uma verdadeira obrigação de resultado, o que excede o dever de diligência que lhes é imposto pela Lei das S.A..

Por esta razão, entendemos que a redação do artigo 6º, §6º, *caput*, da Nova 10 deveria ser alterada para: ***“os administradores só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for o caso, propor sua aprovação pela assembleia geral, se tiverem agido com diligência para verificar que (...)”***.

**Artigo 8º, parágrafo único:**

***“Art. 8º. A companhia deve alienar ações em tesouraria 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.”***

Este dispositivo estabelece que, uma vez constatado que o saldo de recursos disponíveis da companhia foi excedido, conforme apurado em suas últimas demonstrações contábeis divulgadas, seja promovida a alienação de ações em tesouraria *“em até 4 meses a contar do momento em que detectar a necessidade de aliená-las”*.

Entendemos que, tal como previsto na parte final do artigo 14 da Instrução CVM nº 10/1980, o parágrafo único, do artigo 8º, da Nova 10 também deveria conter a ressalva de que, findo o prazo de alienação, as ações excedentes deverão ser canceladas.

Nesse sentido, sugerimos que a redação deste dispositivo passe a ser: “A alienação deve ocorrer em até 4 meses a contar do momento em que detectar a necessidade de aliená-las, nos termos do caput, **findo o qual devem ser canceladas**”.

### **Artigo 10:**

**“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.”**

O artigo 10 da Nova 10 estabelece que, uma vez cumpridas as condições enumeradas em seus incisos, as aquisições de ações de própria emissão realizadas em mercados organizados de valores mobiliários serão presumidas de acordo com as normas que vedam a criação de condições

artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas.

Apesar de compreendermos a intenção do regulador ao redigir este dispositivo, entendemos que, concretamente, o preenchimento cumulativo de todas as condições nele previstas será inviável, o que o torna letra morta. Por esta razão, sugerimos excluí-lo integralmente.

❖ **COMENTÁRIOS E SUGESTÕES À MINUTA II – “ALTERADORA DA 358”**

**Artigo 2º:**

***“Art. 2º. A Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, passa a vigorar acrescida dos seguintes arts. 15-A, 15-B e 15-C: (...)***

***Art. 15-B. A negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no art. 13, por parte das pessoas listadas no art. 15-A também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos no referido artigo, for realizada por pessoa jurídica que:***

***I – tenha sido contratada para gerir discricionariamente a carteira do investidor, inclusive no tocante aos valores mobiliários investidos e ao momento em que as operações venham a ser realizadas;***

***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.***

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

**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, 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 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.”**

O artigo 2º desta Minuta pretende incorporar à Instrução CVM nº 358/2002, os artigos 15-A, 15-B e 15-C.

O artigo 15-B estabelece que a negociação de ações de emissão da companhia aberta no período referido no artigo 13, por parte das pessoas listadas no artigo 15-A, também será permitida se, alternativamente à adoção dos procedimentos previstos neste artigo, for realizada por pessoa jurídica que cumpra os requisitos estabelecidos nos incisos I e II.

Da mesma forma, o artigo 15-C determina que a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão, no período referido no artigo 13, será permitida se for executada por pessoa jurídica integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que preencha as condições previstas nos incisos I e II.

Como se depreende da leitura da transcrição acima, o inciso “II” destes 2 (dois) novos artigos impõe a mesma exigência, qual seja, a de que a aludida pessoa jurídica *“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.”*

A nosso ver, será impossível, na prática, demonstrar a existência e a efetividade de controles que impeçam que os responsáveis pela execução das negociações transmitam informações confidenciais às pessoas jurídicas contratadas para realizar esta função.

Em vista disso, sugerimos que os artigos 15-B e 15-C sejam excluídos do artigo 2º da Alteradora da 358. Caso esta sugestão não seja acatada, entendemos que a exigência constante do inciso II dos artigos 15-B e 15-C deveria ser suprimida, tendo em vista a absoluta impossibilidade de sua observância na prática.

Sendo estas as considerações que entendemos oportunas, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,