



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/21 – PROCESSO CVM SEI Nº 19957.007979/2016-41

Objeto: Alteração da Instrução CVM nº 472, de 2008, para inclusão de vedação expressa ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de fundo de investimento imobiliário.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para resumir e consolidar as manifestações recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 08/21 (“AP 8/21”), bem como apresentar as respectivas respostas da CVM sobre elas¹.

A AP 8/21 recebeu comentários do público entre os dias 14 de dezembro de 2021 e 11 de fevereiro de 2022. A audiência teve como objeto minuta de resolução (“Minuta”) propondo alterações pontuais na Instrução CVM nº 472, de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a distribuição pública de cotas e a divulgação de informações dos fundos de investimento imobiliário (“FII”), de modo a propiciar um tratamento regulatório mais específico e sistematizado ao ilícito de uso de informações relevantes ainda não divulgadas ao público (denominadas “privilegiadas”) no âmbito do mercado secundário de cotas de FII.

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

A partir de manifestações de participantes, foi identificado que a matéria aqui tratada podia ser incorporada a outro projeto – a Audiência Pública SDM nº 08/20 (“AP 8/20”), cujo objetivo é estabelecer o novo marco regulatório para os fundos de investimento brasileiros. Esse aproveitamento é possível porque, embora apresentadas para o caso específico dos FII, as sugestões podem ser adaptadas para inclusão na nova regra de fundos de investimentos (Resolução CVM nº 175, de 2022), dado a matéria potencialmente alcançar qualquer cota de fundos fechados negociada em mercado organizado.

Sugestões relativas a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva.

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informacional e acessório às Resoluções editadas. Ele não expressa necessariamente o entendimento do Colegiado da CVM quanto à correta interpretação e alcance das normas editadas. Seu objetivo é subsidiar as discussões internas e promover transparência acerca do posicionamento da Autarquia em relação às sugestões recebidas na Audiência Pública.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma

1	Participantes.....	2
2	Comentários gerais.....	2
3.	Alcance da regulamentação	3
4.	Fatos relevantes	4
5.	Presunções	6
6.	Plano de investimento.....	8
7.	Alinhamento com Resolução CVM 44.....	9
8.	Isenção de responsabilidade	10
9.	Dever de sigilo	11

1 Participantes

Participaram da Audiência Pública: (i) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (ii) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”); (iii) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (iv) Benzecry & Pitta Advocacia Especializada (“Benzecry & Pitta”); (v) Gustavo Gonzalez Advogados; (vi) Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (“SEAE/ME”); e (vii) Zetta.

2 Comentários gerais

Os participantes consideraram oportuna a iniciativa da CVM, uma vez que os FII são cada vez mais negociados pelo público em geral, tornando necessária uma ação preventiva à prática de negociação com base em informação relevante não tornada pública.

Dentre os benefícios da ação para o mercado, foram citados: (i) permitir uma ação preventiva mais objetiva das áreas de **compliance** e de supervisão de mercado; (ii) alinhamento da regulamentação do FII à Resolução CVM nº 44, de 2021; e (iii) favorecer a concorrência no mercado de FII, vez que busca coibir distorções injustas no preço desses ativos.

Foi lembrado, ainda, que a iniciativa está alinhada com a experiência internacional, dado que a **Securities and Exchange Commission** também tem aperfeiçoado suas regras relativas ao **Real Estate Investment Trust** no tocante à prática de **insider trading**. Nesse sentido, ANCORD destaca que estudos acadêmicos² apontam que os veículos de investimento imobiliário negociados em bolsa são passíveis da

² Prof. Daniel Taylor, do Wharton Forensic Analytic Lab.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

prática de **insider trading**, o que tem mobilizado a SEC no constante aperfeiçoamento das regras, citando como exemplo a proposta de alteração da Rule 10b5-1³.

ANBIMA manifestou concordância com relação à regulamentação do **insider trading** nos FII. Contudo, solicitou maior clareza acerca da base legal considerada pela CVM para a edição da nova norma, tendo em vista as normas citadas no preâmbulo da Minuta, bem como o conteúdo da decisão no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ-2013-1730.

SEAE/ME pondera que a presunção relativa proposta pela minuta normativa poderia estar contida em lei ordinária, conferindo-lhe maior segurança jurídica. Aponta para o que eventualmente pode ser tido como uma fragilidade jurídica da proposta, dada a inexistência de previsão legal expressa acerca da possibilidade de a CVM fixar normativamente presunções relativas a respeito do emprego de informação privilegiada em negociações no mercado de valores

Embora o objeto central da AP 8/21 tenha sido coibir a negociação de cotas quando se dispõe de informação privilegiada, o edital estimulou o público a se manifestar sobre pontos da regulamentação que sejam correlatos à matéria. Em resposta, foram recebidas manifestações relacionadas à definição de fato relevante para fins dos fundos de investimento, bem como várias outras sugestões que se propõem a complementar a plataforma regulatória.

Em resposta ao apontamento feito por ANBIMA, o fundamento é a combinação entre os arts. 4º, IV, “c”, e art. 21-A da Lei nº 6.385, de 1976, reforçado pelo art. 3º da Lei nº 8.668, de 1993.

Por oportuno, ainda em atenção ao comentário da ANBIMA, cabe registrar que a iniciativa regulatória de que trata este relatório busca evitar a discussão suscitada no âmbito do precedente administrativo mencionado. No mesmo sentido, em resposta à observação da SEAE/ME, considera-se que a legislação acima referida confere poderes normativos para a CVM regulamentar a matéria.

3. Alcance da regulamentação

SEAE/ME sugere que a regra proposta na Minuta seja aplicada aos fundos fechados em geral, evitando eventual distorção competitiva entre fundos com essa característica.

B3 considera particularmente pertinente o aproveitamento da regra para os Fundos de Infraestrutura (FI-Infra) e para os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIAGRO), tendo em vista a similaridade de ambos com os FII.

³ [Code of Federal Regulation – CFR](#) - Title 17, Chapter 2, Part 240, Subpart A § 240.10b5-1



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Benzecry & Pitta sugere que a CVM busque coibir o uso indevido de informações privilegiadas de forma extensiva a todos os valores mobiliários, não restringindo as disposições que visam delimitar as hipóteses de presunção de acesso às informações privilegiadas ao mercado de ações e às cotas de FII.

Em sentido contrário, ANBIMA considera que o foco da regulamentação deve recair sobre os fundos de investimento imobiliário de alta liquidez no mercado secundário. Deste modo, entende ser prudente que a regulamentação do **insider trading** seja inicialmente voltada apenas para os FII indexados ao IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários). À medida que o regulador e o mercado acumulem experiência com os FII de alta liquidez, e com um debate mais aprofundado sobre a regulamentação das demais categorias de fundos fechados, seria possível identificar melhor os ajustes necessários para a correção de eventuais problemas.

De modo geral, ANBIMA acredita que os candidatos à extensão da regulamentação deveriam ser os fundos com dinâmica de negociação semelhante aos dos FII negociados em bolsa, particularmente os fundos de investimento em participações.

Considerando as propostas e argumentos apresentados, sobretudo acerca da conveniência de um tratamento uniforme para os demais fundos fechados que são negociados em mercados organizados de valores mobiliários, a CVM optou por estender a regulamentação para todas as classes de cotas constituídas em regime fechado. Assim, a disciplina da matéria, conforme resultante desta AP 8/21, passa a constar da regra geral dos fundos de investimento (arts. 45 e 46 da Resolução CVM 175).

4. Fatos relevantes

Gustavo Gonzalez Advogados argumenta que o critério de relevância previsto no inciso III do § 1º do art. 41 da Instrução CVM 472⁴ não deveria ser pressuposto de um dever autônomo de divulgação de ato ou fato relevante, nem tampouco da infração de uso indevido de informações privilegiadas. Desse modo, sugere a exclusão do inciso III do § 1º do art. 41 da Instrução CVM 472.

ANBIMA defende que devem ser divulgadas como ato ou fato relevante apenas as informações internas do fundo, que acarretem algum impacto tributário, e desde que o administrador, no limite de suas atribuições, tenha conhecimento da informação. Desse modo, não deveriam ser consideradas fatos

⁴ § 1º Considera-se relevante, para os efeitos do inciso IV, qualquer deliberação da assembleia geral ou do administrador, ou qualquer outro ato ou fato que possa influir de modo ponderável:

...

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

relevantes as informações que são de conhecimento público e que impactem toda a indústria dos FII, bem como as situações que são aplicáveis apenas a determinados cotistas, por estarem relacionadas à situação dos próprios cotistas.

ANBIMA propõe, ainda, a inclusão de dispositivo similar ao § 1º do art. 3º da Resolução CVM 44⁵, a fim de prever que os prestadores de serviço do fundo tenham a obrigação de comunicar ao administrador qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento, já que cabe ao administrador o ônus de sua divulgação.

Além disso, ANBIMA sugere inclusão de dispositivo prevendo expressamente que a utilização de “comunicado ao mercado” também se aplica aos FII, nos casos em que a informação não afete o valor das cotas ou a decisão de negociação dos investidores.

Zetta sugere a inclusão de dispositivo prevendo situações que devem ser consideradas relevantes, de forma análoga ao que estabelece o inciso V do § 1º do art. 13⁶ da Resolução CVM 44, pois traria maior segurança jurídica aos operadores do mercado. Faz proposta de redação⁷ que se vale de um critério de materialidade (5% do patrimônio líquido do fundo) para evitar que operações imobiliárias de baixo impacto sejam classificadas como informações sensíveis.

B3 sugere a inclusão de dois novos exemplos de matérias relevantes: (i) estudos ou análises sobre a realização de oferta pública de aquisição de cotas; e (ii) a solicitação de resgate de cotista relevante. Propõe, ainda, redação no sentido de que qualquer emissão de cotas, seja ela aprovada pela assembleia de cotistas ou via capital autorizado, enquadra-se nos critérios de relevância estabelecidos na regulamentação.

A sugestão de Gustavo Gonzalez Advogados foi acolhida, de modo que o conteúdo do inciso III do §1º do art. 41 da Instrução CVM 472 não consta da definição de ato ou fato relevante disposta na regra

⁵ Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, devem comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, ao qual cumpre promover sua divulgação.

⁶ são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão;

⁷ são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de compra e venda de imóveis, cessão de recebíveis decorrentes de contratos de locação, incorporação imobiliária ou qualquer outra operação de natureza imobiliária cujo valor, individual ou agregado, ultrapasse 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo auferido nas últimas demonstrações financeiras auditadas e divulgadas na forma da regulamentação vigente;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

geral de fundos de investimento, conforme resultante da AP 8/20, e tampouco constará do Anexo Normativo referente aos fundos imobiliários.

A proposta de ANBIMA foi parcialmente acatada. A relevância da informação para a formação de preços não decorre de questões tributárias somente, de forma que a regra não foi alterada a partir dessa observação e sugestões decorrentes. Por outro lado, consta do art. 64, **caput**, da nova regra de fundos de investimento que é obrigação dos demais prestadores de serviços do fundo – não somente do gestor – informar ao administrador qualquer fato relevante de que tenham conhecimento.

Ainda em atenção ao comentário da associação, cabe esclarecer que nada impede a utilização de “comunicado ao mercado” para dar ciência ao público de informações que não são relevantes para a formação de preços, mas, a juízo do administrador, merecem disseminação.

A proposta de Zetta não foi acolhida, embora possua bom fundamento material, haja vista a impossibilidade de já se estabelecer um índice quantitativo de materialidade que corresponda às práticas da indústria de fundos. A restrição remanesce mesmo que a sugestão ficasse restrita aos FII, conforme formulada.

Com relação à manifestação de B3, quanto à solicitação de resgate de cotista relevante, não se pode afirmar, a priori, que toda solicitação de resgate de cotista relevante tem o condão de influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos demais cotistas de manter ou vender suas cotas, de forma que a sugestão não foi acolhida.

Já a proposta de B3 com relação à relevância de toda emissão de cotas de classes fechadas foi acatada, tendo sido incluído um dispositivo na regra geral (art. 64, § 3º, da Resolução CVM 175), contendo exemplos de atos ou fatos relevantes aplicáveis a classes fechadas de qualquer categoria de fundo, que inclui essa hipótese.

5. Presunções

ANBIMA sugere que a presunção de conhecimento de informações relevantes alcance também os diretores, funcionários e colaboradores do gestor que executem tarefas de controle. Ademais, ANBIMA questiona a presunção de acesso à informação relevante por parte do diretor de administração fiduciária, por ser mais frequente que a informação relevante seja originada ou detectada inicialmente no âmbito da gestão, antes de chegar ao conhecimento do administrador, que exerce atividade segregada da gestão e normalmente presta serviço para diversos gestores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A associação argumenta, ainda, que, similarmente, o consultor especializado também pode ter acesso à informação antes do diretor de administração fiduciária, que, uma vez adotada a presunção, estará obrigado a fazer prova negativa de que não detinha a informação. A associação considera essa presunção inapropriada.

Em adição ao diretor responsável do administrador fiduciário, B3 sugere incluir na listagem os demais diretores, funcionários e colaboradores do administrador que executem tarefas relacionadas à gestão da carteira de ativos. Sugere, ainda, acrescentar (i) o representante dos cotistas, ao exercer as funções de fiscalização dos empreendimentos ou investimentos do fundo; e (ii) os cotistas que tenham influência sobre as decisões de gestão da carteira de ativos, em linha com o art. 21 da Resolução CVM 44. Com base nas citadas sugestões, B3 propõe ajustes redacionais decorrentes, assim como a inserção de um novo dispositivo, contendo um recorte mais claramente delimitado do alcance das presunções e vedações.

SEAE/ME considera que a presunção relativa acerca da existência do uso de informações privilegiadas não precisaria inverter o ônus da prova para o regulado, que, na verdade, deveria ter o ônus de impugnar o ato administrativo da CVM que fixasse tal presunção. E, caso impugnado o ato, a controvérsia seria resolvida pela teoria geral das provas, ou seja, caberia à CVM o ônus da prova, haja vista que os atos administrativos demandam ser fundamentados e provados.

Zetta propõe a inclusão de dispositivo estabelecendo que a vedação de negociação de posse de informação privilegiada não se aplica a subscrições de novas cotas emitidas pelo fundo, previsão análoga à do § 4º do art. 13⁸ da Resolução CVM 44. Embasa sua proposta na existência de regras específicas para ofertas públicas de valores mobiliários (Resolução CVM 160, de 2022), que regulam a divulgação de informações antes, durante e depois de implementada a oferta. Zetta faz sugestão de texto contemplando sua proposta.

A sugestão de ANBIMA não foi acolhida: não foram incluídos agentes ligados aos controles do gestor, nem tampouco elidida a presunção relativa ao diretor responsável do administrador fiduciário. O fundamento foi a decisão de manter a utilização da ferramenta limitada aos diretores mais diretamente vinculados ao fundo. Cabe registrar que a presunção possui caráter relativo, admitindo prova em sentido contrário justamente para melhor calibrar a aplicação da regra aos casos concretos.

⁸ A proibição de que trata o **caput** não se aplica a subscrições de novos valores mobiliários emitidos pela companhia, sem prejuízo da incidência das regras que dispõem sobre a divulgação de informações no contexto da emissão e oferta desses valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A proposta de B3 foi parcialmente acatada. Por um lado, não foi acolhida a sugestão de estender a presunção relativa à administração fiduciária para além do diretor responsável, nem tampouco a proposta de se inserir um texto mais prescritivo na delimitação de presunções e vedações. Por outro lado, foram acatadas as sugestões de inclusão de presunções relacionadas ao representante dos cotistas e ao cotista que participa da gestão.

No que se refere aos cotistas, cabe esclarecer que, embora o dispositivo não possua paralelo na norma de companhias, trata-se somente de reconhecer que, para fins de conhecimento de informações relevantes, o cotista que participa da gestão materialmente, em diversos aspectos, equipara-se ao gestor. Ressalte-se que não é necessário ao cotista ter influência na gestão, mas tão somente participar dela, de forma que o texto da norma foi adaptado da sugestão, nesse sentido.

Quanto à manifestação de SEAE/ME, cabe ressaltar que não há inversão do ônus probatório e as presunções servem para conferir maior previsibilidade aos regulados acerca de como o regulador tratará a matéria sob uma perspectiva jurídica.

A proposta de Zetta foi parcialmente acolhida. Embora haja mérito na proposta, a replicação da redação contida na Resolução CVM 44 não se mostra plenamente adequada aos fundos, de modo que a ideia foi adotada, porém com redação alternativa. Como é passível de aplicação para todas as categorias de fundos, o dispositivo será incluído na regra geral.

6. Plano de investimento

ANBIMA considera oportuno permitir que as pessoas relacionadas à gestão da carteira de ativos do fundo possam estabelecer planos individuais de investimento ou desinvestimento regulando suas negociações, nos moldes da previsão existente no art. 16 da Resolução CVM 44, com o objetivo de afastar a aplicabilidade das presunções.

Na avaliação de ANBIMA, a utilização de metodologias previamente estabelecidas levaria à determinação objetiva das negociações que venham a ser realizadas, eliminando a discricionariedade da negociação e afastando a possibilidade de ocorrência de **insider trading**. Para tanto, sugere que o **hedge** de risco de mercado (como taxas de juros ou moedas) não constitua impedimento ao atendimento do requisito de não realização de operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento ou desinvestimento, propondo, ainda, que tal sugestão seja estabelecida também na Resolução CVM 44.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Na mesma linha, ANCORD propõe a criação do Programa de Negociação de Ativos Sujeitos a Informações Não-Públicas, baseado no *Form of Rule 10b5-1 Sales Plan*, regramento estabelecido pela SEC. Tal documento prevê um planejamento que deve ser formalmente registrado com, pelo menos, 60 dias de antecedência à divulgação da informação relevante e conter uma regra de negociação com os seguintes elementos: motivação para a negociação, data ou período de negociação, quantidade ou regra de preço para a negociação.

A proposta de criação de um plano de investimento foi acolhida. O dispositivo, baseado na redação sugerida por ANBIMA, consta da regra geral dos fundos de investimento, observado, entretanto, que não foi acolhida a sugestão de se fazer menção expressa às operações de **hedge**, dado que tais operações fazem parte da estratégia de investimento, de forma que podem fazer parte do plano.

7. Alinhamento com Resolução CVM 44

ANCORD solicita que seja prevista hipótese de exceção à imediata divulgação de informações relevantes, conforme é efetuado na Resolução CVM 44. Entende que, da mesma forma que nas companhias abertas, há chance de que eventual divulgação de informações coloque em risco interesse legítimo do FII, como, por exemplo, informações relacionadas a novas aquisições de imóveis, em que a sua divulgação poderia interferir no valor das transações desses imóveis e prejudicar os negócios do fundo. Faz sugestão de redação nesse sentido.

Benzecry & Pitta considera que a imposição de períodos de quarentena nas negociações ou de recomendações mais objetivas a respeito das presunções, como as constantes da Resolução CVM 44, tendem a ser mais eficazes para coibir a prática de **insider trading**.

A posição dos advogados é compartilhada por B3, que propõe a inclusão de dispositivo análogo ao art. 14 da Resolução CVM 44, sugerindo que os diretores, funcionários e colaboradores do gestor e do administrador que tenham acesso prévio às informações financeiras que serão divulgadas sejam impedidos de negociar pelo período estabelecido. A abrangência desses sujeitos decorreria das diferentes formas e arranjos organizacionais internos que podem ser adotados pelos FII, diferentemente da estrutura administrativa menos flexível prevista pela legislação em relação às companhias abertas.

B3 sugere, ainda, a adoção de regra de divulgação de aquisições e alienações relevantes de cotas de FII, similar à prevista no art. 12 da Resolução CVM 44, elencando as informações mínimas necessárias à divulgação e atribuindo ao diretor responsável pelo fundo o dever de divulgar as movimentações relevantes. Com o intuito de evitar custos de observância excessivos aos FII, B3 recomenda que sejam estabelecidos patamares superiores aos previstos na referida resolução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A proposta de ANCORD foi acolhida, tendo sido aproveitada na regra geral, dado que a hipótese aventada pela associação não é exclusiva de carteiras de ativos imobiliários.

A proposta de B3 não foi acolhida. O art. 12 da Resolução CVM 44 tem por objetivo monitorar alterações na composição do controle e da estrutura administrativa da sociedade, por entender que essas informações são relevantes para a formação de preços dos ativos, e não se vislumbra um claro paralelo com o que ocorre com os fundos de investimento – que são condomínios de natureza especial, não sociedades. Isto posto, a criação desse novo requisito normativo não parece trazer benefícios compatíveis para o mercado como um todo.

Embora Benzecry & Pitta tenha apresentado uma sugestão que possui amparo na Resolução CVM 44, no caso específico dos fundos inexistem elementos indicando que a restrição representada pelos períodos de quarentena seria mais eficaz, de forma que a sugestão não foi acatada.

8. Isenção de responsabilidade

ANCORD propõe que seja estabelecida isenção de responsabilidade para os participantes que exerçam função de provedor de liquidez para o mercado, tendo sido contratado anteriormente ao fato relevante pelo administrador do fundo ou pela bolsa. Neste caso, seria observada apenas a necessidade de ser mantido o padrão histórico de negociação. Haveria indício de irregularidade caso a política fosse alterada para promover um aumento ou redução da posição do provedor de liquidez no ativo, produzindo benefício indevido causado pela informação relevante não tornada pública. Faz sugestão de texto nesse sentido.

ANCORD propõe, ainda, isenção de responsabilidade para os participantes, pessoa natural ou jurídica, quando a negociação ocorrer em função de compromisso contratual firmado, no mínimo, a 30 dias do surgimento da informação relevante não divulgada publicamente, ou por determinação de autoridades, ou por força de eventos alheios às operações com o valor mobiliário. Neste caso, seriam incluídas: liquidação de contratos derivativos através da entrega do valor mobiliário, decisão judicial, insolvência, recuperação judicial ou liquidação do titular da posição.

Com relação aos derivativos, ANCORD argumenta que, considerando que foram contratados antes da informação relevante não divulgada, não haveria uma ação dolosa por parte do negociador, mesmo se ele soubesse da informação à data da negociação passiva do valor mobiliário. O mesmo pode ser dito em relação aos eventos que fogem ao controle do negociador, como uma ordem judicial, ou a ocorrência de insolvência, recuperação judicial ou extrajudicial ou falência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Quanto à proposta de ANCORD, entende-se que ficam mais bem acomodadas na produção de provas para afastar as presunções relativas, cabendo esclarecer, em atenção à manifestação de ANCORD com relação ao uso de informação privilegiada em negociação de cotas de fundos de investimento, que não se presume que o **market-maker**, atuando nessa qualidade, negocia as cotas usufruindo da vantagem decorrente da informação privilegiada – desde que, naturalmente, de acordo com o **spread** de compra e venda esperado.

9. Dever de sigilo

Gustavo Gonzalez Advogados propõe que a CVM estabeleça regras que formalizem um dever de sigilo e a proibição ao repasse indevido de informações privilegiadas. Tais medidas seriam complementares às iniciativas propostas no Edital e contribuiriam para o combate ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de FII. Faz sugestão de texto nesse sentido.

A proposta foi acolhida, nos termos do art. 103 da Resolução.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2022.

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

(Assinado eletronicamente por)

CLAUDIO MAES

Gerente de Desenvolvimento de Normas – 2