



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade
Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade
Subsecretaria de Advocacia da Concorrência
Coordenação-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro

PARECER SEI N° 1416/2022/ME

TÍTULO: AUDIÊNCIA PÚBLICA CVM 08/2021

ASSUNTO: Audiência Pública CVM SDM 08/2021, que dispõe sobre minuta de resolução (“Minuta”) propondo alterações pontuais na Instrução CVM nº 472, de 2008, que trata da constituição, administração, funcionamento, distribuição pública de cotas e divulgação de informações dos fundos de investimento imobiliário (FII).

Processo SEI nº 10099.100076/2022-60

I. Introdução

1. A Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (Seae/ME) apresenta, por meio deste parecer, considerações sobre a Audiência Pública SDM 08/2021 (AP/SDM 08)[[i](#)], da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a intenção de contribuir para o aprimoramento do arcabouço regulatório do setor, nos termos de suas atribuições definidas na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Decreto nº 9.745, de 08 de abril de 2019[[ii](#)].
2. A mencionada AP/SDM 08 apresenta minuta de Resolução CVM, com vistas a propor modificações mínimas, mas significativas, 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”)*[[iii](#)].

II. Da Análise

3. **A finalidade nuclear da minuta em exame é a de [...] *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, assim tornando sua caracterização mais objetiva.***[[iv](#)]
4. De acordo com a CVM, [...] *coibir o uso de informação privilegiada tem sido um foco de atenção [desde] [...] 2014, [quando] iniciou o projeto estratégico denominado Insider, buscando aperfeiçoar sua capacidade de identificar indícios, levantar evidências e imputar responsabilidades pelo uso indevido de informação privilegiada. Ademais, [...] a proposta apresentada na Minuta tem por fundamento um internacionalmente consagrado princípio do mercado de capitais, largamente conhecido como “disclose or abstain from trading”.*[[v](#)]
5. Em síntese, a CVM afirma que **as alterações têm como propósito [...] *inserir na regulamentação vedação expressa à negociação de cotas de FII com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, por pessoa que tenha tido acesso a informações que sejam relevantes para as expectativas acerca do valor da cota, antes que tais informações sejam***

divulgadas ao mercado.^[vi]

6. A minuta de Resolução em análise pretende modificar a Instrução CVM nº 472/2008, inserindo nesta a Seção II-A: Uso Indevido de Informação Privilegiada, a qual é composta do art. 42-A. Com efeito, a minuta contém somente este artigo de natureza especificamente normativa/prescritiva, sendo que o Edital da AP/SDM 08 da CVM destaca os seguintes pontos acerca da alteração ora proposta:^[vii]

(a) Estabelece que possa [...] ser presumido que a pessoa que ocupa cargo ou posição com acesso privilegiado à informação conhece fatos relevantes não divulgados ao mercado, e que, portanto, faz uso dessa informação ao negociar o ativo-objeto antes da divulgação da informação ao público;

(b) Estipula que [...] tal presunção é relativa, ou seja, admite prova em contrário, podendo ser afastada caso fique demonstrado, por exemplo, que se tratou de negociação em que não havia interesse em obter ganho indevido em prejuízo do mercado, ou que decorreu de imposição legal, ou mesmo que foi realizada sem que existisse, de fato, informação simultaneamente relevante e ainda não pública. [...]

[Repise-se que] [...] as presunções acima referidas são relativas e devem ser analisadas em conjunto com elementos que indiquem se o ilícito previsto no caput foi ou não, de fato, praticado; e podem, quando for o caso, ser utilizadas de forma combinada, mas não representam requisitos cumulativos;

(c) Permite [...] à CVM se valer de determinadas presunções quando da aplicação da regra a casos concretos, presunções essas que constituem o § 1º do art. 42-A da Minuta; e

(d) Justifica o foco da presente reforma [...] nos FII dada a alta liquidez do mercado secundário desse ativo, mas em uma análise preliminar a regulamentação proposta poderia eventualmente ser replicada à negociação de cotas de fundos fechados em geral.

7. **Entende-se que a prática do uso indevido de informação relevante (ainda não divulgada), segundo Charão e Ribeiro (2019, p. 154), [...] se concretiza quando aquele que negocia valores mobiliários o faz mediante o uso de uma informação [relevante] que ainda não está disponível no mercado. Assim, se aproveita de uma assimetria informacional para obter vantagem desarrazoada em face daquele que, se soubesse da real situação fática que influencia o valor do título, modificaria os termos de negociação em relação ao mesmo negócio.**^[viii]

8. Entretanto, evidenciar tal prática é uma tarefa bastante difícil para o órgão regulador, haja vista a redação aberta do dispositivo legal no que concerne à forma de prova do *insider trading* (art. 155, §4º, da Lei 6.404, de 1976),^[ix] bem como aos requisitos probantes necessários à caracterização do tipo.

9. Neste contexto, apresenta-se como conveniente e oportuna a proposta da CVM para melhor qualificar o também ilícito penal previsto no art. 27-D da Lei 6.385, de 1976.^[x] **Com efeito, o presente texto normativo para os FII, como a própria autarquia reconhece, deveria ser estendido para os fundos fechados em geral.**

10. **Por outro lado, pondera-se que a presunção relativa proposta pela minuta normativa poderia, salvo melhor juízo, estar contida em lei ordinária, conferindo-lhe maior segurança jurídica. Ademais, 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 (via administrativa ou judicial), ou não, o ato administrativo da CVM que fixasse tal presunção. E, impugnado o ato, a controvérsia seria resolvida pela teoria geral das provas, ou seja, caberia a CVM provar o porquê de sua emissão, haja vista que os atos administrativos demandam ser fundamentados e provados.**

III. Do impacto concorrencial

11. Para avaliar os potenciais impactos concorrenciais utiliza-se a metodologia desenvolvida

pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu Guia de Avaliação da Concorrência.^[xi] A metodologia consiste em um conjunto de questões a serem verificadas na análise do impacto de políticas públicas sobre a concorrência. O impacto anticompetitivo pode ocorrer por meio dos seguintes efeitos: (i) limitação no número ou variedade de fornecedores; (ii) limitação na concorrência entre empresas; (iii) diminuição do incentivo à competição e (iv) limitação das opções dos clientes e da informação disponível.

12. **Em relação a tais efeitos, não se observam impactos especificamente de natureza anticoncorrencial na minuta de Resolução apresentadas pela CVM, haja vista tratar-se de norma com escopo abrangente e aplicável indistintamente aos regulados a que se destina, ou seja, envolve todos os FII. Contudo, sugere-se, tal como aventado pelo próprio edital da CVM, que a proposta possa envolver todos os fundos fechados, com vistas a evitar eventual distorção competitiva entre fundos dessa natureza. Do mesmo modo, entende-se que a proposta pode favorecer a concorrência no mercado de FII, tendo em vista que esta proporciona maior segurança jurídica e evita distorção no preço desses ativos, quando da eventual prática de insider trading.**

IV. Melhoria Regulatória e Diminuição dos Custos de Negócios

13. **Em análise referenciada à Instrução Normativa Seae nº 111, de 5 de novembro de 2020,^[xii] não foram observados elementos significativos de onerosidade regulatória com impacto concorrencial.** A análise foi realizada com base no Anexo I dessa norma, o qual oferece critérios orientadores que objetivam verificar as (i) obrigações regulatórias, (ii) requerimentos técnicos, (iii) restrições/proibições regulatórias, (iv) licenciamentos e (v) complexidade normativa.
14. Ademais, a CVM informa que [...] *a disciplina prevista na Minuta não provoca aumento de custos regulatórios para os agentes econômicos ou para o público-investidor; tampouco guarda relação com a despesa orçamentária ou financeira da CVM ou da União, nem tem repercussão sobre políticas públicas de saúde, de segurança, ambientais, econômicas ou sociais. Ou seja, a revisão ora proposta representa um ato normativo de baixo impacto, nos termos do art. 2º, II, [e do art. 4º, II,] do Decreto 10.411, de 2020, e, portanto, encontra-se dispensada de realização de Análise de Impacto Regulatório - AIR.^[xiii]*

V. Conclusão

15. O presente parecer apresentou considerações sobre a documentação disponibilizada na Audiência Pública SDM 08/2021, a qual coloca em consulta pública minuta de Resolução da CVM que “*Altera a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, para incluir vedação expressa ao uso de informação privilegiada em negociações de cotas de fundos de investimento imobiliário.*”
16. **Não foram identificados problemas concorrenciais, nem encontrados elementos significativos de onerosidade regulatória com impacto concorrencial, em razão de que a matéria se relaciona basicamente a identificar objetivamente o uso de informações privilegiadas em transações de cotas de FII em geral. De toda maneira, sugere-se que a Autarquia possa refletir sobre: (a) a eventual 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 informação privilegiada em negociações mobiliárias; (b) o estabelecimento de inversão do ônus de prova ao agente regulado; e (c) a possibilidade de ampliação da proposta para os fundos fechados em geral.**
17. Ante o exposto, esta Secretaria considera que, no âmbito de suas competências e dado o teor da matéria em análise, não cabem recomendações para o aperfeiçoamento do mérito da proposta em tela, dadas as informações disponibilizadas até o presente momento, salvo as

ponderações sugeridas nos itens 10, 12 e 16 deste parecer.

Brasília, 28 de janeiro de 2022.

Documento assinado eletronicamente

ADELMAR DE MIRANDA TÔRRES

Chefe de Divisão de Inovação no Sistema Financeiro

Documento assinado eletronicamente

AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO

Coordenador-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro - Substituto

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

ANDREY VILAS BOAS DE FREITAS

Subsecretária de Advocacia da Concorrência

[i] EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/21 disponível em: <
http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0821.html>. Acesso em 26/01/2022.

[ii] Com redação dada pelo Decreto nº 10.072, de 18 de outubro de 2019.

[iii] EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/21, p. 1.

[iv] Ibidem.

[v] Ibidem.

[vi] Ibidem, p. 2.

[vii] Exposição de Motivos da CP 41 e da 42 Susep, p. 5.

[viii] CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in) eficiência da punição do insider trading à luz da Análise Econômica do Direito e da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review**, v. 10, n. 1, p. 142-157, 2019.

[ix] Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

.....

.....

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

[x] Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

[xi] OCDE (2017). **Guia de Avaliação da Concorrência. Versão 3.0.** Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/49418818.pdf>. Acesso em: 13/07/2021.

[xii] Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-seae-n-111-de-5-de-novembro-de-2020-286706982>. Acesso em 13/07/2021.

[xiii] Art. 2º Para fins do disposto neste Decreto, considera-se:

.....

II - ato normativo de baixo impacto - aquele que:

a) não provoque aumento expressivo de custos para os agentes econômicos ou para os usuários dos serviços prestados;

b) não provoque aumento expressivo de despesa orçamentária ou financeira; e

c) não repercuta de forma substancial nas políticas públicas de saúde, de segurança, ambientais, econômicas ou sociais;

.....

Art. 4º A AIR poderá ser dispensada, desde que haja decisão fundamentada do órgão ou da entidade competente, nas hipóteses de:

.....

.....

III - ato normativo considerado de baixo impacto;

.....

.....



Documento assinado eletronicamente por **Andrey Vilas Boas de Freitas, Subsecretário de Advocacia da Concorrência**, em 31/01/2022, às 09:31, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Aurélio Marques Cepeda Filho, Coordenador(a)-Geral Substituto(a)**, em 31/01/2022, às 13:58, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Adelmar de Miranda Tôrres, Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental**, em 31/01/2022, às 15:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.economia.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **21993939** e o código CRC **37BE81B3**.