



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 11/2013 – Processo CVM nº RJ2008-11441

Objeto: Minuta de instrução sobre as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações;

Alterações na instrução que regula a divulgação de informações sobre negócios de administradores e acionistas com participações relevantes.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 11/2013, que recebeu comentários do público entre os dias 30 de outubro de 2013 e 3 de fevereiro de 2014. A audiência pública teve como objeto duas minutas de instrução:

- (i) a que se propõe a regular a negociação, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações, em substituição à Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980 (“Nova 10”); e
- (ii) a que propôs alterações na Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, a qual dispõe, dentre outras matérias, a respeito da divulgação de informações sobre negócios de administradores e acionistas com participações relevantes (“Alteradora da 358” e, em conjunto com Nova 10, “Minutas”).

A Nova 10 teve por principais objetivos: (i) atualizar as normas da CVM e harmonizá-las com normas internacionais e recomendações da OICV/IOSCO; (ii) incorporar precedentes do Colegiado da CVM; e (iii) abranger operações realizadas com derivativos.

A Alteradora da 358 teve por principais objetivos: (i) manter a consistência com as alterações propostas para a Instrução CVM nº 10, de 1980; e (ii) aperfeiçoar a disciplina a respeito da negociação de ações por parte de administradores e outras pessoas com potencial acesso a informações privilegiadas.

Para descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório está dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários às Minutas; e (iv) proposta definitiva de instrução.



Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores, todos os comentários e sugestões enviados tempestivamente são citados neste relatório de forma resumida.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública SDM nº 11/2013.

2. Participantes

- (i) Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;
- (ii) Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA;
- (iii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA;
- (iv) Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC;
- (v) Banco do Brasil S.A. (“Banco do Brasil”);
- (vi) BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”);
- (vii) Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI;
- (viii) Carlos Augusto Junqueira de Siqueira;
- (ix) Carlos Eduardo Vergueiro;
- (x) Carvalhosa e Eizirik Advogados;
- (xi) CFA Society Brazil (“CFA Society”);
- (xii) Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – CDMCAP;
- (xiii) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC;
- (xiv) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI;
- (xv) Itaú Unibanco Holding S.A. (“Itaú”);
- (xvi) Salusse, Marangoni, Leite, Parente, Jabur, Klug e Périllier Advogados (“Salusse Advogados”);
- (xvii) Santa Fé Portfolios Ltda. (“Santa Fé Portfolios”);
- (xviii) Trindade Sociedade de Advogados (“Trindade Advogados”); e
- (xix) Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto”).



3. Comentários às Minutas

3.1 Comentários gerais

A maior parte das manifestações expressou apoio à iniciativa da CVM de atualizar a regulamentação sobre as matérias objeto da audiência pública.

As Minutas buscaram estender aos contratos derivativos referenciados em ações de emissão de companhia aberta regras que antes se aplicavam somente à negociação direta de tais ações. Como mencionado no Edital, a razão para a equiparação das duas situações é que a celebração de tais contratos derivativos frequentemente é feita com instituição financeira que adquire as ações referenciadas pelo contrato para fins de proteção patrimonial.

Alguns participantes questionaram essa lógica e, por extensão, a lógica das regras específicas dela decorrentes. Manifestaram-se nesse sentido ABBI, ANBIMA e BM&FBovespa, para os quais não se deve assumir que a contraparte do contrato derivativo celebrado necessariamente irá adquirir a totalidade das ações referenciadas para fins de proteção patrimonial.

Além da possibilidade de a contraparte assumir o risco direcional relativo à ação – hipótese mencionada por ANBIMA e BM&FBovespa –, foram mencionadas diversas formas alternativas utilizadas pelos agentes que desejam mitigar tal risco.

ABBI e ANBIMA mencionam que as instituições financeiras em primeiro lugar agregam suas diversas posições, pois muitas vezes diversas posições isoladas e opostas propiciam uma proteção interna, dispensando ou reduzindo a necessidade de ir a mercado comprar ou vender ações em correspondência perfeita com as posições em derivativos. É possível que o hedge das instituições financeiras ocorra, ele próprio, por meio de outros contratos derivativos, e não pela aquisição das ações subjacentes.

Além disso, ainda segundo esses participantes, é comum a opção pelo hedge dinâmico, de modo que, mesmo quando ações são adquiridas para fins de compensar posições em derivativos, isto é feito pela análise constante do descolamento entre preços à vista e o preço médio de contratos futuros, implicando ajustes frequentes das posições à vista detidas. Este argumento também foi levantado por Trindade Sociedade de Advogados.

Adicionalmente, de acordo com ABBI e ANBIMA deve ter-se presente que instituições financeiras usualmente não permanecem com posições à vista, imobilizando altos montantes financeiros em



determinadas ações. Ao contrário, tais posições são disponibilizadas para aluguel e o tomador das ações as assume com todos seus direitos políticos e econômicos.

Finalmente, os participantes consideram comum que os instrumentos derivativos referenciados em ações contenham disposições que afastem a possibilidade de a instituição financeira exercer direitos políticos em nome de sua contraparte e, mesmo sem previsões específicas nesse sentido, isso não costuma ocorrer.

Por todas essas razões, os participantes entendem que a melhor solução não é promover a equiparação pura e simples dos derivativos às aquisições de ações, o que, se fosse levado a efeito, oneraria o uso de um instrumento na maior parte das vezes regular e benéfico ao mercado. Como o mau uso desses instrumentos é excepcional, o ideal seria fiscalizá-lo e puni-lo quando identificado, usando normas já vigentes, como a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979.

De outro lado, Carlos Augusto Junqueira de Siqueira e CFA Society Brazil salientaram o risco do uso de derivativos para incorrer em práticas vedadas pela regulamentação atual e ponderaram que essa é uma situação a ser evitada.

IBRI, por seu turno, não se posicionou sobre a questão por não ter identificado, no que tange a companhias abertas, o uso de derivativos com finalidades descritas pela CVM no edital de audiência pública.

A equiparação entre contratos derivativos e posições à vista não tem por pressuposto que a contraparte desse contrato irá, invariavelmente, adquirir a totalidade das ações referenciadas pelo contrato derivativo.

A CVM compreende que a contraparte pode assumir o risco direcional inerente à posição no contrato derivativo ou pode buscar outras formas para mitigar esse risco, sem adquirir a totalidade das ações, e não põe em dúvida que tal situação, de fato, ocorra muitas vezes.

Contudo, a CVM tampouco pode desconsiderar a hipótese de que a contraparte venha a adquirir a totalidade das ações referenciadas no contrato e, mais do que isso, de o contrato ter sido estruturado justamente para produzir tal efeito. Ainda que se trate de uma hipótese excepcional, por se tratar de um mecanismo capaz de evitar a incidência das demais restrições previstas nas Instruções CVM nº 10, de 1980, e 358, de 2002, essa hipótese tenderá a ocorrer justamente nos casos em que tais restrições se mostrem mais necessárias.



Além disso, a equiparação em questão só implica efetiva restrição no que tange à contratação de derivativos quando cruzados determinados patamares de quantidade e preço ou quando estiverem presentes outras circunstâncias que tornem a operação em questão especialmente relevante.

Finalmente, vale salientar que a equiparação em questão está em linha com recomendações da OICV/IOSCO e com normas adotadas em outras jurisdições.

3.2 Comentários à Nova 10

3.2.1 Aplicação a negociações de ações de própria emissão por coligadas e controladas (art. 1º)

BM&FBovespa defende a exclusão do trecho que estende as normas da Nova 10 às negociações, com ações de emissão de uma companhia aberta, por suas coligadas.

Segundo o participante, uma sociedade pode ter influência significativa sobre outra – o que, portanto, tornaria essa última uma coligada da primeira –, mas tal influência pode não ser tão significativa a ponto de fazê-la cumprir as obrigações decorrentes da Nova 10, já que não haverá entre elas uma relação de controle ou de predominância na composição dos órgãos de administração.

A CVM não considera adequado que uma sociedade sob influência significativa de outra companhia possa negociar com ações de emissão dessa outra companhia sem sujeitar-se às restrições previstas na proposta definitiva de instrução. Frise-se, além disso, que a Instrução CVM nº 10, de 1980, aplica-se, desde a sua edição, a negócios realizados por coligadas, sem histórico de dificuldades nesse sentido.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Ulhoa Canto apresenta sugestão similar, mas com exclusão não só das coligadas, como também de sociedades controladas, já que a CVM não teria competência legal para impor obrigações desse tipo a sociedades que não sejam companhias abertas.

O art. 244, §3º, combinado com o art. 30, §2º, ambos da Lei nº 6.404, de 1976, atribuem competência legal à CVM para disciplinar negociações, com ações de determinada companhia aberta, por parte de suas coligadas e controladas.



3.2.2 Aplicação a negociações de bônus de subscrição (art. 1º)

ABRASCA defende a exclusão do dispositivo que estende as normas da Nova 10 às negociações, pela companhia aberta, de bônus de subscrição e outros valores mobiliários referenciados em ações de sua emissão. A sugestão baseia-se no argumento de que negociações com tais valores mobiliários não afetam o capital social.

A proteção à integridade do capital social não é o único objetivo das normas que disciplinam a negociação, pelas companhias abertas, de valores mobiliários de sua emissão. A prevenção à manipulação de mercado e a práticas correlatas também se insere entre os fins visados por tais normas.

Considerando que outros valores mobiliários de emissão da companhia aberta também são suscetíveis de serem utilizados para tais práticas irregulares, a extensão prevista no art. 1º da Nova 10 mostra-se adequada. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

3.2.3 Vedações a operações potencialmente lesivas ao mercado (art. 2º, §§ 1º e 2º)

ABBI e ANBIMA sugerem que a CVM reveja a vedação a operações “que possam influir no regular funcionamento do mercado”, substituindo-a por uma remissão à Instrução CVM nº 8, de 1979, que já veda práticas irregulares no mercado de valores mobiliários e cujos conceitos já foram interpretados em diversas decisões ao longo dos anos, sendo, portanto, mais familiares aos agentes de mercado.

Na mesma linha, ABRASCA defende a exclusão do dispositivo que contém a vedação em questão, pois considera suficiente a existência da Instrução CVM nº 8, de 1979.

BM&FBovespa, CDMCAP e Ulhôa Canto questionam a vedação a operações “com a finalidade exclusiva de ganhos financeiros a partir de variações esperadas das cotações das ações”.

Na opinião dos participantes, a função de recompras de ações é justamente sinalizar aos investidores que a companhia emissora das ações está subavaliada pelo mercado. A redação da Nova 10 inibiria operações com esse objetivo, pois, se a companhia estiver correta em seu julgamento, a recompra inevitavelmente acarretará ganhos financeiros para si e seus acionistas.

ABRASCA, especificamente, propõe que a Nova 10 não mencione, como potenciais indícios distintos de irregularidade, (i) as sucessivas alternâncias entre compras e vendas e (ii) a elevada



frequência das operações. Sua proposta é que ambos sejam combinados em um único elemento – sucessivas alternâncias com alta frequência –, que passariam a ser o único indício de irregularidade referido pela norma.

Já a BM&FBovespa sugere que a referência a esses indícios seja inteiramente eliminada, dado que as operações de recompra muitas vezes possuem um componente de **market timing** e já existem dispositivos – a presunção de regularidade prevista no art. 10 da Nova 10 e a Instrução CVM nº 8, de 1979, – para separar operações lícitas daquelas que tenham propósito de manipulação de mercado.

Ulhôa Canto também defende a exclusão da referência a indícios de irregularidades, argumentando que não cabe à norma estabelecer de forma abstrata tais indícios, desvinculando-se de uma análise das peculiaridades de cada caso concreto e transferindo o ônus da prova para os administrados.

A CVM compreende que a divergência entre as cotações de mercado e a percepção da administração quanto ao real valor das ações é uma motivação frequente para aquisição de ações de própria emissão. E, de fato, nessas situações, caso os administradores estejam corretos, a cotação tenderá a convergir para o valor justo das ações, necessariamente ocasionando um ganho para a companhia emissora das ações.

A norma não foi estruturada para alcançar esse tipo de situação e não se pretendia que fosse interpretada desse modo. A norma voltava-se a hipóteses de companhias realizarem **day trades**, compras a termo e vendas a descoberto, dentre outras práticas similares, visando um ganho de curto prazo a partir de oscilações circunstanciais das cotações das ações em mercado. Embora esse tipo de atuação seja lícita para os participantes do mercado de modo geral, não é adequada por parte da própria companhia emissora das ações objeto de tal negociação.

Essa lógica vai continuar a orientar as ações de supervisão da CVM quanto a negociações, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão. Contudo, diante das manifestações recebidas e do histórico limitado de companhias atuando nos moldes acima descritos, optou-se pela exclusão do dispositivo em questão.

3.2.4 Necessidade de aprovação pela assembleia geral (art. 3º)

A Nova 10 enumera quatro hipóteses em que as negociações, por companhia, de ações de sua própria emissão precisariam ser previamente aprovadas pelos acionistas.



Apenas CFA Society Brazil fez observações favoráveis à aprovação pelos acionistas, que, na sua opinião, deveria ser exigida sem prejuízo da incidência das restrições que a CVM já impõe em relação a negociações com ações de própria emissão.

Todavia, a maioria dos participantes expressou opinião diversa, posicionando-se contra a necessidade de aprovação pela assembleia geral, em ao menos alguns dos casos indicados pela Nova 10.

ABRASCA, BM&FBovespa, CDMCAP e Ulhôa Canto entendem que, independentemente da quantidade, do preço, da contraparte e dos potenciais efeitos da operação em questão, deve ser preservada a possibilidade de o conselho de administração decidir sobre operações envolvendo ações de própria emissão, desde que haja previsão estatutária para tanto.

Os argumentos nesse sentido dizem respeito principalmente ao custo e ao prazo de realização de assembleias gerais, que seriam relativamente elevados em vista dos benefícios eventualmente trazidos pela aprovação em assembleia geral. Para demonstrar que tais benefícios seriam modestos, os participantes mencionaram, em síntese, que:

(i) em algumas companhias, sobretudo as de maior dispersão acionária, é possível que os acionistas não estejam tão bem preparados como os conselheiros de administração para tomar decisões a respeito de recompras de ações, que demandam maior nível de envolvimento com detalhes da companhia;

(ii) ao inserir ou manter no estatuto cláusula que autorize o conselho de administração a deliberar sobre negociações com ações de própria emissão, os acionistas já terão efetuado a necessária avaliação sobre a questão; e

(iii) os administradores estão sujeitos a deveres fiduciários, o que torna suas decisões mais suscetíveis a controle em casos de desvio, ao contrário do que muitas vezes se passa quanto a decisões tomadas pela assembleia geral.

ABBI, ANBIMA e AMEC também expressaram pontos de vista semelhantes, mas limitaram o pleito de desnecessidade de prévia aprovação pela assembleia geral a algumas das hipóteses originalmente tratadas pela Nova 10, como abaixo comentado.

Para Trindade Advogados, além de ser inconveniente em algumas hipóteses específicas, a determinação de prévia aprovação por assembleia geral excede a competência legal da CVM. Para o participante, trata-se de matéria a ser regulada pelo estatuto, haja vista ser questão de organização interna



da companhia, sobre a qual não há delegação de poderes prevista em lei para que a CVM discipline a questão. Além disso, a CVM estaria retirando dos acionistas a possibilidade de dimensionar o grau de liberdade dos administradores.

Sua proposta seria manter o regime de aprovação prévia pela CVM, a qual ficaria dispensada quando as matérias fossem levadas à assembleia geral pela própria companhia.

A CVM considera adequado que negociações com ações de própria emissão em circunstâncias particularmente suscetíveis de afetar a situação dos acionistas obtenham aprovação prévia por parte desses acionistas. Além de conferir maior legitimidade aos negócios a serem realizados, trata-se de prática em linha com normas adotadas em outras jurisdições, como destacado no edital de audiência pública.

Quanto à competência legal da CVM, a Autarquia entende que a questão está alcançada pelo art. 30, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976. Também cabe acrescentar que as hipóteses que passarão a estar condicionadas à prévia aprovação dos acionistas são hipóteses, atualmente, vedadas pela Instrução CVM nº 10, de 1980, logo não se trata de uma inovação na interpretação das competências regulatórias da CVM.

IBGC sugeriu que se deixe claro que, quando a aprovação em assembleia geral for necessária, a deliberação deve ser tomada sem o voto de eventual parte conflitada com relação à operação.

A CVM considera que a questão já se encontra disciplinada pelo art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976.

3.2.4.1 Necessidade de aprovação em razão da quantidade de ações (art. 3º, I)

ABBI e ANBIMA propõem que a aprovação por parte dos acionistas só seja necessária quando a quantidade de ações negociadas exceder 10% (dez por cento) das ações emitidas.

Para a ABBI, trata-se de um patamar mais razoável em função não só dos custos e prazos de uma assembleia geral, mas também da inclusão dos derivativos no cômputo desse percentual. A ANBIMA apresenta justificativa similar e salienta a conexão dessa proposta com o pleito de elevação do total de ações passíveis de serem mantidas em tesouraria, o qual, se acolhido, tornaria o patamar de 5% (cinco por cento) pouco representativo.¹

¹ V. item 3.2.7 infra.



AMEC e Trindade Advogados, também em razão de custos e trâmites burocráticos associados à realização de assembleias gerais, são contrários à necessidade de aprovação por assembleia geral em função de a quantidade de ações adquiridas exceder 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação.

Por outro lado, Carlos Eduardo Vergueiro foi favorável ao limite de 5% (cinco por cento) e, propôs torná-lo ainda mais rigoroso.

Como comentado, a CVM considera adequado que negociações com ações de própria emissão que contenham características capazes de afetar a situação dos acionistas obtenham aprovação prévia por parte desses acionistas. O parâmetro fixado na norma é o mesmo utilizado para a definição de participação relevante, devendo-se ainda observar que negociações com ações de própria emissão envolvendo esse percentual não são frequentes.

Contudo, a CVM se sensibilizou com o argumento do aumento dos custos trazido pelos participantes e entendeu que quando as negociações ocorrerem em mercados organizados de valores mobiliários, com o pressuposto de que tais operações se darão com base em preços de mercado e com contrapartes diversas, é possível que a autorização ocorra nos moldes até então vigentes, ou seja, pelo conselho de administração.

Em qualquer caso, vale lembrar que a companhia está sujeita ao limite de 10% de ações em circulação previsto no art. 8º da Nova 10.

Assim, o critério de quantidade previsto no inciso I foi flexibilizado para as operações realizadas em mercados organizados.

BM&FBovespa entende que seria necessário esclarecer o entendimento da CVM em relação ao cômputo do percentual – se isoladamente a cada plano de recompra ou em conjunto com planos anteriores executados. Nesse último caso, deveria ser estabelecido um limite temporal para verificação desse percentual, pois eventualmente todos os planos excederiam esse dispositivo e precisariam ser aprovados.

A questão do limite temporal também foi abordada por Carvalhosa e Eizirik Advogados, que sugere o patamar de 18 meses, em linha com o prazo previsto para a liquidação das operações.



O parâmetro quantitativo é relativo ao montante a ser aprovado em cada autorização. Assim, se o conjunto de operações definido em um plano de recompra ultrapassar o limite de 5% de espécie ou classe de ações em circulação, será necessário que a autorização seja dada pela assembleia de acionistas. Lembre-se que a minuta impõe um prazo máximo de 18 meses para a liquidação das operações aprovadas, de modo que não há risco de todas as companhias eventualmente necessitarem de aprovação por parte da assembleia geral.

Os comentários mostraram, no entanto, o risco inverso, ou seja, o de que o conselho de administração aprove sucessivas recompras de até 5% (cinco por cento) da espécie ou classe de ações em circulação, em curto espaço de tempo, evitando a necessidade de aprovação pela assembleia geral. Por essa razão, a redação do inciso I foi alterada para estabelecer que a aprovação pelo conselho de administração não será possível se o patamar de 5% (cinco por cento) for atingido em menos de 18 meses.

3.2.4.2 Necessidade de aprovação em razão do preço e do ambiente de negociação (art. 3º, II)

AMEC, com a ressalva de que não houve consenso entre seus associados, pondera que, na opinião da maioria de tais associados, a possibilidade de negociações fora de mercados organizados não traz benefícios à companhia ou aos investidores, de modo que esta prática deveria ser vedada. Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, IBGC, IBRI, PREVI e Carvalhosa e Eizirik Advogados expressam opinião similar.

Para IBGC e Carvalhosa e Eizirik Advogados, a permissão a operações fora de mercados organizados afasta o tratamento igualitário entre os acionistas e a submissão da questão à assembleia geral não será suficiente para afastar os riscos daí decorrentes. Ademais, segundo Carvalhosa e Eizirik Advogados, uma eventual votação sobre essa questão ensejaria uma enorme gama de discussões sobre impedimentos de voto e benefícios particulares.

A necessidade de tratamento igualitário também foi destacada por Carlos Eduardo Vergueiro, que inclusive propõe a introdução de determinação expressa nesse sentido, independentemente de eventual aprovação pela assembleia geral em sentido contrário.

De outro lado, ABBI e ANBIMA defendem que a possibilidade de operações fora de mercados organizados seja não só mantida como ampliada. Os participantes propõem que não se exija a aprovação pela assembleia quando a operação for objeto de registro em mercado de balcão organizado ou em sistema administrado por entidade de registro e liquidação financeira de ativos autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.



Para a ABBI, as entidades em questão já calculam valores de mercado aproximados e informam ao Banco Central do Brasil quando detectam uma operação fora de uma faixa razoável de preços. Desse modo, esse mecanismo – que por estar inserido no âmbito da autorregulação possui a vantagem de estar mais próximo ao dia a dia das operações e ser mais flexível a ajustes necessários – poderia ser aproveitado, em substituição a um critério adicional de difícil cálculo, que seria um ônus a mais para as companhias.

ANBIMA fez ponderações similares, enfatizando que, por força do art. 1º da Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011, o registro dos contratos derivativos é condição de sua validade. Assim, ainda que a negociação possa ocorrer bilateralmente, fora de sistemas centralizados e multilaterais, o registro seria obrigatório e, uma vez registrados, os negócios estariam sujeitos aos controles e ao acompanhamento por parte das entidades administradoras de mercados, nos termos do art. 50 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

Pelo regime atual, operações fora de mercados organizados de valores mobiliários são vedadas, mas podem ser objeto de dispensa específica pela CVM, com base no art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980. Há inúmeros precedentes em que a dispensa foi concedida nessas situações.

Por isso, a percepção de que se está migrando de um regime de vedação para um regime de permissão é ao menos parcialmente imprecisa. Uma forma alternativa de interpretar a questão é enxergá-la como um deslocamento – da CVM para os próprios acionistas – do poder decisório sobre operações fora mercados organizados.

Nesse sentido, é importante salientar que os acionistas estão entre os principais afetados pelas operações fora de mercados organizados que vierem a ser propostas e podem avaliar a questão não apenas sob o ponto de vista da preservação de seus direitos assegurados em lei como também da conveniência e oportunidade de tais negócios.

Além disso, com relação à preocupação expressa por alguns participantes sobre a equitatividade entre os acionistas, cabe destacar que, independentemente do ambiente em que sejam cursadas as operações, os administradores estão sujeitos aos deveres fiduciários previstos nos art. 153 e seguintes da Lei nº 6.404, de 1976. Portanto, a mudança prevista na norma não deve de modo algum ser interpretada como uma permissão para que os acionistas sejam tratados de modo injustificadamente discriminatório.

Nesse sentido, cabe ainda destacar que negociações de ações fora de mercados organizados tendem a ocorrer em situações pontuais e cujas justificativas poderão ser examinadas à luz das informações



previstas no anexo à norma. Não se espera que companhias adotem “programas de recompra” de ações por meio de operações privadas e eventuais negociações que se aproximem de práticas dessa natureza serão objeto de análise diferenciada por parte da CVM.

Por todas essas razões, a CVM não vê necessidade de manter o regime atual da Instrução CVM nº 10, de 1980, nesse ponto específico.

Por outro lado, exatamente em razão da importância que se pretende atribuir à prévia aprovação pelos acionistas de transações fora de mercados organizados, e da ausência de um histórico no mercado brasileiro de aplicação da regra como a que ora se pretende criar, a CVM não considera oportuno e conveniente, nesse momento, retirar dos acionistas a prerrogativa de decidir sobre tais operações apenas por elas terem sido levadas a registro junto a entidades habilitadas para esse fim.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

Nos contratos derivativos referenciados em ações de própria emissão, a comparação entre o preço praticado pela companhia e as cotações de mercado das ações mostra-se menos simples. Por isso, a Nova 10 trouxe critérios para orientar essa comparação, de modo a se aferir a eventual necessidade de prévia submissão da operação à assembleia geral.

ANBIMA propõe substituir tais critérios por uma menção genérica ao dever da diretoria de avaliar as condições do contrato, considerando, dentre outros fatores, o prazo de duração da operação, as taxas de juros praticadas e eventuais prêmios pagos.

Para o participante, essa sugestão se justifica porque o preço de mercado de operações com derivativos leva em conta outros parâmetros além do preço à vista da ação em referência.

De fato, a comparação entre preços é mais complexa em se tratando de operações envolvendo contratos derivativos. Todavia, diante da necessidade de manter a consistência com as demais regras previstas na proposta de instrução, a CVM não vê alternativa a isso, a não ser delimitar parâmetros gerais que viabilizem essa comparação para as espécies de derivativos mais frequentemente utilizadas.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

Especificamente quanto ao número de pregões que seriam considerados no cálculo da cotação média das ações em mercado, para fins de comparação com os preços dos negócios realizados pelas



companhias com ações de própria emissão, houve manifestações favoráveis tanto à redução como à ampliação dos 10 (dez) pregões originalmente propostos.

ABBI e ANBIMA propuseram 5 (cinco) pregões, para reduzir as potenciais divergências entre essa média e as cotações prevalecentes no mercado no momento em que a companhia efetivamente for negociar as ações. ANBIMA acrescenta que esse é o padrão de outras jurisdições, como Austrália, Malásia, Singapura e Reino Unido, segundo relatório da OICV/IOSCO utilizado como referência no Edital de Audiência Pública.

Já o Carvalhosa e Eizirik Advogados sugere a ampliação do período em questão para 30 (trinta) dias, para propiciar uma tomada de decisão dos acionistas em bases mais consistentes. IBRI também propõe aumentar o prazo, embora sem indicar um número específico, por conta de potenciais cenários de baixa liquidez ou alta volatilidade, que podem distorcer cotações de mercado.

BM&FBovespa ponderou que o cômputo do prazo é inviável porque, como os 10 (dez) pregões devem ser contados retroativamente da celebração da aquisição ou alienação das ações, não haverá como calcular essa média e eventualmente convocar a assembleia geral para aprovação prévia da operação. Por isso, o participante propõe que o termo inicial do prazo em questão seja a data de aprovação da aquisição ou alienação das ações.

De fato, há vantagens e correspondentes desvantagens na opção por um prazo mais curto ou mais longo, devendo-se encontrar um ponto de equilíbrio. Diante das manifestações recebidas, e em especial da divergência de opiniões, a CVM não vê razão para alterar o patamar de 10 (dez) dias previstos na redação submetida a audiência pública.

Em relação à manifestação do participante BM&FBovespa, a norma pretende que as companhias considerem, na definição do preço dos negócios privados em que estiverem envolvidas, as cotações médias prevalecentes em mercados organizados. Como as médias das cotações de mercado são informações de acesso relativamente simples, não se espera que haja inviabilidade na observância da norma.



Apesar disso, o comentário levanta atenção para possíveis dúvidas de interpretação que poderiam surgir em razão de a minuta referir-se à assembleia como um ato anterior à negociação das ações pela companhia emissora. Por essa razão, a redação do **caput** do art. 3º foi ajustada de modo a esclarecer que a negociação não pode produzir efeitos sem a aprovação pela assembleia geral, quando tal aprovação for necessária, mas isto não obsta que a assembleia seja cronologicamente posterior à celebração do contrato pela companhia.

3.2.4.3 Necessidade de aprovação em razão dos potenciais efeitos sobre a administração ou o controle da companhia emissora (art. 3º, III)

ABRASCA propõe que as operações com ações de própria emissão só estejam sujeitas a um regime especial de aprovação prévia quando elas puderem “modificar” a composição do controle ou da estrutura administrativa da companhia emissora, e não quando elas puderem simplesmente “influir” no controle ou na administração.

O participante solicitou ainda maiores esclarecimentos sobre o conceito de “estrutura administrativa da sociedade”. AMEC e CDMCAP apresentaram questionamento similar.

BM&FBovespa ponderou que essa norma poderá ter incidência generalizada, uma vez que o percentual de 5% já confere prerrogativas de eleição ao adquirente dessa participação. Como as companhias não terão meios de controlar quem serão os adquirentes de eventuais ações alienadas nem as participações finais que eles virão a alcançar, provavelmente prevalecerá uma postura conservadora de sempre convocar assembleia geral.

O conceito de “estrutura administrativa da sociedade” já é utilizado há anos em outras normas editadas pela CVM, sem histórico significativo de controvérsias a respeito de sua interpretação. Vejam-se, nesse sentido, por exemplo, o art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, e o item 12 do anexo 24 à Instrução CVM nº 480, de 2009.

Acrescentar à norma ora em análise uma definição desse conceito, ainda que com intuito de esclarecer seu conteúdo, poderia suscitar novas dúvidas em razão da divergência que resultaria em relação às demais normas. Assim, para facilitar a interpretação da norma em questão, sem suscitar tais dúvidas, optou-se por um ajuste que aproxima ainda mais sua redação daquela adotada pela Instrução CVM nº 358, de 2002.



Note-se que, apesar disso, remanesce uma diferença importante entre as duas instruções, uma vez que a proposta definitiva de instrução, contrariamente ao sugerido por ABRASCA, alcança tanto o objetivo de mudança na estrutura administrativa como o de preservação de tal estrutura.

Isso porque, como são os integrantes da estrutura administrativa que definem as operações em nome da companhia, existe o risco de que recursos sociais sejam empregados para obstar movimentações societárias que possam acarretar mudanças nessa estrutura. A CVM entende necessário que operações dessa natureza, se houver, sejam antes apreciadas pelos acionistas.

3.2.4.4 Operações com partes relacionadas (art. 3º, IV, art. 4º, I, e art. 7º, I)

ABBI sugere que a aprovação pela assembleia geral só seja necessária nos casos de transação com parte relacionada cursada fora de mercados organizados de valores mobiliários.

ABRASCA propõe substituir a menção ao conceito contábil de parte relacionada por referências específicas a (i) controladores, (ii) controladas e (iii) sociedades sob controle comum da companhia ou de seus administradores. ANBIMA também sugere referências específicas, mas a (i) controladores, (ii) controladas, (iii) coligadas e (iv) administradores.

Itaú Unibanco sustenta que esse tipo de operação poderia ser objeto de aprovação, não da assembleia geral, mas de comitê de partes relacionadas ou de órgãos equivalentes. Seu objetivo é desburocratizar o processo de aprovação, aproveitando a atuação de uma instância que já tem por escopo buscar igualdade e transparência em operações sociais.

Por outro lado, AMEC defende a manutenção da regra como proposta, considerando positivo o reconhecimento pela CVM de que toda e qualquer negociação entre partes relacionadas seja de conhecimento da assembleia geral.

A sugestão da ABBI é pertinente e está refletida na norma.

As sugestões de ABRASCA e ANBIMA, se aceitas, restringiriam excessivamente o campo de incidência da norma e torná-la-iam inconsistentes com outras normas editadas pela CVM, como a Instrução CVM nº 480, de 2009, que adota a definição contábil de partes relacionadas. Portanto, tais sugestões não foram acatadas.



Em relação à sugestão de Itaú Unibanco, a CVM considera que apenas parte das companhias abertas possui estruturas internas de análise de transações entre partes relacionadas suficientemente desenvolvidas para que se possa delegar a essas estruturas a decisão que se pretende atribuir aos acionistas. Portanto, tal sugestão tampouco foi acatada.

Um caso específico de transações entre partes relacionadas são as operações feitas entre as companhias e seus acionistas controladores, que a Nova 10 se propôs a proibir, independentemente de eventual aprovação pela assembleia geral.

Como as sugestões já relatadas de ABRASCA e ANBIMA revelam, tais participantes são contrários a uma vedação absoluta a transações entre a companhia e seu controlador. Essa também é a posição de Carvalhosa e Eizirik Advogados e CDMCAP.

Por outro lado, Carlos Eduardo Vergueiro sugere que se esclareça que a proibição alcança não apenas acionistas controladores diretos como também indiretos.

A CVM considera que o histórico de transações com ações envolvendo a companhia emissora dessas ações e seus acionistas controladores ainda é limitado e, em caso recentemente apreciado pelo Colegiado – processo CVM RJ-2014-11297 –, o desfecho foi diferente do que seria caso a norma estivesse em vigor conforme submetida a audiência pública. Além disso, vedações a essas transações devem ser pensadas no contexto de uma possível reforma mais ampla da Instrução CVM nº 358/02, tendo em vista que esta norma também prevê vedações similares.

Portanto, foi mantida a vedação a transações entre a companhia e seu acionista controlador.

A Nova 10 propunha dispensa de prévia aprovação pela assembleia geral na hipótese de outorga a administradores de ações como parte de remuneração que já houvesse sido anteriormente aprovada pelos acionistas.

ABBI, ABRASCA, ANBIMA, CDMCAP e Ulhôa Canto propõem uma ampliação dessa dispensa, de modo que por ela estivessem abrangidos também empregados e prestadores de serviços², e não apenas da companhia emissora das ações, mas também de suas controladas.

² Alguns participantes não se referem a prestadores de serviços, outros mencionam prestadores de serviços que sejam pessoas naturais e outros ainda a quaisquer prestadores de serviços, inclusive pessoas jurídicas.



Ainda de acordo com estes participantes, deveriam ser dispensadas ainda as alienações em razão do exercício de opção de compra, em conformidade com plano de outorga previamente aprovado pela assembleia geral.

Também se manifestam nesse sentido Banco do Brasil, BM&FBovespa e Itaú Unibanco, enfatizando o caso singular das instituições financeiras, que, por força da Resolução CMN nº 3.921, de 25 de novembro de 2010, devem pagar 50% da remuneração variável sob a forma de ações ou instrumentos baseados em ações, havendo várias decisões da CVM favoráveis a dispensas necessárias ao cumprimento dessa regra.

As sugestões são pertinentes e estão refletidas na proposta definitiva de instrução, tendo sido o referido dispositivo deslocado para o art. 4º.

Carlos Augusto Siqueira de Junqueira acrescenta que deveria ser introduzido comando que cominasse ao conselho de administração o dever de fiscalizar “operações realizadas em período próximo ao exercício do plano de outorga”, de modo a evitar práticas não equitativas.

A CVM considera que tal obrigação já se encontra inserida no art. 142, III, da Lei nº 6.404, de 1976. Portanto, a sugestão não foi acatada.

3.2.4.5 Aliações de ações no âmbito de oferta pública de distribuição (atual art. 4º, II)

ANBIMA propõe a criação de uma nova hipótese de dispensa de prévia aprovação pela assembleia geral: a alienação no âmbito de oferta pública de distribuição secundária de ações em tesouraria.

Em seu entendimento, em tais casos, presume-se maior transparência na formação de preços e tratamento equitativo entre investidores, inclusive em decorrência da sujeição às regras que disciplinam esse tipo de oferta. A CVM já teria se pronunciado nesse sentido no processo CVM RJ-2010-7731, dentre outros.

A sugestão é pertinente e está refletida na proposta definitiva de instrução.



3.2.5 Prazo de liquidação das operações (art. 5º, atual art. 6º)

Salusse Marangoni Advogados propõe modificar a redação de modo que o conselho de administração ou a assembleia possam fixar prazo inferior a 18 (dezoito) meses para a liquidação de operações com ações de própria emissão.

Porém, a preocupação mais frequentemente expressa pelos participantes foi com a impossibilidade desse prazo de 18 (dezoito) meses ser excedido.

Nessa linha, ABRASCA propõe que o prazo possa ser prorrogado por deliberação do órgão competente. CDMCAP e Ulhôa Canto apresentam propostas semelhantes.

ANBIMA sugere que o prazo se refira à contratação das operações, ficando expressamente permitida a liquidação física ou financeira em prazo superior aos 18 (dezoito) meses previstos na Nova 10.

Segundo o participante, em primeiro lugar, o prazo de operações com derivativos muitas vezes será superior a 18 (dezoito) meses. Além disso, esse prazo estaria divergente das normas europeias que serviram parcialmente como base para a proposta de regulamentação da CVM. Conforme redação dada pela Diretiva 2006/68/CE, a Diretiva 77/91/CEE estipula prazo de 5 (cinco) anos como limite de duração para a aprovação previamente concedida pela assembleia geral.

A redação proposta não obsta que o conselho de administração fixe prazo inferior para a liquidação, como sugerido por Salusse Marangoni Advogados, ou tampouco que conceda seguidas aprovações a operações a serem realizadas repetidamente, o que, para muitos fins práticos se aproxima de uma prorrogação de prazo, como proposto pelos demais participantes.

Além disso, as hipóteses que ensejam necessidade de aprovação por assembleia geral são relativamente infrequentes, logo a observância do prazo de 18 (dezoito) meses não aparenta acarretar custos significativos.

Cabe ainda destacar que a possibilidade de aprovação de determinada operação permanecer eficaz por diversos anos esvazia o propósito que a norma deseja alcançar de constante reavaliação de tais operações por parte dos administradores e acionistas.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.



BM&FBovespa propõe que o prazo não seja para a liquidação das operações, mas sim para sua “conclusão”, assumindo que a CVM pretendeu referir-se ao lapso temporal findo o qual um programa de recompra, aprovado por assembleia geral ou pelo conselho de administração, deve estar encerrado. Desse modo, seria evitada alguma interpretação indevida que misturasse o encerramento do programa com o momento de liquidação da operação em bolsa ou do contrato derivativo, conforme o caso.

Carvalhosa e Eizirik Advogados registra dúvidas quanto ao termo “liquidada”, pois não teria restado claro se a expressão refere-se ao pagamento do valor das ações adquiridas ou à posterior venda das ações.

É oportuno esclarecer que a proposta de instrução, assim como a Instrução CVM nº 10, de 1980, não se refere a “programas de recompra”. A proposta definitiva de instrução alcança quaisquer negociações com ações de própria emissão, independentemente de as companhias classificarem suas operações como parte de tais programas.

Desse modo, ao referir-se ao momento de liquidação da operação, a norma não visa à data de encerramento de um programa, e sim à ocasião do efetivo pagamento de recursos financeiros (em caso de compra) ou da entrega das ações (em caso de venda).

O mesmo conceito se aplica para operações com derivativos, não havendo razão para se confundir a liquidação do contrato derivativo que se pretende abordar com o dispositivo com a liquidação de eventual negociação subsequente das ações objeto do contrato derivativo.

Além disso, a CVM considera que os termos estão empregados na proposta definitiva de instrução em conformidade com seu uso habitual no mercado de valores mobiliários e eventuais acréscimos de redação com fim de proporcionar esclarecimentos adicionais possivelmente não alcançariam esse efeito.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

3.2.6 Recursos disponíveis (art. 6º, § 1º, atual art. 7º, §1º)

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira comenta que a Nova 10 excluiu as vedações a operações que importem diminuição do capital social e sugere que essa situação seja revertida.



Para o participante, recursos disponíveis não devem ser confundidos com reservas disponíveis para fins de lastro relativo a operações de aquisição de ações de própria emissão. Enquanto os primeiros seriam disponibilidades efetivas da companhia, as reservas seriam uma referência de limite máximo desses recursos, a ser despendida em operações de recompra.

Por fim, o participante considera adequada (i) a exclusão da reserva de reavaliação dentre aquelas que podem servir de lastro às recompras e (ii) a utilização de informações contábeis trimestrais para aferir a existência de reservas.

CDMCAP lembra que as restrições em questão se relacionam com o princípio da intangibilidade do capital social e, nessa linha, defende que sejam excluídos do conceito de recursos disponíveis: (i) as reservas de contingências e (ii) a parcela de lucros retidos com base em orçamento de capital, conforme previsto no art. 196 da Lei nº 6.404, de 1976.

Ainda, como medida adicional de preservação do capital social, o participante defende que só seja permitido o uso de demonstrações contábeis intermediárias para verificação de lastro de aquisição de ações de própria emissão quando não restar comprometida a conta de reserva de capital, em linha com o art. 204, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

A aquisição de ações de própria emissão pressupõe a existência de recursos disponíveis, cuja definição expressamente exclui o capital social.

Esta definição não exclui, todavia, reservas de contingências e retenções de lucro com base em orçamento de capital. Desde a edição da Instrução CVM nº 10, de 1980, esses recursos têm sido considerados aptos a lastrear aquisições de ações de própria emissão, sem que se tenha notícia de eventos que justifiquem uma eventual abordagem mais restritiva.

Com relação ao uso de demonstrações contábeis intermediárias e à proposta de aplicação a essa hipótese de regime similar ao previsto no art. 204, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, trata-se de questão superada em decisões precedentes da CVM que contribuíram para o presente processo de revisão normativa. Nesse sentido, ver processos CVM RJ-2008-2535 e RJ-2008-4587.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



ABRASCA e ANBIMA sugerem que a verificação de recursos disponíveis seja feita pela diretoria, já que a existência desses recursos deverá ser aferida no momento da efetiva realização da operação, e não de sua aprovação por parte do órgão competente.

A sugestão é pertinente e está refletida na proposta definitiva de instrução.

BM&FBovespa e Carvalhosa e Eizirik Advogados expressam preocupação com a extensão da responsabilidade que estaria sendo imposta aos administradores ao se lhes exigir que verifiquem (i) se a recompra de ações é compatível com a situação financeira da companhia e (ii) se não há fatos previsíveis no restante do exercício social que tendam a exaurir os recursos disponíveis.

Para esses participantes, os administradores só podem avaliar a situação da companhia no momento da aprovação da recompra e fatos posteriores podem alterar materialmente o cenário e as previsões originais.

Já Carlos Augusto Siqueira de Junqueira tem preocupação oposta: a CVM estaria permitindo irrestritamente operações com ações de própria emissão, ao relegar a decisão aos administradores, sem descrever procedimentos para que as companhias lidem com a hipótese de insuficiência de recursos disponíveis para liquidar operações contratadas.

IBGC propõe reforçar o rol de fatores que devem ser levados em consideração pelos administradores ao deliberar sobre uma recompra de ações, mencionando-se especificamente na norma (i) a estrutura ótima de capital idealizada pela administração e (ii) o alinhamento entre a recompra e os interesses da companhia.

A obrigação atribuída aos administradores está em linha com o dever de diligência que o art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976, já lhes impõe. Não se pretende tornar os administradores responsáveis por fatos supervenientes alheios ao seu controle nem por eventuais erros de julgamento ocorridos após uma avaliação criteriosa das circunstâncias.

A CVM considera, ainda, que a obrigação em tela está consistente também com as decisões do colegiado nos processos CVM RJ-2008-2535 e RJ-2008-4587, que abordam em detalhes os fatores a serem ponderados pelos administradores ao deliberarem sobre uma recompra de ações. A preservação da estrutura ótima de capital e a perseguição do interesse social são pressupostos de todos os atos praticados pelos administradores e não parece necessário reiterá-los na presente norma.



Portanto, as sugestões não foram acatadas.

3.2.6.1 Recursos disponíveis e derivativos (art. 6º, atual art. 7º)

ABBI e ANBIMA propõem que o requisito de existência de recursos disponíveis só se aplique aos derivativos de liquidação física, e não aos de liquidação apenas financeira.³

Para os participantes, os derivativos com liquidação financeira não afetam as contas de capital. Não haveria risco de “devolução” do capital para o acionista. Logo, tampouco haveria porque restringir a operação com derivativos dessa espécie à existência de recursos disponíveis, conforme definidos na Nova 10.

Assim, segundo os participantes, a verificação de reservas seria ineficaz, além de complexa, no contexto de derivativos. Por fim, ponderam que derivativos de liquidação financeira não afetam a situação política dos acionistas.

A CVM concorda que os riscos à integridade do capital social tendem a ser maiores no caso de derivativos de liquidação física, em comparação com os derivativos de liquidação exclusivamente financeira. Por isso, a proposta definitiva de instrução limita o requisito de existência de recursos disponíveis aos contratos de liquidação física, de modo similar ao sugerido pelos participantes.

Em se tratando, porém, de derivativos de liquidação física, ANBIMA defende que a companhia deve possuir, no momento da liquidação, recursos disponíveis necessários para tanto. Na mesma linha, CDMCAP é contrário à hipótese de liquidação de contratos derivativos na ausência de recursos disponíveis e, por essa razão, sugere a inclusão de dispositivo prevendo que a companhia liquide antecipadamente o contrato, se verificar que a liquidação no vencimento implicará uso de recursos adicionais aos disponíveis.

BM&FBovespa traz comentário similar. O participante observa que a opção regulatória de exigir recursos disponíveis no momento da celebração de contratos derivativos (e não no momento da sua liquidação) é oposta à opção que foi feita quanto às aquisições diretas de ações. Isso porque, nessa última

³ Embora se referindo especificamente ao limite máximo de ações passíveis de serem mantidas em tesouraria Trindade Advogados apresenta argumentação similar no que toca à distinção entre derivativos de liquidação física e financeira. V. item 3.2.7.1 infra.



hipótese, as aquisições podem ser aprovadas na ausência de recursos disponíveis, desde que somente sejam levadas a efeito quando tais recursos existirem.

Como a exigência de recursos disponíveis originalmente se propunha a alcançar derivativos de liquidação tanto física quanto financeira, era necessário disciplinar como as companhias deveriam agir na hipótese de esgotamento das reservas antes da liquidação do contrato. A Nova 10 esclarecia que esses contratos deveriam ainda assim ser liquidados, para evitar dúvidas jurídicas nesse sentido, que impediriam o regular funcionamento do mercado.

Porém, a limitação da exigência de recursos disponíveis aos contratos derivativos de liquidação física, conforme comentada anteriormente, deixa automaticamente aberta a possibilidade de que, na insuficiência de tais recursos, o contrato seja liquidado financeiramente. Diante dessa possibilidade, não se justifica a permissão para que contratos derivativos possam ser liquidados a despeito da inexistência de reservas no momento de seu vencimento.

Portanto, a proposta definitiva de instrução condiciona a liquidação física de contratos derivativos à existência de recursos disponíveis, de modo similar ao proposto pelos participantes (art. 7º, § 2º).

BM&FBovespa entende que a exigência de recursos disponíveis não deveria ser aplicada em vista do **notional** dos contratos derivativos, devendo, em vez disso, estar limitada à quantia eventualmente necessária para pagamento do **spread** à instituição financeira que figurar como contraparte da companhia.

Tal medida não se mostra conveniente, sobretudo diante da limitação da exigência de recursos disponíveis aos derivativos de liquidação física. Tais contratos serão liquidados pela efetiva entrega das ações, em contrapartida ao pagamento integral do valor financeiro correspondente, não devendo, portanto, ser tratadas de modo diverso das aquisições à vista.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

3.2.7 Limite de ações em tesouraria (art. 7º, atual art. 8º)

ABBI e ANBIMA propõem aumentar o limite de ações que podem ser mantidas em tesouraria. Esse aumento ocorreria de duas formas. Em primeiro lugar, a referência percentual atualmente prevista na norma, de 10% (dez por cento), passaria para 20% (vinte por cento). Em segundo lugar, esse percentual incidiria não sobre cada espécie ou classe de ações em circulação, mas sobre o total de ações emitidas.



A razão para a sugestão, segundo a ABBI, é que a norma está voltando-se para novos mercados e novos produtos, que só serão viáveis com a ampliação dos limites em relação aos patamares historicamente previstos na regulamentação.

Já ANBIMA observa que os Estados Unidos nunca tiveram um limite objetivo para o número máximo de ações em tesouraria e, na Europa, a Diretiva 2006/68/CE excluiu o limite anteriormente vigente – 10% (dez por cento) do capital subscrito –, deixando a questão a critério dos Estados Membros. Nessa linha, a Itália, em 2009, teria majorado o limite para 20% (vinte por cento) das ações emitidas.

Além disso, em vista das regras de **free float** mínimo existentes nos segmentos especiais de listagem no Brasil, o aumento do limite em questão não poria em risco a preservação da liquidez das ações.

Atualmente, poucas companhias efetivamente se aproximam do limite de 10% (dez por cento) previsto na regulamentação em vigor. Nas hipóteses em que isso ocorre, o limite ainda assim não implica um impedimento absoluto a operações de recompra de ações, uma vez que existe a possibilidade de cancelamento das ações em tesouraria, abrindo espaço para novas recompras. Diante disso, a CVM não vê razão para modificar o percentual máximo de ações passíveis de serem mantidas em tesouraria.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

ANBIMA, CDMCAP, Itaú Unibanco e Ulhôa Canto observam que ações detidas por sociedades sob controle comum não devem ser consideradas ações em tesouraria. Na verdade, tais ações seriam conceitualmente similares a ações de propriedade do acionista controlador, que não são equiparadas a ações em tesouraria.

A sugestão é pertinente e está refletida na norma.

Alguns participantes expressaram preocupação com a possibilidade de, atingido o limite estabelecido, as ações serem canceladas, abrindo espaço para novas aquisições de ações pela companhia emissora, algo que, se repetido sucessivas vezes, equivaleria a um “fechamento branco” de capital.

Para lidar com essa situação, CDMCAP sugere a criação de um intervalo mínimo entre o encerramento de um programa de recompra de ações e a aprovação de operações similares subsequentes, ressalvada a possibilidade de a CVM dispensar a observância de tal prazo.



Em que pese a plausibilidade teórica da situação descrita pelo participante, a CVM não tem ciência de histórico relevante de situações dessa natureza que justifiquem a restrição proposta. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

3.2.7.1 Limite de ações em tesouraria e derivativos (art. 7º, atual art. 8º)

Para ABBI, ANBIMA e Trindade Advogados, contratos derivativos com liquidação financeira não deveriam ser incluídos no limite máximo de ações em tesouraria.

Trindade Advogados nota que, nos contratos derivativos de liquidação física, há efetiva perspectiva de aquisição de ações de própria emissão, daí advindo, portanto, potencial impacto sobre o capital social, que foi o que a Lei nº 6.404, de 1976, quis proteger ao limitar a quantidade de ações mantidas em tesouraria.

Isso não ocorreria quanto aos derivativos a serem liquidados financeiramente, nos quais haveria mero pagamento em dinheiro, o que não significa que inexistam impactos sobre o mercado, com os quais a CVM deve se preocupar, mas que poderiam ser abordados à luz do regime de divulgação de informações aplicável às companhias abertas.

ABBI e ANBIMA entendem que derivativos dessa natureza não ocasionam a retirada das ações de circulação, pois as instituições financeiras na contraparte das companhias emissoras das ações tendem a realizar o **hedge** dinâmico da posição assumida, ou seja, sem necessariamente adquirir a mesma quantidade de ações referenciada no contrato derivativo.

Nesse sentido, os participantes acrescentam que, se a norma for editada conforme submetida a audiência pública, haverá uma deterioração da qualidade das informações divulgadas ao mercado, sendo possível que as companhias se vejam obrigadas a identificar uma mesma ação como estando em tesouraria e, ao mesmo tempo, em circulação.

Além disso, ABBI e ANBIMA defendem que, para fins de cômputo e divulgação da posição de ações em tesouraria, seja considerada a exposição econômica, isto é, com eventuais posições “vendidas” sendo deduzidas de posições “compradas”. Considerar apenas a posição comprada, segundo os participantes, não demonstraria a verdadeira exposição da companhia às ações de sua própria emissão. AMEC apresenta sugestão similar.



Conforme mencionado anteriormente, ainda que muitas vezes a contraparte da companhia em contratos derivativos não efetue aquisições de ações em correspondência perfeita com a quantidade de ações referenciadas em tais contratos, é possível que isso venha a ocorrer como forma de evitar a incidência de restrições quando elas se mostram relevantes.

Neste sentido, ressalta-se que o limite de 10% (dez por cento) previsto na norma busca prevenir não apenas a integridade do capital social, mas também reduções repentinas de liquidez provocadas por iniciativa da própria companhia. A consistência e robustez da norma restariam comprometidas se esse limite fosse preservado no que diz respeito a compras de ações, mas efeito similar pudesse ser alcançado por meio de contratos derivativos.

Também em razão da consistência da norma, o cômputo de ações em tesouraria com base no saldo de posições “compradas” e “vendidas” não foi considerado adequado. Diferentes combinações de instrumentos financeiros podem induzir a percepções equivocadas sobre a quantidade efetiva de ações detidas pela companhia aberta e suas contrapartes.

Finalmente, não se espera que haja inconsistências na divulgação de informações ao mercado, bastando para isso que as companhias discriminem claramente em suas comunicações dirigidas aos investidores quais as ações diretamente detidas e quais as referenciadas por contratos derivativos.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

3.2.8 Excesso de ações em tesouraria em relação aos recursos disponíveis (art. 8º, atual art. 9º)

A Nova 10 impõe às companhias abertas o dever de monitorar as ações em tesouraria em vista do saldo existente de recursos disponíveis, conforme apurado nas demonstrações contábeis mais recentes, devendo alienar o eventual excesso em até 4 (quatro) meses.

ABRASCA e IBRI propõem ampliar o prazo em questão para 6 (seis) meses. Este seria um período consistente com o tempo de adaptação concedido quando da entrada em vigor da Instrução CVM nº 10, de 1980 (cf. art. 26), e evitaria alienações em condições desfavoráveis, sobretudo em vista da crescente volatilidade do mercado.

ABRASCA sugere, ainda, que o prazo seja computado a partir da aprovação das demonstrações contábeis com base nas quais se verifique o excesso.



As sugestões são pertinentes e estão refletidas na proposta definitiva de instrução.

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira questiona a supressão da possibilidade de cancelamento do eventual excesso de ações, apontando que a companhia emissora pode não encontrar liquidez em mercado para aliená-las.

Carvalhosa e Eizirik, PREVI e Ulhôa Canto fazem ponderações similares, defendendo a previsão em norma da possibilidade de cancelamento das ações em excesso.

Por outro lado, ABBI afirmou apoiar a norma, defendendo, inclusive, sua extensão a derivativos de liquidação física. Nesse sentido, uma vez constatado o eventual excesso, a companhia deveria liquidar derivativos dessa natureza que fossem referenciados em ações de sua emissão.

A redação da proposta definitiva de instrução foi modificada para deixar mais clara a possibilidade legal de cancelamento das ações em excesso.

Com relação à extensão dessa norma a derivativos de liquidação física, cabe ressaltar que a proposta definitiva de instrução (i) já reforça deveres de cautela dos administradores quanto à verificação de lastro (art. 7º, § 5º); e (ii) já impede que a liquidação física de contratos derivativos ocorra na ausência de tal lastro (art. 7º, § 2º). Diante disso, a extensão sugerida pelo participante não pareceu necessária nesse momento.

3.2.9 Bonificação de ações em tesouraria (art. 9º, atual art. 10)

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira apoia a bonificação de ações mantidas em tesouraria, mas pondera que essa prática, se associada a sucessivas operações de aquisição de ações de própria emissão, tenderá a favorecer os titulares de maior participação acionária, eventualmente até mesmo lhes transferindo o controle da companhia. Em seu entendimento, tal prática deveria ser explicitamente vedada.

A bonificação de ações em tesouraria está em linha com a decisão da CVM no processo CVM RJ-2008-6446, julgado em 25 de novembro de 2008, e se justifica pelas razões esclarecidas nos votos proferidos àquela ocasião. Hipóteses específicas como a apontada pelo participante devem ser analisadas individualmente se e quando ocorrerem. Portanto, a sugestão não foi acolhida.



3.2.10 Direito de voto de ações em tesouraria (art. 9º, atual art. 10)

Carlos Eduardo Vergueiro propõe esclarecer em norma que, embora ações mantidas em tesouraria não possuam direito de voto, elas permanecem sendo computadas para fins de quorum de instalação e deliberação em assembleias gerais.

Segundo o participante, esse entendimento encontra paralelo na legislação italiana e pode ser extraído da Lei nº 6.404, de 1976, mas o esclarecimento viria a afastar possíveis dúvidas.

A CVM apreciou recentemente os processos CVM RJ-2013-4386 e RJ-2013-4607, nos quais prevaleceu a posição de que “as ações em tesouraria apresentam efeitos semelhantes aos de ações canceladas e, portanto, devem ser neutras em relação a todas as proporções estabelecidas entre os acionistas para o exercício de direitos conferidos em lei”.

Portanto, a proposta definitiva de instrução reflete tal entendimento.

3.2.10.1 Direito de voto de ações referenciadas em contratos derivativos

A maioria dos participantes foi contrária à equiparação, para fins de direito de voto, entre (i) ações em tesouraria e (ii) ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos referenciados em ações emitidas por tal companhia. Isso implica que tais ações não possuem direito de voto.

ANBIMA e Trindade Advogados consideram que não há expressa previsão legal autorizando a retirada do direito de voto para as ações eventualmente adquiridas pelas contrapartes das companhias abertas em contratos derivativos e, na ausência de tal previsão, a retirada do direito de voto não teria fundamento jurídico.

Para esses participantes, as preocupações que levaram a CVM a cogitar tal regra, conforme expostas no edital de audiência pública, devem ser endereçadas pela verificação da eventual incidência do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, em cada caso. A única alternativa possível, segundo Trindade Advogados, seria a edição de parecer de orientação com indicação de situações específicas em que haveria impedimento de voto, mas não a simples retirada de voto das ações detidas por contraparte da companhia.

Além do questionamento quanto à legalidade, Trindade Advogados também põe em dúvida a conveniência da regra, pelo desestímulo que ela representaria a operações com derivativos referenciados em ações de própria emissão. Para o participante, estar-se-ia retirando o voto de agentes de mercado na



premissa de que eles detêm em carteira a correspondente quantidade de ações referenciadas pelo contrato derivativo, o que frequentemente não ocorre.

A possibilidade de a contraparte da companhia aberta não deter a totalidade das ações referenciadas no contrato derivativo também foi mencionada pela BM&FBovespa e por CDMCAP, para os quais a regra deveria ser construída de modo mais restrito.

ABBI propõe que essa equiparação alcance somente as hipóteses em que a contraparte tenha concordado em exercer o direito de voto em conformidade com instruções da companhia, suas controladas e coligadas.

O objetivo visado pela CVM é impedir que, por meio de operações economicamente similares a aquisições de ações e manutenção em tesouraria, criem-se possibilidades de exercício de direito de voto por parte de tais ações, contrariamente ao art. 30, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976.

Após ponderar as manifestações dos participantes, a CVM considera que pode atingir esse objetivo por meio (i) da exigência de que eventuais acordos ou orientações de voto entre a companhia e suas contrapartes sejam divulgados; e (ii) da análise de cada situação individualmente considerada. A proposta definitiva de instrução contempla modificações nesse sentido (novo item 5 do anexo 30-XXXIV à Instrução CVM nº 480, de 2009).

3.2.11 Presunção de regularidade (art. 10, atual art. 11)

3.2.11.1 Comentários gerais

Alguns participantes foram conceitualmente contrários à criação de uma presunção de regularidade quando observadas determinadas condições, ao argumento de que a regularidade deve ser sempre presumida e eventuais infrações precisam ser analisadas caso a caso. Manifestaram-se nesse sentido CDMCAP e Ulhôa Canto.

Outros participantes compartilham essa preocupação, sem, no entanto, propor a exclusão da presunção de regularidade. Para ABBI e ANBIMA bastaria esclarecer que as operações realizadas sem observância dos critérios necessários para alcançar a presunção de regularidade não serão automaticamente presumidas como irregulares.



ANBIMA, especificamente, vai um pouco além nesse sentido e sugere a edição de uma nota explicativa, na qual a CVM poderia esclarecer:

- (i) que operações podem ser regulares ainda que deixem de observar as condições expressamente previstas na norma;
- (ii) que o cumprimento dos critérios da presunção é voluntário;
- (iii) que a companhia deverá observar os quatro critérios em cada operação de recompra individualmente considerada;
- (iv) que a falta de atendimento, em um dia, de qualquer dos requisitos implica a perda da presunção para quaisquer operações naquele mesmo dia; e
- (v) que, mesmo atendidos os requisitos, a CVM poderá exercer sua pretensão punitiva com relação a essas operações, se vier a reunir outros elementos probatórios para tanto.⁴

Segundo a participante, tais sugestões estão em linha com a “Rule 10b-18”, vigente nos EUA, a qual contém “notas preliminares” e um documento de perguntas e respostas, que cumprem função similar à nota explicativa que se sugere que a CVM edite.

Tal sugestão possui similaridades com a trazida por AMEC. Para o participante, em razão do ritmo de evolução do mercado, é possível que quaisquer condições que venham a ser estabelecidas tornem-se rapidamente obsoletas. Por isso, sugere que as condições para a presunção de regularidade sejam retiradas da norma e disciplinadas em outro ato editado pela CVM, porém de mais simples atualização a partir de interações com o mercado, como, por exemplo, um ofício circular editado anualmente.

Finalmente, o Carvalhosa e Eizirik Advogados defendeu a inteira exclusão do dispositivo em questão, por considerarem que o preenchimento cumulativo das condições nele previstas seria concretamente inviável.

⁴ Nesse sentido, Salusse Marangoni Advogados também propõe esclarecer que a presunção em questão tem caráter relativo.



Outros participantes fizeram comentários específicos quanto a cada uma das condições cuja satisfação é necessária à presunção de regularidade. Tais comentários e as respectivas sugestões serão analisados adiante neste relatório.

A minuta pretendeu estabelecer uma presunção de regularidade, deixando claro que se as condições para essa presunção não fossem observadas, isso não se converteria automaticamente em uma presunção de irregularidade.

Nesse sentido, seu propósito era estabelecer uma orientação aos participantes do mercado. Todavia, os comentários recebidos dos participantes sobre a própria existência da presunção, em geral, e sobre vários de seus requisitos, em particular, revelaram que a norma poderia deixar de atingir esse objetivo ou até mesmo alcançar efeito inverso.

Somou-se a isso a ausência de histórico significativo de companhias abertas negociando ações de sua própria emissão em condições que poderiam levantar suspeitas de manipulação e outras práticas nocivas ao regular funcionamento do mercado.

Por tais razões, a proposta definitiva de instrução não contempla hipótese de presunção de regularidade de operações cursadas em mercados organizados de valores mobiliários.

3.2.11.2 Preço de aquisição (art. 10, I)

Uma das condições para a incidência da presunção de regularidade é que o preço de compra das ações pela companhia não exceda a maior oferta realizada por terceiros independentes.

ABRASCA considera que as companhias abertas terão dificuldade em se assegurar da observância dessa condição, dado que nas operações em mercados organizados os comitentes não têm suas identidades reveladas uns aos outros.

O participante observa, ainda, que em razão da imprevisibilidade do mercado, as companhias não terão como garantir se suas ofertas serão ou não as maiores do dia.

BM&FBovespa avalia que a comparação dos preços praticados pela companhia com eventos isolados – o preço do último negócio e a maior oferta – não são bons parâmetros. Em sua opinião, seria melhor que se adotasse o preço médio do dia.



Por outro lado, CFA Society Brazil é favorável à regra nos moldes submetidos à Audiência Pública.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão da presunção de regularidade, conforme comentado acima.

3.2.11.3 Momento de realização da operação: 30 (trinta) minutos iniciais e finais (art. 10, III)

ABBI entende desnecessário excluir da presunção as operações realizadas nos primeiros 30 minutos do pregão. Segundo o participante, sua experiência teria mostrado que a prática de manipulação é mais recorrente e provável nos 30 (trinta) minutos anteriores ao fim do pregão.

BM&FBovespa nota que os maiores volumes de negociação, especialmente em ações de menor liquidez, costumam ocorrer nos 30 (trinta) minutos iniciais e finais do pregão, de modo que a restrição poderia impedir uma execução eficiente da recompra.

IBRI põe em dúvida que a restrição temporal em questão contribua significativamente no sentido de atestar a regularidade da operação. Além disso, segundo o participante, sendo o pregão um período de negociação com início e fim determinados, não restaria clara a eficiência de restringir uma fração de tempo específica.

CFA Society Brazil considera que as operações da companhia com ações de sua própria emissão não deveriam ser realizadas no leilão de abertura ou no leilão de fechamento.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão da presunção de regularidade, conforme comentado acima.

3.2.11.4 Instituição intermediária (art. 10, IV)

BM&FBovespa considera que condicionar a presunção de regularidade ao uso de uma única instituição intermediária por pregão pode não surtir o efeito desejado, já que o uso de múltiplas instituições tem o intuito de ocultar delas (i) a quantidade total de ações a serem adquiridas em um pregão e (ii) a estratégia da companhia no sentido de acelerar ou retardar a execução de um programa de recompra.

Por isso, o participante defende que essa limitação seja eliminada ou, alternativamente, eleve-se a quantidade de instituições intermediárias passíveis de serem utilizadas em um mesmo pregão.



IBRI também propõe a exclusão dessa restrição em vista da pluralidade de instituições intermediárias com as quais as companhias costumam operar.

Por outro lado, CFA Society Brazil é favorável à regra nos moldes submetidos à Audiência Pública.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão da presunção de regularidade, conforme comentado acima.

3.2.11.5 Concomitantes vendas de ações (art. 10, V)

ABRASCA sugere que a presunção de regularidade só deixe de prevalecer se a companhia vender ações no mesmo dia em que as estiver adquirindo no mercado. Desse modo, a mera venda de ações durante a vigência de um programa de recompra aprovado não afastaria a presunção de regularidade. CDMCAP também apresenta sugestão similar.

ANBIMA propõe que eventuais vendas de ações concomitantemente a aquisições sejam indiferentes para fins da presunção de regularidade.

Segundo o participante, a Nova 10 teria, nesse particular, se dissociado da regra paralela norte-americana e baseado-se em normas europeias, as quais, no entanto, não deixam claro as razões que motivaram tal restrição.

Em seu entendimento, vendas concomitantes a recompras podem ser ocasionadas por condições transitórias de mercado. Ademais, dada a possibilidade de operações com derivativos, eventuais vendas de ações podem ser apenas uma fatia da verdadeira exposição da companhia.

Por outro lado, Carlos Augusto Junqueira de Siqueira sustenta que, mais do que apenas desqualificar uma presunção de regularidade, a prática de vender ações de própria emissão na vigência de uma autorização de compra deveria ser vedada. Assim, se a companhia pretendesse alienar ações nesse período, deveria divulgar fato relevante noticiando a interrupção das aquisições.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão da presunção de regularidade, conforme comentado acima.



3.2.11.6 Outros

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira propõe a criação de uma nova condição a ser satisfeita para ensejar a presunção de regularidade: que as recompras não sejam deliberadas em período de “x” meses antes de eventos societários que possam ocasionar lançamento de ofertas públicas para aquisição de ações ou que impliquem direito de retirada.

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira também comentou o fato de a Nova 10 não estender a presunção de regularidade a operações com derivativos, considerando essa circunstância uma distinção indevida, ainda que, na prática, compreensível.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão da presunção de regularidade, conforme comentado acima.

3.2.12 Divulgação de informações relativas à negociação de ações de própria emissão (Anexo A)

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira e CFA Society Brazil consideram adequada a divulgação mensal das operações realizadas pelas companhias abertas com ações de sua emissão. CFA Society Brazil, especificamente, salienta que a informação deve alcançar ações de emissão da companhia que tenham sido “tomadas em aluguel”. IBGC não sugere um prazo específico para a divulgação das informações, mas destaca a importância de que isso ocorra no menor prazo possível.

A CVM avalia que a periodicidade refletida na norma pondera adequadamente a necessidade de divulgação tempestiva das informações com os custos dessa divulgação.

Frise-se que mútuos cujo objeto sejam ações de própria emissão implicam transferência de propriedade de tais ações e a regulamentação não concede nenhuma isenção específica a essas operações, no que tange à necessidade de sua divulgação. Portanto, transferências de ações no âmbito do contrato de mútuo devem ser divulgadas.

Carlos Eduardo Vergueiro propõe a inclusão de informações quanto aos preços mínimo e máximo a serem praticados pela companhia ao negociar ações de sua emissão. IBGC pondera que, em sendo mantida a possibilidade de negociações fora de mercados organizados, sejam indicadas as contrapartes, preços e volumes.



A proposta definitiva de instrução prevê a divulgação da quantidade e do preço máximo em operações fora de mercados organizados, de modo similar ao proposto pelos participantes. Frise-se que, em negócios dessa natureza, a identificação da contraparte também é uma das informações que devem ser reveladas ao mercado.

CFA Society Brazil sugere que as companhias sejam obrigadas a divulgar um comunicado formal ao mercado quando o programa de recompra expirar com menos de 30% de uso efetivo.

Em sua opinião, muitas vezes companhias anunciam programas de recompra, induzindo o mercado a certa expectativa, e não executa tal programa. Ainda segundo o participante, estudos mostram que essa circunstância se reduz quando reguladores aumentam o nível de transparência sobre a evolução do programa de recompra.

Nos termos da proposta definitiva de instrução, (i) a quantidade total de ações a serem adquiridas deve ser informada quando de sua aprovação pelo conselho de administração ou pela assembleia geral e (ii) a quantidade de ações efetivamente adquiridas também deve ser divulgada, nesse caso em bases mensais. A combinação dessas informações atinge resultado praticamente idêntico ao da proposta apresentada pelo participante.

Portanto, a sugestão não foi considerada necessária.

ABRASCA sugere a exclusão da obrigação de divulgação acerca da destinação a ser dada para os recursos auferidos com a negociação de ações de própria emissão pela companhia aberta.

Para o participante, não se justifica, nesse caso, um tratamento diferenciado a outras operações realizadas pela companhia, as quais não demandam acompanhamento da destinação de recursos. Além disso, tendo em vista o longo prazo de um programa de recompra, a companhia não tem como antever como serão destinados eventuais ganhos.

A destinação a ser dada aos recursos é um dado relevante para conhecimento dos acionistas, podendo, inclusive, nos casos em que seja necessária prévia aprovação por parte da assembleia geral, ser decisiva para concessão ou não de tal autorização.

Quanto à hipótese de a administração não ter como antever a destinação dos recursos, trata-se de uma situação que, em ocorrendo, lança dúvidas sobre a própria decisão dos administradores de efetuar a aquisição das ações. A revelação dessa circunstância aos acionistas mostra-se ainda mais necessária.



Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ABRASCA sugere a exclusão da obrigação de divulgação acerca das razões pelas quais os membros do conselho de administração se sentem confortáveis de que a recompra de ações não prejudicará o cumprimento das obrigações assumidas com credores nem o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos.

O participante entende que essas razões são o pressuposto da própria aprovação do programa de recompra e serão nela explicitadas. CDMCAP apresenta sugestão similar.

BM&FBovespa propõe esclarecer que essa avaliação dos administradores refere-se à data em que a operação de recompra foi aprovada.

A avaliação dos administradores quanto à ausência de impactos relevantes sobre o cumprimento das demais obrigações da companhia é importante para os acionistas, podendo, inclusive, nos casos em que seja necessária prévia aprovação por parte da assembleia geral, ser decisiva para concessão ou não de tal autorização.

Quanto à proposta de esclarecimento sobre o momento a que a avaliação se refere, tal medida não parece necessária.

Supõe-se que a intenção seja distinguir que a avaliação dos administradores ao aprovar a aquisição de ações pode não ser a mesma quando da execução das operações, que poderá ocorrer até 18 (dezoito) meses depois.

Contudo, como a avaliação em questão será divulgada antes ou concomitantemente à aprovação das operações, ela naturalmente só poderá levar em conta as informações disponíveis no momento da decisão.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

3.2.13 Entrada em vigor (art. 21)

BM&FBovespa propõe um prazo de, pelo menos, 30 (trinta) dias de **vacatio legis**, com intuito de evitar que companhias às vésperas de anunciar programas de recompra precisem se adaptar, às pressas, às novas regras.



A proposta definitiva de instrução foi modificada para que sua entrada em vigor resguarde operações já anunciadas, de modo similar ao adotado pela CVM em outros casos, como, por exemplo, na edição da Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015.

3.3 Comentários à Alteradora da Instrução 358, de 2002

3.3.1 Percentuais que caracterizam participação relevante (art. 12)

Atualmente, a Instrução CVM nº 358, de 2002, exige a divulgação de aquisições, inicialmente, quando o limite de 5% (cinco por cento) sobre as ações de determinada classe ou espécie é atingido; em seguida, as divulgações devem ser feitas a cada incremento de 5% (cinco por cento) dessa participação, o que não necessariamente coincide com a elevação aos patamares de 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento) etc. das ações daquela espécie e classe. Regras análogas se aplicam para a hipótese de vendas.

Foi submetida à Audiência Pública a proposta de alteração deste regime para que as divulgações ocorressem sempre que cruzados os múltiplos inteiros de 5% (cinco por cento).

IBGC expressa preocupação com a hipótese de investidores manterem participações próximas a algum desses percentuais e, em razão de movimentações como resgates, novos aportes e rebalanceamentos de carteira, transitarem repetidas vezes entre esses percentuais (por exemplo, de 9,8% para 10,1%), gerando um excesso de divulgações. Por isso, propõe uma pequena tolerância em torno desses valores.

Por outro lado, Ulhôa Canto manifesta apoio à redação proposta, entendendo que ela trouxe maior clareza no cômputo das participações relevantes a serem divulgadas.

A CVM considera que a maior clareza e simplicidade no cômputo dos percentuais em questão – conforme destacado por Ulhôa Canto – e o alinhamento a normas vigentes em outras jurisdições justificam a mudança em relação ao modelo atualmente adotado pela Instrução CVM nº 358, de 2002.

Essa simplicidade de cômputo se mostra ainda mais necessária em vista do acolhimento da proposta de contagens paralelas e independentes de (i) posições à vista e derivativos de liquidação física e (ii) derivativos de liquidação financeira.



Note-se, ainda, que a Lei nº 6.404, de 1976, define diversos direitos dos acionistas em função de percentuais que representam múltiplos inteiros de 5%, como por exemplo, o previsto no art. 141, §4º.

A dificuldade mencionada pelo participante IBGC (i) já existe em certa medida no regime atualmente vigente e (ii) poderá ser contornada pelos participantes do mercado se eles mantiverem percentuais de participação que não sejam limítrofes aos múltiplos inteiros de 5% (cinco por cento).

3.3.2 Operações de aluguel (art. 12)

AMEC considera que, em operações de empréstimo fungível de ações (“*aluguel*”), seria excessivo e burocrático exigir a divulgação das transferências de ações relativas à parte “*doadora*” da operação. Em tais casos, segundo a participante, a posição transferida será reestabelecida, muitas vezes em curto espaço de tempo.

Por isso, e apesar do apoio à regra de divulgação de alienação de participações de um modo geral, o participante propõe excetuar dessa regra a hipótese de doação de ações em caráter de *aluguel*.

Conforme comentado acima, situações dessa espécie podem ser administradas pelos participantes de mercado, monitorando a quantidade de ações envolvidas em suas operações e sua proximidade com os limites previstos na regulamentação.

Na avaliação da CVM, prever exceções para hipóteses que – apesar de plausíveis e razoáveis quando isoladamente consideradas – são singulares e podem ser endereçadas de outras maneiras sem prejuízo significativo ao mercado torna as normas mais complexas e menos compreensíveis, sem correspondentes benefícios.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

3.3.3 Divulgação de participações relevantes e derivativos (art. 12, §2º)

BM&FBovespa comenta inicialmente que o conceito de derivativo, sendo de origem econômica e não jurídica, pode ensejar dúvidas. Por isso, sugere que sejam consideradas alternativas como a definição do termo para fins de aplicação da norma; a enumeração de instrumentos específicos a serem incluídos e excluídos da obrigação de divulgação; e a edição de parecer ou nota explicativa com maiores detalhes sobre o que se espera que seja objeto de divulgação.



Entre os instrumentos financeiros que, segundo o participante, a CVM deveria tratar de modo específico e mais detalhado estariam instrumentos que:

- (i) façam referência a uma cesta de ações (portanto, potencialmente levando o investidor a atingir indiretamente participação relevante em algumas das ações integrantes da cesta);
- (ii) confirmem exposição econômica a valores mobiliários em relação aos quais o titular do instrumento derivativo em questão tenha sido contratado para prestar serviço de formador de mercado; e
- (iii) tenham sido contratados em razão de solicitação de clientes (“**client facilitation**”), já que nessa função a instituição detém a posição apenas para facilitar a exposição de seu cliente, sem interesse no desempenho do valor mobiliário subjacente.

A sugestão (i) é pertinente e está refletida na proposta definitiva de instrução.

Em relação às sugestões (ii) e (iii), a CVM considera que nas hipóteses nela descritas ainda subsiste a possibilidade concreta de o prestador de serviço em questão assumir a titularidade das ações e, portanto, os direitos políticos a ela inerentes. Conforme já decidido pelo colegiado – v., por exemplo, processo CVM RJ-2009-1365, julgado em 13.07.2010 – essa possibilidade é determinante para a incidência da obrigação de comunicação prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002.

Frise-se que a obrigação de comunicação prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, é menos onerosa do que as vedações à negociação impostas a outros prestadores de serviços, como, por exemplo, as previstas no art. 48, II, da Instrução CVM nº 400, de 2003. Por essa razão, em que pese a CVM já ter reconhecido, no âmbito desta última Instrução, tratamento diferenciado para situações similares às descritas pela BM&FBovespa, nos casos de que trata a minuta, essas mesmas exceções não se mostram oportunas.

Portanto, tais sugestões não foram acatadas.

ABBI sugere que os derivativos de liquidação exclusivamente financeira não sejam considerados no cômputo dos percentuais de participação que, uma vez ultrapassados, ensejam a necessidade de divulgação de tal participação ao mercado. Isso não obstará que, surgido o dever de comunicação dessa participação em razão de negociações com ações e derivativos de liquidação física, o investidor fosse obrigado a reportar, também, posições em derivativos de liquidação financeira.



Adicionalmente, o participante propõe que derivativos que confirmam exposição “*comprada*” possam ser compensados com outros que produzam efeitos inversos.

Assim, a prevalecer a sugestão da ABBI, seriam considerados três fatores: (i) posição à vista, já deduzidas eventuais posições *doadoras* em operações de aluguel; (ii) derivativos de liquidação física, admitindo-se compensação com derivativos de mesma natureza que produzam efeitos inversos; e (iii) derivativos de liquidação financeira, também compensados com derivativos de mesma natureza e efeitos inversos. Quando a soma de (i) e (ii) excedesse os percentuais relevantes, surgiria a obrigação de comunicar a participação relevante e essa comunicação abrangeria o item (iii).

ABBI entende que se essas propostas não forem acolhidas, as seguintes dúvidas e desvantagens adviriam e precisariam ser de algum outro modo abordadas pela norma:

- (i) haveria uma inconsistência de critérios se ora a norma considerasse que posições à vista e em derivativos deveriam ser agregadas para fins de divulgação e ora considerasse que elas deveriam ser segregadas; 5
- (ii) dado que a quantidade de ações referenciadas em contratos derivativos pode ser facilmente manipuladas, a ausência de compensação entre posições inversas de contratos derivativos dá espaço para que participantes reportem uma participação maior do que efetivamente possuem;
- (iii) derivativos de liquidação financeira não devem ser computados em incrementos de 5% (cinco por cento), como ações e derivativos de liquidação física, porque não há um limite teórico, i.e., um universo de 100% (cem por cento) para tais derivativos;
- (iv) à medida que se agreguem, para fins de divulgação, derivativos sobre debêntures conversíveis, bônus de subscrição etc., torna-se mais provável o cruzamento dos patamares previstos na norma, aumentando o número de comunicados sem com isso gerar uma informação de maior qualidade; e

⁵ O participante ilustra a alegada contradição contrastando duas situações hipotéticas. Na primeira, um investidor detém uma posição à vista de 4% (quatro por cento) e uma exposição *comprada* equivalente a outros 2% (dois por cento) – e, portanto, deveria promover a divulgação considerando o agregado de suas posições. Na segunda situação, o investidor detém posição à vista de 6% (seis por cento) e exposição *vendida* de 2% (dois por cento), e também deveria promover a divulgação, dessa vez sob o pressuposto de segregação das diferentes posições.



- (v) a instituição financeira e seu cliente poderiam divulgar a mesma operação, gerando duplicidade de informações ao mercado.

A sugestão da ANBIMA é similar à da ABBI, dela diferindo basicamente pelo tratamento relativo aos derivativos de liquidação exclusivamente financeira.

O participante propõe que (i) primeiramente sejam computadas posições à vista e (ii) em seguida, a elas se somem as posições em derivativos de liquidação física. Em ambos os casos, assim como sugerido por ABBI, as contagens seriam feitas em bases líquidas, ou seja, admitindo-se deduções decorrentes de posições cedidas em empréstimos e em derivativos que confirmam exposição “*vendida*” às ações em questão.

Porém, e essa é a diferença em relação à proposta da ABBI, ainda que a soma alcançada nos itens (i) e (ii) acima não faça incidir a necessidade de divulgação de participação relevante, tal divulgação pode ainda ser obrigatória se (iii) a participação em questão, somada à exposição em derivativos de liquidação financeira, exceder os percentuais previstos no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002.

Note-se, todavia, que a verificação só chega a esse “terceiro nível”, i.e., as posições em derivativos de liquidação financeira só são computadas, se houver movimentações nas posições à vista e em derivativos de liquidação física. Ou seja: se a posição for formada exclusivamente por derivativos de liquidação financeira, ainda que a exposição líquida exceda qualquer dos percentuais relevantes, a divulgação não será exigida.

O participante sugere que tais questões sejam esclarecidas por meio do ofício editado anualmente pela Superintendência de Relações com Empresas.

BM&FBovespa tem proposta alternativa no tocante ao cômputo das exposições alcançadas por meio de derivativos e de como seriam tratadas posições “*compradas*” e “*vendidas*” concomitantemente detidas por um mesmo investidor.

No que diz respeito ao cômputo, o participante sugere que ele seja feito pelo *delta* das posições, e não pelas quantidades de ações referenciadas nos contratos derivativos. Embora ciente das dificuldades quanto à complexidade do cálculo e variabilidade dos valores calculados por fatores alheios ao investidor, o participante considera que essa seja uma informação de melhor qualidade.



Quanto ao tratamento de concomitantes posições “compradas” e “vendidas” em derivativos, bem como a relação dessas posições com ações detidas diretamente à vista, o participante sugere segregar três diferentes categorias: (i) ações detidas à vista; (ii) derivativos que representem posições “compradas”; e (iii) derivativos que representem posições “vendidas”. Essas três espécies de instrumentos financeiros seriam computadas isoladamente e, quando cruzados os percentuais de participação relevante em qualquer uma delas, surgiria a necessidade de comunicação, alcançando todas as demais espécies, independentemente da posição em cada uma delas.

ABRASCA propõe que o comunicado a ser divulgado pelos investidores discrimine posições à vista e exposições decorrentes de contratos derivativos.

Após ponderar as manifestações dos participantes, a CVM optou por uma estrutura alternativa à submetida à audiência pública.

Em relação ao cômputo de derivativos, a proposta definitiva de instrução considera conjuntamente as posições à vista e ações referenciadas em derivativos de liquidação física, mas mantém um cômputo paralelo e apartado para ações referenciadas em derivativos de liquidação financeira. Uma vez atingidos os percentuais relevantes em quaisquer das duas contagens, a divulgação deve abranger todas as ações diretamente detidas e referenciadas por instrumentos derivativos, quaisquer que sejam sua forma de liquidação.

Isso confere maior margem para a realização de operações com derivativos de liquidação financeira, ao mesmo tempo em que limita a formação de posições relevantes sem a devida divulgação ao mercado.

Por outro lado, não foi acolhida a proposta de compensação entre posições “compradas” e “vendidas”. Tal compensação poderia ser utilizada para ocultar participações relevantes – por exemplo, se o direito de receber uma determinada quantidade de ações em um prazo curto fosse compensado pelo direito de vendê-las em prazo superior.

Além disso, ainda que compensação entre posições “compradas” e “vendidas” representasse uma informação adequada quanto ao ponto de vista financeiro, isso não necessariamente seria verdadeiro também em relação ao potencial exercício de direitos políticos de tais ações. Uma ação adquirida, ainda que financeiramente compensada por uma posição “vendida”, conserva seu direito de voto, por exemplo.



A Superintendência de Relações com Empresas avaliará a conveniência de abordar essas questões e eventuais esclarecimentos adicionais que ainda se façam necessários nos ofícios circulares usualmente por ela editados.

3.3.4 Conteúdo do comunicado na hipótese de alienação de ações (art. 12, §1º)

Santa Fé Portfólios propõe que se deixe explícito o conteúdo do comunicado a ser divulgado pelo investidor que aliena participação relevante. Para o participante, isso é necessário porque agentes de mercado interpretam que as informações listadas no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, só são exigidas nos casos de aumento de participação.

A questão está contemplada na proposta definitiva de instrução.

3.3.5 Responsabilidade do diretor de relações com investidores (art. 12, §6º)

ABRASCA, ANBIMA, IBRI e Uihôa Canto propõem esclarecer que a responsabilidade do diretor de relações com investidores no tocante à divulgação de negociação de participações relevantes é limitada à retransmissão das informações na forma em que recebida. O conteúdo desse documento seria de responsabilidade dos investidores.

A interpretação da CVM é de que os deveres do diretor de relações com investidores na hipótese em questão não alcançam uma verificação independente da veracidade das informações prestadas pelo investidor.

Contudo, o diretor de relações com investidores tem um dever geral em relação à preservação de informações adequadas sobre as companhias abertas, conforme previsto nos art. 14 e 45 da Instrução CVM nº 480, de 2009. Nesse sentido, o diretor de relações com investidores não se exime de responsabilidade pela retransmissão de informações sabidamente falsas, incompletas, inconsistentes ou capazes de induzir seus usuários a erro. O acréscimo sugerido pelos participantes pode levar a interpretações equivocadas quanto a esse ponto.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



3.3.6 Negociações de ações antes da divulgação de fatos relevantes e informações contábeis

Atualmente, a Instrução CVM nº 358, de 2002, veda a negociação por acionistas controladores e administradores de ações de emissão da companhia quando “estiver em curso” a aquisição ou alienação de tais ações pela própria companhia.

ABBI defende a limitação da vedação ao período em que a companhia “estiver efetuando” tais operações, querendo com isso deixar claro que não há um impedimento necessário e constante ao longo de toda a vigência de um programa de recompra de ações, como inclusive já é esclarecido por meio de ofício circular editado pela SEP.

A redação proposta é muito similar à atualmente prevista na Instrução CVM nº 358, de 2002, logo não seria capaz de afastar a eventual interpretação indevida destacada pelo participante. Por outro lado, como também apontado pelo participante, os ofícios circulares editados anualmente pela SEP já esclarecem a interpretação correta do dispositivo.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

A vedação à negociação atualmente prevista no art. 13, **caput**, da Instrução CVM nº 358, de 2002, contempla exceção (§4º do mesmo artigo) para negociações privadas entre a companhia emissora e seus administradores, em razão do exercício de opção de compra em conformidade com plano de outorga aprovado em assembleia geral.

ABBI sugere estender a exceção para alcançar também a outorga direta de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração baseada em ações aprovada em assembleia geral.

A sugestão é pertinente e está refletida na proposta definitiva de instrução.

Ainda quanto a exceções à vedação à negociação de ações em períodos que antecedem divulgação de informações relevantes e demonstrações contábeis, a Alteradora da 358 propôs aperfeiçoar uma das exceções hoje existentes – os planos de investimento – e criar outras duas. As sugestões recebidas a esse respeito estão descritas nos subitens abaixo.



3.3.6.1 Planos pessoais de investimento (art. 15-A)

Banco do Brasil propõe que o plano de investimento só estabeleça um compromisso de investimento irrevogável e irretroatável quando os investimentos vierem a ocorrer em períodos de **blackout**. Ademais, sugere que negociações nos demais períodos possam ocorrer sem necessidade de prévio registro do plano de investimento.

A CVM considera que o caráter irrevogável e irretroatável dos planos de investimento são indispensáveis para que se possa admitir a negociação em períodos nos quais seja provável que os comitentes estejam em posse de informações privilegiadas.

Frise-se que, se as companhias desejam impor determinadas restrições a negociações de administradores e pessoas em posições similares em períodos diversos dos referidos nos §§ 1º a 3º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, elas podem fazê-lo por meio da política de negociação, conforme previsto no art. 15 da mesma norma. No âmbito da política de investimento, algumas restrições, como a irrevogabilidade do compromisso de investimento, podem ser flexibilizadas.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ABRASCA, ANBIMA e Itaú Unibanco são contrários à exigência de que os planos de investimento sejam formalizados perante o conselho de administração e por ele aprovados. Os participantes sugerem que essa atribuição deveria ser do diretor de relações com investidores, dado o exercício cotidiano de funções correlatas. Ainda de acordo com os participantes, exigir do conselho de administração a análise de cada um dos planos poderia, sobretudo em companhias maiores, tornar o processo menos eficiente.

Pelas mesmas razões, os participantes entendem que deveria caber ao diretor de relações com investidores verificar ao menos semestralmente a aderência das operações realizadas aos respectivos planos de investimento que estariam sendo seguidos.

Banco do Brasil, embora sem sugerir uma pessoa ou órgão responsável por tal aprovação, também se manifesta no sentido da inviabilidade da aprovação dos planos pelo conselho de administração.

BM&FBovespa também é contrária à aprovação dos planos pelo conselho de administração, embora por razões diferentes. Para o participante, como a norma já possui requisitos objetivos, não haveria espaço para uma *aprovação*, propriamente dita, do plano. A mera *formalização* do plano perante o conselho de administração já bastaria para alcançar os efeitos almejados.



De fato, dados os requisitos mínimos que o plano de investimento deve possuir, sua mera formalização prévia junto ao diretor de relações com investidores mostra-se suficiente para assegurar os fins que se propõe a atingir, não sendo necessária, portanto, a aprovação de cada plano por parte do conselho de administração.

Frise-se que isso não impede o conselho de administração de, se entender conveniente, exigir que tais planos lhes sejam previamente submetidos e que observem restrições adicionais às previstas na norma.

Por outro lado, ainda que os planos de investimento possam ser postos em prática sem prévia aprovação pelo conselho de administração, a CVM considera essencial que esse órgão periodicamente revise as operações realizadas pelos participantes e sua conformidade com os planos. O objetivo dessa revisão é assegurar que os planos estejam sendo cumpridos e, além disso, que as negociações realizadas sob seu amparo de fato não apresentam indícios de uso indevido de informações privilegiadas.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

ABRASCA propõe que os planos de investimento possam ser alterados em período inferior a 6 (seis) meses, caso o diretor de relações com investidores tenha diligenciado para garantir que a referida alteração não se deu na pendência de fato relevante.

PREVI também aborda a questão da instituição e da modificação de planos de investimento na pendência de divulgação de fatos relevantes, porém sua sugestão é mais rigorosa: para o participante, essa prática deveria ser vedada em qualquer circunstância, sem prejuízo da manutenção do prazo de 6 (seis) meses.

Banco do Brasil entende que o prazo deveria ser reduzido por ser incompatível com negócios envolvendo valores mobiliários.

Como eventuais mudanças ao plano de investimento só produzirão efeitos após 6 (seis) meses, a possibilidade de essa mudança ser determinada pelo conhecimento de alguma informação privilegiada é remota.

Mas tampouco se mostra conveniente reduzir esse prazo, ainda que sujeito à prévia verificação junto ao diretor de relações com investidores sobre a inexistência de fatos relevantes pendentes.



Em primeiro lugar, o diretor de relações com investidores não é necessariamente o primeiro a tomar conhecimento de fatos relevantes, sendo às vezes necessário inquirir outros administradores (art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002). Ou seja, o diretor de relações com investidores pode não estar em posição adequada para dispensar o compromisso irrevogável e irretratável que deve caracterizar os planos de investimento.

Em segundo lugar, uma eventual recusa do diretor de relações com investidores em autorizar a modificação do plano de investimento pode sinalizar ao requerente a pendência de fato relevante ainda não divulgado, o que pode não ser adequado em algumas circunstâncias.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

ABRASCA, ANBIMA, IBRI e Itaú Unibanco sugerem excluir a obrigatoriedade de divulgação nominal dos beneficiários dos planos, por entender que se trata de publicidade excessiva, sem quaisquer vantagens.

ANBIMA acrescenta que essa exigência pode desestimular o uso de planos de investimento. A mesma ponderação é feita por Itaú Unibanco, que, no entanto, considera fazer sentido que a lista de participantes seja remetida à CVM, na qualidade de regulador.

As sugestões são pertinentes e estão refletidas na proposta definitiva de instrução.

3.3.6.2 Gestão discricionária por terceiros (art. 15-B)

Carvalhosa e Eizirik Advogados comenta que será impossível, na prática, a demonstração da existência e efetividade de controles que impeçam a transmissão de informações confidenciais. Por isso, sugere que o art. 15-B seja excluído ou que ao menos essa exigência específica o seja.

CDMCAP e Ulhôa Canto trazem ponderações similares, apontando que, embora se possa exigir a existência desses mecanismos, não se pode assegurar que essa transmissão jamais ocorrerá nem impor aos participantes de mercado o ônus de uma prova negativa.

PREVI sugere excluir o art. 15-B por considerar que, apesar das condições nele previstas, haverá dificuldades em assegurar a robustez dos mecanismos voltados a impedir a transmissão de informações.



Diante das manifestações dos participantes, e considerando a existência de iniciativas internas da CVM relacionadas à supervisão de negociações de pessoas com potencial acesso a informações privilegiadas, optou-se por não inserir a presunção em questão na proposta definitiva de instrução e tornar a avaliar o tema em conjunto com outros ajustes que poderão resultar das referidas iniciativas internas em curso.

De acordo com a Alteradora da 358, a pessoa jurídica contratada deverá instituir e ser capaz de demonstrar controles para impedir a disseminação de informações confidenciais entre as pessoas encarregadas pela execução das operações e (i) o beneficiário do serviço, isto é, a pessoa em nome de quem as operações são realizadas; (ii) os responsáveis por decisões de investimento para a carteira própria da pessoa jurídica contratada e (iii) demais clientes dessa pessoa jurídica.

ANBIMA e Itaú Unibanco ponderam que essa terceira condição não faz sentido, pois implicaria uma obrigação impraticável de que as pessoas jurídicas em questão tivessem um diretor estatutário encarregado exclusivamente da gestão da carteira de cada contratante do serviço previsto no art. 15-B, ou seja, estruturas paralelas entre si e distintas da empregada para gestão dos demais clientes.

Para os participantes, o que parece refletir a intenção da CVM é a exigência de independência nas seguintes duas relações: (i) entre o beneficiário do serviço e as pessoas encarregadas da execução das operações; e (ii) entre os responsáveis pela gestão da carteira própria da pessoa jurídica e os responsáveis pela gestão de carteira dos demais clientes.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão do mecanismo que seria inserido no art. 15-B da Instrução CVM nº 358, de 2002.

ABRASCA, ANBIMA, IBRI e Itaú Unibanco sugerem excluir a obrigatoriedade de divulgação nominal dos beneficiários dos planos, por entender que se trata de publicidade excessiva, sem quaisquer vantagens.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão do mecanismo que seria inserido no art. 15-B da Instrução CVM nº 358, de 2002.



3.3.6.3 Execução discricionária por instituição intermediária em nome da companhia aberta (art. 15-C)

Carvalhosa e Eizirik Advogados, Ulhôa Canto e PREVI reiteram, quanto ao art. 15-C, as mesmas observações que haviam feito quanto ao art. 15-B, no sentido da dificuldade prática de observar as obrigações previstas e de assegurar a robustez dos mecanismos voltados a impedir a transmissão de informações sigilosas.

Assim como no caso anterior, diante das manifestações dos participantes, e considerando a existência de iniciativas internas da CVM relacionadas à supervisão de negociações de pessoas com potencial acesso a informações privilegiadas, optou-se por não inserir a presunção em questão na proposta definitiva de instrução e tornar a avaliar o tema em conjunto com outros ajustes que poderão resultar das referidas iniciativas internas em curso.

ABBI sugere esclarecer que, das ações detidas pelo intermediário, apenas aquelas que tenham sido adquiridas em nome ou em benefício da companhia aberta sejam equiparadas a ações mantidas em tesouraria (sujeitas, portanto, a restrições quanto a voto, recebimento de dividendos etc.). Sem essa diferenciação, os intermediários poderiam ser indevidamente privados de seus direitos como acionistas.

A análise dessas sugestões ficou prejudicada em razão da exclusão do mecanismo que seria inserido no art. 15-C da Instrução CVM nº 358, de 2002.

3.3.7 Negociações por fundos de investimentos exclusivos (art. 20)

ANBIMA considera que a atual redação do art. 20, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002, induz a uma generalização no sentido de que quaisquer fundos exclusivos estão sob influência do cotista e, portanto, as negociações desse fundo deveriam ser consideradas negociações indiretas por parte do cotista.

Segundo o participante, a CVM já se posicionou sobre o tema no âmbito do processo administrativo sancionador nº 15/08 e, nessa ocasião, prevaleceu o entendimento de que a influência de cotistas sobre a gestão de fundos de investimento deve ocorrer por meio de estruturas de governança formalizadas para que se preserve a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões e se possa averiguar a diligência que as cercou.



Nesse sentido, o participante propõe que seja presumida – desde que o regulamento não disponha de modo contrário e tenham sido adotadas salvaguardas como segregação de atividades, tratamento adequado de informações confidenciais etc. – a independência entre a gestão de um fundo exclusivo e seu cotista. Desse modo, as negociações em questão seriam agregadas às demais operações do gestor, e não do cotista.

Novamente, considerando a existência de iniciativas internas da CVM relacionadas à supervisão de negociações de pessoas com potencial acesso a informações privilegiadas, optou-se por não abordar a questão na proposta definitiva de instrução e tornar a avaliar o tema em conjunto com outros ajustes que poderão resultar das referidas iniciativas internas em curso.

4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva das instruções que substituem a Instrução CVM nº 10, de 1980 e que alteram as Instruções CVM nº 552, de 2014, 481, de 2009, 480, de 2009, e 358, de 2002, incorporando as sugestões acatadas acima mencionadas, seguem em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 17 de setembro de 2015.

ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado