



São Paulo, 03 de fevereiro de 2014.  
09/2014-DF-DJU

À

**Comissão de Valores Mobiliários**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
20050-901 - Rio de Janeiro/RJ

Endereço eletrônico: [audpublica1113@cvm.gov.br](mailto:audpublica1113@cvm.gov.br)

At.: Sra. Flávia Mouta Fernandes  
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado - SDM

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

Prezada Senhora,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública em epígrafe para encaminhar os comentários da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros à minuta de Instrução sobre as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações (“Nova 10”), e à proposta de alteração da Instrução CVM nº. 358, de 3 de janeiro de 2002 (“ICVM 358/02”), da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“ICVM 480/09”), e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 (“ICVM 481/09”) que visa a incorporar novas regras que se fazem necessárias dadas as inovações trazidas pela Nova 10.

No intuito de facilitar a análise por essa Autarquia, esclarecemos que apresentaremos nossos comentários (inclusões em azul, e exclusões em vermelho) divididos pelos artigos das Instruções, bem como pelos seus



anexos, aos quais se propõem alterações na Audiência Pública, conforme segue.

## 1. Nova 10

### 1.1. Comentários Gerais

Quanto à extensão da aplicabilidade da norma aos derivativos, cabe aqui ressaltarmos que os argumentos dessa Autarquia para a adoção de tal caminho são, efetivamente, muito relevantes.

Não obstante, acreditamos que algumas distinções poderiam ser consideradas na extensão da norma aos derivativos, a saber:

(i) nas operações com derivativos o desembolso de caixa realizado pela companhia costuma ser menor quando comparado às operações com ativos, uma vez que aquele caso envolve o *spread* dos contratos celebrados, e, portanto, haveria uma redução das preocupações com tutela do capital social que são tradicionais nas operações de recompra das próprias ações;

(ii) não é obrigatório, embora seja bastante esperado, que a contraparte nas operações com derivativos, normalmente uma instituição financeira, busque proteção adquirindo as próprias ações subjacentes aos derivativos. Nos casos em que se resolva buscar tal proteção, entretanto, nem sempre ela será atingida adquirindo o próprio ativo-objeto, sendo frequente a utilização de mecanismos sintéticos de redução da exposição. Ao ser aprovada a norma posta em audiência pública, esses derivativos cairiam no âmbito de incidência da norma, muito embora sua consequência não seja idêntica à dos derivativos em que existe aquisição efetiva do ativo subjacente; e

(iii) a aferição de preço pela assembleia dessas operações com derivativos não nos parece fazer sentido já que se trata de operações geralmente celebradas entre contrapartes profissionais, balizadas, entre outros, na análise de crédito feita pela instituição financeira da companhia e no relacionamento comercial já com ela mantido, entre outras garantias que pode haver. Diante dessa realidade, e inclusive considerando as informações estratégicas à companhia que acabarão por serem expostas publicamente, os eventuais benefícios do



crivo dos acionistas reunidos em assembleia não parecem se justificar, sendo suficiente, a meu ver, a divulgação, *a posteriori*, por meio dos anexos que a CVM propõe sejam acrescidos, de tais operações.

Notamos também que a minuta da Nova 10 adota terminologia que, no nosso entendimento, poderia eventualmente gerar confusão entre as diferentes etapas inerentes ao processo de recompra, a saber: a decisão da administração de abrir o programa de recompra, a divulgação pública dessa decisão e da intenção de abertura do programa, o início efetivo da recompra, e, finalmente, a conclusão da recompra, o que no regime atual pode ocorrer em até 365 dias, e pode ou não atingir o total anunciado como objeto de recompra.

Diante disso, a necessidade de aperfeiçoamento terminológico seria ainda mais recomendável se considerar-se:

- (i) que a minuta introduz uma nova etapa nesse processo, qual seja a aprovação por assembleia geral em certos casos; e
- (ii) a importância que o valor de mercado das ações a serem recompradas passou a ter para incidência de diversos dispositivos da minuta. No entanto, entendemos que a redação da minuta não deixa clara a data-base para o cálculo desse valor de mercado (a partir da celebração da aquisição ou da alienação das ações; da data da aprovação da operação pela assembleia ou pelos órgãos da administração, conforme o caso; da data da implementação efetiva da recompra; da celebração do contrato derivativo com a contraparte; ou, ainda, da liquidação desse derivativo).

Dessa forma, sugerimos que a terminologia adotada pela Nova 10 seja revista considerando as questões aqui expostas. Algumas dessas questões serão tratadas no decorrer dessa manifestação.





## 1.2. Art. 1º, parágrafo único, I.

- Texto da Audiência Pública: “Art. 1º. Esta Instrução regula a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão e de derivativos nela referenciados.

*Parágrafo único. As disposições desta Instrução aplicam-se à negociação:*

*I – de ações de emissão de companhia aberta por suas coligadas e controladas; e*

*II – pela companhia aberta, suas coligadas e controladas, de bônus de subscrição e quaisquer outros valores mobiliários referenciados em ações de sua emissão.”*

- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “Art. 1º. Esta Instrução regula a negociação por companhia aberta de ações de sua própria emissão e de derivativos nela referenciados.

*Parágrafo único. As disposições desta Instrução aplicam-se à negociação:*

*I – de ações de emissão de companhia aberta por suas coligadas e controladas; e*

*II - pela companhia aberta, ~~suas coligadas~~ e suas controladas, de bônus de subscrição e quaisquer outros valores mobiliários referenciados em ações de sua emissão.”*

### Justificativa:

No tocante à abrangência da norma, entendemos que poderá ser complexo às companhias abertas assegurar a observância dos dispositivos da Nova 10 também às suas coligadas, possibilidade que é apenas excepcional no regime atualmente em vigor.

Nos termos do atual art. 243 da Lei 6.404/76, são consideradas coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa, como tal



considerada quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. Vale notar que a coligação é presumida quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

Dessa forma, a questão relevante é que a companhia aberta pode ter uma relação de coligação com outra sociedade, e, portanto, pode ter sobre ela influência significativa, mas que pode não ser significativa a ponto de fazer com que a coligada dê cumprimento ao disposto na Nova 10, seja porque, como visto, a relação de coligação não é de controle societário, seja porque a expressividade da influência está vinculada a aspectos financeiros ou operacionais, em princípio não alcançando os órgãos de administração da coligada.

Diante do exposto, sugerimos a alteração acima destacada.

### 1.3. Art. 2º

#### 1.3.1. Art. 2º, §1º, inciso II.

- Texto da Audiência Pública: “§ 1º É vedada a realização de negócios:  
I – que possam influir no regular funcionamento do mercado; e  
II – com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas das cotações das ações.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§ 1º É vedada a realização de negócios:  
~~I – que possam influir no regular funcionamento do mercado; e~~  
~~II – com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas das cotações das ações.”~~



**Justificativa:**

Sugerimos a exclusão do dispositivo acima destacado, uma vez que um dos principais objetivos das operações de recompra é justamente sinalizar aos investidores, notadamente em situações de crise de confiança, que a administração acredita nos fundamentos da companhia, que a seu ver não estariam sendo adequadamente considerados pelo mercado.

No nosso entendimento, o citado dispositivo pode ser eventualmente interpretado como um impedimento para a efetivação dessa intenção considerada, a nosso ver, legítima, pois será inevitável, se a administração da companhia estiver certa, que a operação de recompra resulte em ganhos financeiros para a companhia e seus acionistas, podendo haver dificuldade na distinção dessa hipótese legítima de outras que eventualmente tivessem por finalidade exclusiva obter ganhos financeiros.

**1.3.2. Art. 2º, §2º.**

- Texto da Audiência Pública: “§ 2º São considerados potenciais indícios de descumprimento do disposto no § 1º a elevada frequência das operações realizadas e sucessivas alternâncias entre compras e vendas.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “~~§ 2º São considerados potenciais indícios de descumprimento do disposto no § 1º a elevada frequência das operações realizadas e sucessivas alternâncias entre compras e vendas.~~”

**Justificativa:**

O critério previsto no referido dispositivo para definir os eventuais indícios de descumprimento não nos parece ilegítimo, especialmente se se considerar o caráter de “market timing”, o qual é frequentemente verificado nas operações de recompra. Nesse sentido, entendemos que o disposto no art. 10 da minuta,



associado ao que determina a Instrução CVM nº 08/79, já deveria ser suficiente para separar as operações lícitas das que tenham propósito manipulativo.

Deve-se considerar, ademais, que a minuta está estendendo seu escopo de aplicação às operações com derivativos, atingindo também as contrapartes dessas operações.

#### **1.4. Art. 3º.**

No que tange à necessidade de realização de assembleias gerais para aprovação de determinadas operações, destacamos preliminarmente que a decisão quanto à abertura de programas de recompra costuma ser frequentemente orientada pela abertura de “janelas de oportunidade” em que, por fatores externos à companhia, o preço da ação se desloque do que a administração da companhia considera adequado aos seus fundamentos, e pela necessidade de se dar ao mercado uma resposta rápida diante de tais fatos. A exigência de convocação assemblear provavelmente retardará a capacidade de reação da administração em momentos críticos, em detrimento do conjunto de acionistas, ou reduzirá ao mínimo possível, já que toda recompra é, por essência, um mecanismo de dar liquidez à base acionária.

Adicionalmente, o inciso III do art. 3º exige a aprovação da assembleia sempre que houver a possibilidade de influência na estrutura administrativa da sociedade. Observamos, nesse sentido, que a alienação de ações acarretará, na grande maioria das vezes, a possibilidade de influência na estrutura administrativa, uma vez que o percentual de 5% já confere prerrogativas de eleição ao adquirente da participação. Notamos, também, que a companhia não terá meios para controlar quando um só acionista comprará todo o lote, nem se a quantidade que esse acionista adquirir, somada ao percentual que ele eventualmente já detenha, puder resultar em alteração da estrutura administrativa ou mesmo na composição do controle acionário. Resumidamente, a redação do dispositivo parece trazer certa incidência generalizada, e poderá impor mais custos às companhias que, na prática, ante



tal incidência do dispositivo, optarão pela postura conservadora de sempre convocar assembleias, já que não haveria meios de saber com antecedência se a operação a ser submetida à aprovação enquadra-se no âmbito da assembleia ou do conselho de administração.

Não obstante o entendimento aqui exposto, destacamos que no caso de a necessidade de aprovação pela assembleia, bem como de os requisitos e critérios para submissão à assembleia permanecerem na norma, seria importante esclarecer se o percentual de 5% determinado pelo inciso I do artigo 3º deve ser verificado, isoladamente, a cada plano de recompra aprovado ou se deve ser verificado em conjunto com eventuais planos anteriores aprovados e/ou executados. Caso essa última hipótese seja o entendimento da Autarquia, entendemos, ainda, que seria o caso de estabelecer um período para verificar o atingimento de tal percentual, tendo em vista que, em algum momento após a aprovação de alguns planos e/ou operações, todas as operações e /ou planos de recompra a serem realizados pela companhias enquadrar-se-iam nesse dispositivo e necessitariam de aprovação pela assembleia geral.

#### **1.4.1. Art. 3º, §3º.**

- Texto da Audiência Pública: “§ 3º A prévia aprovação da assembleia é dispensada quando se tratar de outorga de ações a administradores como parte de remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§ 3º A prévia aprovação da assembleia é dispensada quando se tratar de outorga de opção, de ações ou instrumentos baseados em ações a administradores como parte de remuneração baseada em ações previamente aprovada pela assembleia.”



**Justificativa:**

Assim como previsto no texto atualmente vigente, sugerimos que a dispensa de aprovação da assembleia também seja aplicada nos casos de outorga de opções ou outros instrumentos baseados em ações. Dessa forma, sugerimos a inclusão do trecho acima destacado.

**1.4.2. Art. 3º, §4º.**

- Texto da Audiência Pública: “§ 4º Para fins do inciso II do caput, considera-se cotação de mercado a média da cotação, ponderada pelo volume, nos 10 (dez) últimos pregões em que as ações tenham sido negociadas, contados retroativamente da data de celebração da aquisição ou da alienação das ações pela companhia aberta.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§ 4º Para fins do inciso II do caput, considera-se cotação de mercado a média da cotação, ponderada pelo volume, nos 10 (dez) últimos pregões em que as ações tenham sido negociadas, contados retroativamente da data de aprovação para realização de negociação de ~~celebração da aquisição ou da alienação das~~ ações pela companhia aberta pela Assembleia ou pelo Conselho de Administração, conforme o caso.”

**Justificativa:**

O caput do art. 3º determina a necessidade de convocação prévia de assembleia quando ocorrer algum dos eventos listados em seus incisos. Já o §4º estabelece os critérios para apuração de cotação de mercado – cuja variação é um dos eventos listados no inciso – considerando como tal a média da cotação nos 10 últimos pregões “(...) contados retroativamente da data da celebração da aquisição ou da alienação das ações pela companhia aberta”. Notamos, entretanto, que se a média for calculada a partir da celebração da aquisição ou da alienação de ações, entendemos que não haverá como a



companhia calcular tal variação e convocar previamente a assembleia para verificar a ocorrência ou não da hipótese do inc. II do artigo 3º. Nesse sentido, sugerimos que o termo inicial seja a data da aprovação das operações de aquisição ou alienação de ações.

### 1.5. Art. 5º.

- Texto da Audiência Pública: “Art. 5º. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão deve ser liquidada em até 18 (dezoito) meses a contar da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “Art. 5º. A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão deve ser ~~concluída~~~~liquidada~~ em até 18 (dezoito) meses a contar da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.”

### Justificativa:

Da leitura da minuta da Nova 10, depreende-se o entendimento no sentido de que a redação do artigo 5º refere-se à conclusão do programa de recompra aprovado pela assembleia ou pelo conselho de administração, conforme o caso. Sendo assim, sugerimos que o termo “liquidada” seja substituído por “concluída”, de modo a diferenciar o encerramento do programa do momento da liquidação financeira de operação em bolsa, ou do contrato derivativo, conforme o caso.

### 1.6. Art. 6º.

- Texto da Audiência Pública: “Art. 6º. A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:  
I – tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;



*II – estiver em curso o período de oferta pública de aquisição de ações de sua emissão, conforme definição das normas que tratam desse assunto; e*

*III – requerer a utilização de recursos superiores aos disponíveis.”*

- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “Art. 6º. A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

*I – tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;*

*II – estiver em curso o período de oferta pública de aquisição de ações de sua emissão, conforme definição das normas que tratam desse assunto, e observado, ainda, o disposto no inciso II do §4º, do art. 7º; e*

*III – requerer a utilização de recursos superiores aos disponíveis.”*

### **Justificativa:**

A inclusão do trecho acima foi sugerida com o intuito de esclarecer que a vedação não impede a aquisição de ações realizadas pela própria companhia no âmbito da oferta pública de aquisição de ações, como admitido pelo dispositivo constante da própria minuta de Instrução.

#### **1.6.1. Art. 6º, § 2º.**

- Texto da Audiência Pública: “§ 2º O disposto neste artigo também se aplica à celebração de contratos derivativos referenciados em ações de própria emissão da companhia.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§ 2º O disposto nos incisos II e III ~~d~~este artigo também se aplica à celebração de contratos derivativos referenciados em ações de própria emissão da companhia.”

**Justificativa:**

Não nos parece que todos os incisos do dispositivo sejam passíveis de aplicação aos contratos derivativos celebrados pela companhia. Nas operações com derivativos a companhia paga um *spread* à instituição financeira contraparte e, portanto, entendemos que o conceito de recursos disponíveis deve estar limitado ao que seja necessário para pagamento desse *spread*, afastando-se de uma possível interpretação de que a disponibilidade deve ser entendida em relação ao *notional* da operação, ou ao valor das ações eventualmente recompradas pela instituição financeira por força do programa.

**1.6.2. Art. 6º, § 3º.**

O §3º, tal como está redigido, permitiria que se anunciasse um programa de recompra, e que tal programa seja inclusive aprovado pelo Conselho ou pela assembleia, sem que a companhia tenha os recursos disponíveis. A existência desses recursos seria verificada, na hipótese de aquisição de ações, “no momento da liquidação da aquisição”. Parece-nos que o que se quis dizer é “no momento do início da execução da aquisição de ações”, tendo em vista que o termo “liquidação” pode ser interpretado como o momento da liquidação da operação, ou, ainda, como o momento do encerramento do programa.

Já no caso dos contratos derivativos, pudemos depreender da leitura da minuta ora proposta que o momento da verificação dos recursos disponíveis não é o da liquidação do contrato, mas sim o de sua celebração, que, no nosso entendimento, foi uma escolha regulatória, em princípio oposta à norma do inciso anterior.

**1.6.3. Art. 6º, §6º.**

- Texto da Audiência Pública: “§ 6º Os administradores só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for caso, propor sua



*aprovação pela assembleia geral, se tiverem tomado todas as diligências necessárias para se assegurar de que: [...].”*

- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§ 6º O ~~o~~ Conselho de Administração ~~administradores~~ só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for caso, propor sua aprovação pela assembleia geral, se tiver tomado todas as diligências necessárias para se assegurar de que: [...].”

### **Justificativa:**

Sugerimos alterar a expressão “administradores” para “Conselho de Administração”, em linha com o disposto no art. 5º da minuta ora em audiência pública.

Entendemos, ainda, que o dever imposto aos integrantes do Conselho de assegurar as hipóteses mencionadas nos incisos é incompatível com a natureza do dever de diligência, tendo em vista que os integrantes do Conselho de Administração só podem fazer esse juízo no momento em que aprovam eles próprios a recompra, ou que propõem a aprovação à assembleia. É fato, porém, que a situação financeira da companhia pode se deteriorar materialmente, por motivos imprevisíveis e alheios à sua vontade, ao longo do período máximo de 18 meses para conclusão da operação de aquisição ou alienação.

### **1.6.4. Art. 6º, §6º, inciso I.**

- Texto da Audiência Pública: “[...] I – a situação financeira da companhia é compatível com a liquidação da aquisição em seu vencimento sem afetar o cumprimento das obrigações assumidas com credores nem o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos; e [...]”



- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “[...] I – a situação financeira da companhia é compatível com a conclusão~~liquidação~~ da aquisição em seu vencimento sem afetar o cumprimento das obrigações assumidas com credores nem o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos; e [...]”

### **Justificativa:**

Como já mencionado em itens anteriores, sugerimos a substituição do termo “liquidação” pelo termo “conclusão” com o intuito de eliminar imprecisões terminológicas.

### **1.6.5. Art. 6º, inclusão do §7º.**

- Texto da Audiência Pública: Não há referência.
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§7º. Respeitadas as vedações constantes dos parágrafos anteriores, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução.”

### **Justificativa:**

Sugerimos a inclusão desse parágrafo com o intuito de manter a prerrogativa atualmente existente, já que poderá haver casos, não previstos na norma, em que seja justificável o pedido de aprovação prévia à CVM.

### **1.7. Art. 9º, § 2º.**

- Texto da Audiência Pública: “§ 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas.”



- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “~~§ 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas.~~”

### **Justificativa:**

Não nos parece fazer sentido suprimir o voto das ações eventualmente detidas pela contraparte da companhia nos derivativos, em geral instituições financeiras. Essa instituição pode, no nosso entendimento, legitimamente, querer rentabilizar eventual posição detida ou dela dispor, inclusive alugando-a a terceiros. A supressão do direito de voto afetaria essa, entre outras, possibilidades, sem que tenhamos vislumbrado qualquer benefício de tal regra ao acionista ou ao mercado.

### **1.8. Art. 10.**

Verificados os critérios estabelecidos nesse artigo, tanto o preço do último negócio, quanto o da maior oferta, por se referirem a eventos isolados – o último negócio e a maior oferta – não nos pareceram bons critérios para julgamento da presunção de que trata o caput do dispositivo, ainda que se considere que o critério terá que ser atendido cumulativamente ao dos demais incisos do caput. Sugerimos, inclusive em linha com o próprio inciso II do mesmo dispositivo, que se considere o preço médio dos negócios naquele dia, e não o evento isolado conforme proposto.

Adicionalmente, o dispositivo em questão veda a aquisição de ações pela companhia nos 30 minutos posteriores ao início do pregão e nos 30 minutos anteriores ao fim do pregão. Notamos, entretanto, que os maiores volumes de negociação, em especial das companhias cujas ações não tenham liquidez, costumam ocorrer nesses períodos ora vedada a negociação. Dessa forma, a proibição da realização de negócios pela companhia nesses períodos pode impedir uma execução eficiente de um programa de recompra, uma vez que a



companhia poderá atuar apenas nos momentos em que poucos negócios são realizados com suas ações, indo de encontro, portanto, à própria essência da recompra como mecanismo que gera liquidez à base acionária.

Ressaltamos, ainda, que restrição de atuação de apenas uma intermediária por pregão pode não gerar o resultado pretendido, já que as companhias que adotam a atuação de mais de uma intermediária por pregão o fazem com o intuito de que essas não saibam a totalidade de ações que serão recompradas em um pregão e nem presumam qualquer estratégia da companhia no sentido de acelerar ou desacelerar a execução do programa de recompra. Desse modo, sugerimos que esse não seja um critério balizador para verificação de operações fraudulentas e práticas não equitativas, já que haverá dificuldade em distinguir a hipótese de utilização de mais de uma intermediária por pregão acima exposto, ao nosso ver, legítima, das outras que eventualmente tivessem por finalidade exclusiva criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço.

Não obstante, caso essa Autarquia entenda que tal critério deva ser mantido na Nova 10, sugerimos que a quantidade de intermediárias que possa atuar em cada pregão seja mais do que uma.

### **1.9. Art. 20.**

Sugerimos que a Instrução preveja um prazo de pelo menos 30 dias de “vacatio legis”, com o intuito de evitar que companhias que estejam às vésperas de anunciar programas de recompra se adaptem, às pressas, às novas regras.

### **1.10. Anexo A**

#### **1.10.1. Item 2**

- Texto da Audiência Pública: “2. *Informar a quantidade de ações em circulação;*”





- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: *2. Informar a quantidade de ações em circulação na véspera da publicação do Anexo;*”

**Justificativa:**

Sugerimos a inclusão do trecho acima destacado com o intuito de precisar o dia que servirá como base para o cálculo da quantidade de ações em circulação.

**1.10.2. Item 9.**

- Texto da Audiência Pública: *“9. Indicar o prazo máximo para a liquidação das operações autorizadas;”*
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: *“9. Indicar o prazo máximo para a conclusão~~liquidação~~ das operações autorizadas;”*

**Justificativa:**

Sugerimos substituir o termo “liquidação” pela expressão “conclusão” pelos mesmos motivos já mencionados anteriormente nessa manifestação.

**1.10.3. Item 12.**

- Texto da Audiência Pública: *“12. Especificar as 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;”*
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: *“12. Especificar as razões pelas quais, na data deste anúncio, 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;”*

### **Justificativa:**

Como já mencionado em item anterior, parece-nos que essa manifestação por parte dos administradores deve ser avaliada com cuidado, já que poderá estar sujeita a fatores externos e impossíveis de prever, e que ocorram posteriormente ao anúncio da recompra. Notamos que a inclusão sugerida tem por objetivo delimitar um pouco mais as responsabilidades resultantes da declaração.

### **1.11. Anexo C**

#### **1.11.1. Item 9.**

- Texto da Audiência Pública: “9. Indicar o prazo máximo para a liquidação das operações autorizadas;”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “9. Indicar o prazo máximo para a ~~conclusão~~liquidação das operações autorizadas;”

### **Justificativa:**

Sugerimos substituir o termo “liquidação” pelo termo “conclusão” pelos mesmos motivos expostos em momento anterior nessa manifestação.

#### **1.11.2. Item 12.**

- Texto da Audiência Pública: “12. Especificar as 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;”



- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “12. *Especificar as razões pelas quais, na data deste anúncio, 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;*”

### **Justificativa:**

Como já mencionado em item anterior, parece-nos que essa manifestação por parte dos administradores deve ser avaliada com cuidado, já que poderá estar sujeita a fatores externos e impossíveis de prever, e que ocorram posteriormente ao anúncio da recompra. Notamos que a inclusão sugerida tem por objetivo delimitar um pouco mais as responsabilidades resultantes da declaração.

## **2. ICVM 358/02**

### **2.1. Comentários Gerais**

Entendemos que as seguintes observações, como comentários gerais, poderiam ser consideradas nas alterações propostas:

- (i) o termo “derivativo”, como se sabe, tem origem essencialmente econômica e não jurídica, o que pode trazer insegurança no escopo de aplicação da norma. Nesse sentido, seriam as obrigações de divulgação propostas aplicáveis a derivativos decorrentes de contratos privados, contratos por diferença, e até mesmo aquisição de Certificados de Operações Estruturadas – COE, que estão prestes a serem regulamentados por essa Autarquia. Com o intuito de superar tal insegurança, sugerimos que seja analisada a possibilidade de (a) criação, na norma, de uma definição abrangente de derivativos, (b) criação de uma lista fixa de instrumentos que devessem ser divulgados, ou (c) uma lista de exceções à divulgação



- obrigatória (como nos parece ser o caso dos derivativos resultantes de contratos puramente privados, e cuja aquisição ainda esteja sujeita à implementação de condições contratualmente estabelecidas).
- (ii) alternativamente, a CVM poderia analisar a possibilidade de edição de pareceres de orientação ou de uma nota explicativa manifestando-se sobre o que espera seja objeto de divulgação; e
  - (iii) a obrigatoriedade de divulgação poderia vir acompanhada de exceções. Além da hipótese de “basket” de ações propositadamente deixada de fora pela CVM, mas que, no nosso entendimento, deveria constar de um rol de exceções, não deveria haver a obrigação de divulgação de contratação de derivativos que confirmam exposição econômica a ações, contratados por participantes, em especial instituições financeiras: (a) para atuar como formador de mercado, como tal reconhecido pela regulamentação brasileira ou estrangeira, do valor mobiliário em questão; (b) em razão de solicitação de clientes (“client facilitation”), já que nessa função a instituição detém a posição unicamente para facilitar ao cliente a detenção de exposição ao papel, sem qualquer interesse, entretanto, no desempenho do valor mobiliário subjacente, sendo certo, ademais, que a dispensa da divulgação à instituição financeira não eliminaria a obrigatoriedade de o cliente final divulgar a posição nos casos em que, individualmente, ultrapassar os limites percentuais de aquisição de participação relevante.

Por fim, parece-nos que a maneira proposta para que a divulgação seja feita – pelo somatório das posições diretamente detidas em ações e o número total de ações referenciadas em instrumentos derivativos, ao invés da divulgação pelo efeito líquido das posições detidas e pelo “delta” dos derivativos – poderia ser aprimorada.



Reconhece-se que ambos os métodos têm seus méritos e seus inconvenientes. O do somatório das posições é mais simples de calcular, traz menos custos aos participantes, mas acaba resultando em divulgação ao mercado de mais que 100% do capital que a companhia tem em circulação, já que não permite qualquer abatimento em posições “long” e “short” mantidas em derivativos, por exemplo. O da divulgação líquida e ajustada pelo “delta” tem os ônus da complexidade de cálculo e, pior, de recálculo em função de variações de preço diárias das ações, o que pode acabar levando a divulgações repetidas nos casos em que a posição total detida pelo investidor estiver próxima dos percentuais de divulgação, mas, por outro lado, traz uma medida mais representativa e exata, e portanto, no nosso entendimento, uma informação de melhor qualidade para o mercado.

Para mitigar algumas dessas dificuldades, certas jurisdições adotam o método da divulgação por categorias. Nesse método, as participações significativas detidas pelos investidores são classificadas em três modalidades: (a) ações propriamente ditas, para as participações detidas diretamente em ações ou em títulos conversíveis em ações; (b) derivativos que representem posições vendidas em ações (“posições short”); e (c) derivativos que representem posições compradas em ações (“posições long”). A obrigatoriedade de divulgação surge a partir do momento em que, em qualquer das categorias, o participante ultrapassar os percentuais impostos pela regulamentação aplicável (e então as participações ou a exposição econômica, conforme o caso, das demais categorias deverá também ser divulgada, ainda que isoladamente inferior aos percentuais de informação obrigatória). Sugerimos, ainda, que no caso de adoção dessa alternativa, seja proposto um anexo à Instrução 358, cujos campos deveriam ser preenchidos pelos participantes.



## 2.1. Art. 15A,

### 2.1.1. Art. 15A, §1º, inciso I

- Texto da Audiência Pública: “I – sejam formalizados por escrito perante o conselho de administração e por ele aprovados antes da realização de quaisquer negociações;”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “I – sejam formalizados por escrito perante o conselho de administração ~~e por ele aprovados~~ antes da realização de quaisquer negociações;”

#### **Justificativa:**

Não nos parece que o Conselho de Administração tenha que aprovar o plano, considerando-se que os requisitos para que o citado plano possa ser feito, tal como exigidos pela minuta de norma, são bastante objetivos. A aprovação teria um caráter meramente protocolar, que, no nosso entendimento, apenas a formalização por escrito já seria capaz de alcançar.

### 2.1.2. Art. 15A, §5º

- Texto da Audiência Pública: “§ 5º Os beneficiários dos planos de investimento deverão ser indicados em lista anexa à política de negociação da companhia.”
- Texto proposto pela BM&FBOVESPA: “§ 5º Os participantes~~beneficiários~~ dos planos de investimento deverão ser indicados em lista anexa à política de negociação da companhia.”

**Justificativa:**

Sugerimos a alteração acima com o objetivo de uniformizar com a redação dos §§ 4º e 5º, que falam em “participantes”.

Sendo o que nos cabia no momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

  
Roberto Augusto Belchior da Silva  
Diretor Jurídico