



**Resposta ao Edital de
Audiência Pública SDM nº
06/2020**



OF.DIR - 039/20

São Paulo, 13 de novembro de 2020.

Ilmo. Sr.

Marcelo Barbosa

Presidente

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ilmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Com cópia:

Ilmo. Sr.

Gustavo Gonzalez

Diretor

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM 06/2020

Prezados Senhores,

1. A ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, na qualidade de representante das instituições que atuam nesses mercados, reuniu um Grupo de Trabalho misto, composto por agentes do mercado e membros da Associação, sob a Coordenação do Fórum de Apoio Jurídico, para tratar das alterações propostas no edital de Audiência Pública SDM 06/2020 (“Audiência Pública”), e, conforme discussões tratadas em referido grupo, submete as sugestões e comentários a seguir.



1. Considerações Iniciais

2. Primeiramente, gostaríamos de agradecer à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela propositura da Audiência Pública, que visa ao aperfeiçoamento de seu arcabouço regulatório por meio de alterações na Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“ICVM 358/02”).

3. Nesse sentido, desde já gostaríamos de congratular o esforço desta douta autarquia em visitar uma norma tão cara à manutenção da higidez do mercado e seu desenvolvimento, objetivos de sua atuação previstos no art. 8º, da Lei 6.385/76. Não obstante, trata-se de tema tão relevante quanto complexo, de modo que a revisão ora em curso não é simples, em que pese ser necessária e bem-vinda. Este é o contexto em que se encaixam as considerações ora formuladas.

4. A ANBIMA, enquanto associação representativa de agentes do mercado, acompanha todas as alterações regulatórias no Brasil e nas principais jurisdições no exterior, com vistas a contribuir para a construção normativa no Brasil, sempre buscando alcançar a razoabilidade, proporcionalidade e segurança jurídica que devem permear as relações econômicas.

5. Desta forma, a ANBIMA e os membros do Grupo de Trabalho, em linha com a visão participativa da construção da regulação adotada pela CVM, vêm, por meio deste, apresentar considerações visando a contribuir para a eficiência regulatória da autarquia, com o objetivo de construir uma nova norma que seja mais robusta e, ao mesmo tempo, atinente à realidade do mercado.

6. Em linha com o acima citado, buscaremos, também, trazer considerações sobre a experiência regulatória estrangeira. Longe de buscar uma importação pontual e não refletida de normas estrangeiras, acreditamos que esta análise possa contribuir para trazer maior clareza sobre o impacto de certas alterações propostas na minuta da Audiência Pública, sem que nos olvidemos do modelo consolidado da regulação brasileira e suas particularidades.

7. Em suma, as considerações que ora trazemos têm a intenção de proporcionar segurança aos agentes do mercado para realizar práticas legítimas e de ampla disseminação entre participantes do mercado, sem, contudo, mitigar a capacidade da CVM de regular o mercado e coibir condutas ilícitas, nos termos da legislação



e regulamentação aplicáveis. O grande potencial da nossa contribuição na presente Audiência Pública, nos termos acima, situa-se em trazer o mercado para dentro da regulação, reduzindo custos de observância ao mesmo tempo em que construímos uma norma mais robusta.

8. Nos itens a seguir, faremos reflexões específicas sobre 4 artigos da minuta proposta na Audiência Pública: (i) 13; (i) 14-A; (iii) 15-A; e (iv) 20. Para cada artigo, apresentaremos nossas percepções gerais sobre a redação proposta pela CVM e solicitaremos esclarecimentos específicos da autarquia ou sugeriremos alterações pontuais de redação, em trechos sublinhados. Ao final de cada item, compilaremos as sugestões apontadas e proporemos uma nova redação a trechos de cada artigo. Ressaltamos, porém, que cada uma das sugestões de alteração de redação e pedidos de esclarecimento devem ser considerados de maneira individual e independente.

2. Pontos para análise

i. Artigo 13

9. O artigo 13 da minuta da Audiência Pública trata da definição do uso de informação privilegiada, com algumas inovações sobre o atual artigo 13 da ICVM 358/02. Quanto a tais inovações, nos debruçaremos, neste momento, sobre aquelas presentes no caput.

a. “Compra ou Venda”

10. Nesse sentido, chamamos atenção, de início, à utilização da expressão, “compra e venda”, no caput do artigo proposto, em substituição ao termo “negociação” presente na redação original. Trata-se, em ambos os casos, de expressões de conceituação ampla, abertas. Notamos, porém, que, embora também aberta, a expressão “negociação” é aquela atualmente utilizada, sobre a qual foi erigida a jurisprudência da CVM e em relação à qual o mercado orientou-se. Dessa forma, entendemos que a substituição de uma expressão por outra acaba por trazer mais incertezas à aplicação da norma frente à redação atual. Nesse sentido, pedimos que a CVM substitua o termo “compra ou venda” por “negociação”, restaurando a redação original.

b. “Valores mobiliários”



11. Ademais, chamam atenção duas supressões na redação do referido caput. A primeira é a supressão da previsão de incidência da norma apenas sobre fato relevante ocorrido nos negócios da companhia. A segunda trata do fim da restrição a negociação, fruto da informação privilegiada, apenas aos valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. Acreditamos que tais alterações possam trazer mais incertezas à aplicação da norma, uma vez que se afastam do texto original, que vem orientando os participantes de mercado até o momento. Notamos que a alteração do escopo da norma através da nova redação é significativa e, mais uma vez, acreditamos que acabe por trazer mais incertezas à sua aplicação. Considerando não terem sido propostas alterações ao artigo 1º da ICVM 358/02, a interpretação sistemática da norma nos indica não haver intenção de ampliar seu escopo para valores mobiliários não regidos pela Lei 6.404/74. Nesse sentido, propomos que o caput volte a prever sua aplicação sobre informação relevante sobre os negócios da companhia ainda não divulgada ao mercado e sobre valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados.

12. Além das alterações de redação do caput, a nova versão proposta do artigo 13 traz como novidade a inclusão de uma série de presunções relativas para configuração da prática de *insider trading*. Em realidade, não se trata propriamente de uma inovação, mas sim de alterações redacionais promovidas pela CVM na norma para, nos termos descritos no edital, aproximar a redação da ICVM 358/02, nos trechos que tratam de negociações por *insiders*, da interpretação historicamente consolidada na CVM sobre o tema, ou seja, substituindo, em regra, menções que sugerem a existência de vedações à negociação por presunções relacionadas à possível prática de uso indevido de informações. Este aspecto da reforma é evidentemente benéfico por aproximar o texto da regra da forma como ela é interpretada, conforme jurisprudência consolidada da CVM.

c. Defesas afirmativas de regularidade

13. Ao mesmo tempo, exceto pelos planos de investimento, a minuta em audiência não traz o reconhecimento de presunções de regularidade para certas situações conhecidas no mercado e que de antemão se poderiam vislumbrar como provavelmente legítimas. Em que pese ser compreensível um certo cuidado do regulador com o tema, entendemos, em linha com posicionamentos anteriores da ANBIMA acerca da importância e dos benefícios do reconhecimento de situações legítimas, ser tanto natural, considerando o grau de amadurecimento do mercado brasileiro e da jurisprudência da CVM, como imprescindível a reflexão, na presente Audiência Pública, sobre a opção da minuta acima referida e possíveis alternativas de abordagem

na regulação¹, que possam ser mais eficientes ao proporcionar aos participantes de mercado segurança quanto ao reconhecimento de condutas legítimas amplamente disseminadas no mercado, bem como redução do custo de observância e a adoção de boas práticas. Embora seja verdade que o regime de presunções de ilicitude seja flexível, por permitir a prova em sentido contrário em qualquer situação, também é verdade, em contrapartida, que tal regime cria elevada insegurança jurídica, por ser um sistema casuístico, que exige, muitas vezes, pronunciamentos em sede de processo sancionador. Desse modo, não oferece diretrizes a priori sobre as condutas consideradas lícitas pelo regulador.

14. Nesse sentido, e para auxiliar nessa reflexão, encontramos em jurisdições estrangeiras um leque mais amplo de presunções de regularidade, que visam dar amparo a operações legítimas.

15. Citamos, por exemplo, as previsões do Regulamento da União Europeia n. 596/2014, chamado de *Market Abuse Regulation* (“MAR”). De acordo com seu art. 9º, não se presume o uso de informação privilegiada caso a pessoa jurídica detentora da informação: (i) tenha mantido procedimentos e políticas internas adequadas capazes de mitigar o uso da informação privilegiada; e (ii) não tenha encorajado o uso da informação privilegiada. De acordo com o artigo 9º, também não se presume que ocorreu *insider trading* quando a negociação: (i) foi fruto de ordem ou contrato celebrado antes do conhecimento da informação privilegiada; ou (ii) é decorrente de obrigação legal ou regulamentar. Ademais, não se presume a ocorrência de *insider trading* quando da obtenção de informação privilegiada no decurso de uma oferta pública de aquisição ou fusão com uma sociedade e utilização dessa informação privilegiada apenas para efeitos de prosseguir com essa fusão ou oferta pública de aquisição, desde que, no momento de aprovação da fusão ou aceitação da oferta pelos acionistas dessa sociedade, qualquer informação privilegiada tenha sido divulgada ou tenha, de outra forma, deixado de constituir informação privilegiada. Por fim, não se presume o uso de informação privilegiada no caso de *market makers* e de execução de ordens de clientes.²

¹ Dentre as quais, conforme adiante referimos, a edição de atos não normativos sob o art. 2º da Resolução CVM 1.

² O artigo 9º do MAR também esclarece que o mero fato de uma pessoa utilizar o seu próprio conhecimento de que decidiu adquirir ou alienar instrumentos financeiros na aquisição ou alienação desses instrumentos financeiros não constitui, por si só, utilização de informação privilegiada.



16. A jurisdição da SEC, por sua vez, prevê as defesas afirmativas estabelecidas na Rule 10b-5-1.³ Em linhas muito gerais, podemos dizer que, na primeira parte do dispositivo, uma negociação não é considerada *insider trading* se demonstrado que ocorreu em conformidade com (i) um contrato para a negociação do valor mobiliário, (ii) uma instrução a terceiros para negociar o papel, ou (iii) um plano para negociação desse papel, sendo este terceiro caso o correspondente aproximado dos planos de investimento previstos no art. 15-A da Instrução CVM 358. O mecanismo utilizado (contrato, plano ou instrução), que deve sempre ser previamente estabelecido, deve prever, conforme o caso, (i) a quantidade, o preço e a data de negociação, (ii) a utilização de uma fórmula, algoritmo ou programa de computador para determinação dessa quantidade, preço e data; ou (iii) a impossibilidade de exercício de influência acerca da forma, momento ou da própria realização da negociação, por pessoas que possuam informação privilegiada. Na segunda parte do dispositivo, estabelece-se uma defesa afirmativa adicional por meio da qual pessoas jurídicas podem demonstrar a não ocorrência de negociação de posse de informação privilegiada se demonstrado, conjuntamente, que o indivíduo que realizou as operações não tinha conhecimento da informação privilegiada, e que a pessoa jurídica havia adotado políticas e procedimentos razoáveis para prevenir a ocorrência de *insider trading*. Como visto, das quatro situações de defesas afirmativas previstas na Rule 10b5-1, somente uma delas (os planos de investimento, ou *trading plans*) encontra correspondente aproximado na Instrução CVM 358, já consideradas as alterações propostas na minuta da Audiência Pública.

17. Ainda que os mecanismos de legislações estrangeiras difiram eventualmente dos meios a serem utilizados pela CVM, gostaríamos de ressaltar a importância da reflexão sobre a necessidade de fazer constar em norma da CVM presunções ou orientações de como os agentes poderão se defender em caso de suspeita de negociações irregulares. Nossa intenção com esta ponderação não é a de criar um rol exaustivo de situações de regularidade, até porque não seria cabível no regime jurídico brasileiro, ou um jogo de contraposição entre presunções de legalidade e ilegalidade, mas tão somente ressaltar a importância e a necessidade do reconhecimento de mecanismos que confirmam maior segurança jurídica aos agentes do mercado para a execução de práticas legítimas e disseminadas para além da previsão dos planos de investimento.

³ A ANBIMA tem pleno conhecimento das diferenças mais amplas entre o regime brasileiro e norte-americano no tratamento do tema da negociação com informação privilegiada, bem como de que, por meio da Rule 10b5-1, a SEC estabelece um rol exaustivo de defesas afirmativas, ainda que a legalidade dessa abordagem seja contestada por comentaristas norte-americanos. Pela relevância da regulação norte-americana no mercado de valores mobiliários, nesta perspectiva de direito comparado, pareceu-nos, porém, inevitável fazer referência à regra vigente naquela jurisdição. Evidentemente, nestes comentários da ANBIMA a referência tem por objetivo somente colocar a discussão da audiência em perspectiva, demonstrando o tratamento da proteção e segurança a operações legítimas em outras jurisdições, sem propor uma reprodução exata do regramento vigente numa ou outra jurisdição.



18. Salientamos, nesse sentido, a importância do reconhecimento de tais mecanismos, ainda que de forma gradual. Seja pelos mecanismos não normativos previstos na Resolução CVM n.º 1, de 6 de agosto de 2020, seja por outros mecanismos de esclarecimento ou combinação de mecanismos, uma vez que tal abordagem conferiria maior segurança aos agentes do mercado frente ao risco de potenciais mudanças de jurisprudência da CVM que afetem práticas disseminadas no mercado, ou mesmo o risco de reconhecimento da jurisprudência favorável somente após longo e custoso processo de discussão, riscos estes que geram insegurança, perda de eficiência regulatória, e custos de observância. Independentemente da forma adotada, ressaltamos a importância da participação do mercado durante as futuras discussões conduzidas sobre o reconhecimento destes mecanismos.

19. Nesse sentido, entendemos necessário que a CVM desde já codifique na norma algumas situações já reconhecidas em jurisprudência ou em outros normativos como defesas válidas que podem ser arguidas pelos agentes em sua defesa em qualquer situação de suspeita de *insider trading*. Não se trata de criar novas presunções legais de regularidade da conduta do agente, mas sim de um reconhecimento pela CVM de que determinadas condutas ou cuidados são formas adequadas para se mitigar o risco de uma condenação de *insider trading*, especialmente nas hipóteses em que o agente negociou um valor mobiliário em uma situação que caracterizaria uma presunção de irregularidade daquela negociação, caso o novo art. 13 entre em vigor como proposto.

20. Desta maneira, não seria afetada a competência e capacidade da CVM de acusar e condenar agentes mesmo que verificada uma destas hipóteses, bem como os agentes poderiam levantar ao longo do processo novos argumentos em seu favor permitindo que o mercado continue evoluindo e as condutas irregulares continuem sendo sancionadas. No entanto, o mercado como um todo ganharia em segurança jurídica com a uniformização de práticas, diminuição dos custos de observância, e diminuição do risco de que em algum momento no futuro se deixe de reconhecer como adequados alguns comportamentos já consolidados.

21. Listamos abaixo algumas situações em que entendemos já haver consolidação de práticas do mercado e da jurisprudência da CVM, de modo a permitir seu reconhecimento na norma, desde já como defesas afirmativas:

- a) **Chinese wall:** A primeira destas situações é a criação de barreiras de informação, por procedimentos, regras e controles de segregação, comumente conhecida como *chinese wall*, inclusive em situações em



que a existência dessa segregação de atividades já decorre de exigência da regulamentação⁴. Nessa situação, caso se demonstre que havia uma devida segregação entre áreas que sejam o “*private side*”, onde há contato com a informação privilegiada, e áreas que sejam o “*public side*”, onde não há contato com a informação privilegiada, deveria se reconhecer em norma que, em condições normais, a negociação de valores mobiliários feitas por áreas “*public side*” e na presença de controles adequados seja um argumento de defesa que será levado em consideração pela CVM durante a investigação de qualquer suspeita de negociações irregulares. Além de o *chinese wall* já ter sido reconhecido na jurisprudência CVM e ser exigência em outras normas da CVM como nas que tratam da administração e gestão de recursos de terceiros, esse tipo de regra de barreira de informação existe também nos ordenamentos europeu e norte-americano, como detalhado mais acima. Diferente da legislação americana em que o *chinese wall* é uma presunção absoluta de regularidade, a barreira de informação seria uma prática que se observada será considerada pela CVM como indício de que não houve irregularidade. Em outras palavras, do mesmo modo que as presunções do §1º do art. 13 refletem no texto exposto da norma precedentes da CVM, parece-nos que seria recomendável um reconhecimento mais exposto pela CVM de que procedimentos de segregação adequados, inclusive nas circunstâncias em que tais procedimentos correspondem a exigências regulatórias expressas, constituem uma defesa legítima capaz de afastar presunções de acusação. Note-se a relevância do reconhecimento claro da disponibilidade desta defesa, conforme a abrangência que eventualmente se dê, na leitura do art. 13, §1º, I da minuta, ao alcance daquela disposição.

- b) **Negociações que não alterem a exposição econômica ao valor mobiliário:** Ademais, e similarmente, entendemos que operações realizadas apenas para atender à solicitação de um cliente, operações realizadas unicamente para fins de *hedge*, ou na condição de formador de mercado, são operações corriqueiras de mercado em que não deveria haver em circunstâncias normais presunção de utilização de informação privilegiada. Seria importante que fossem reconhecidas como uma defesa válida as negociações em que o agente não alterou sua exposição total na variação do preço de um valor mobiliário. Por exemplo, ao negociar um valor mobiliário para fins de *hedge* de uma operação contratada com um cliente, o agente está simplesmente neutralizando sua exposição econômica de forma que eventual informação privilegiada não teria qualquer relevância no resultado final da estrutura para o agente que negociou o valor mobiliário. Outra situação comum desse tipo é aquela em que se busca realizar a arbitragem de preços entre diferentes instrumentos e ou instrumentos

⁴ Por exemplo, os arts. 24 e 25 da Instrução CVM 558 e o art. 20 da Instrução CVM 592.



semelhantes em diferentes mercados. A CVM já reconheceu ambas as situações como legítimas no inciso II, do art. 48 da ICVM 400 e esta seria a oportunidade ideal para sinalizar ao mercado de forma definitiva de que esse tipo de alegação encontraria respaldo dentro da CVM e que será considerado antes de qualquer decisão final sobre o tema.

- c) **Contratação com Terceiros:** Também poderia ser levantada como defesa afirmativa de que não foi praticado *insider trading* quando a negociação: (i) foi fruto de ordem ou contrato celebrado antes do conhecimento da informação privilegiada; ou (ii) é decorrente de obrigação legal ou regulamentar. Essas seriam situações em que o agente não tem a discricionariedade para operar, tornando irrelevante o fato dele ter tido acesso à informação privilegiada. Por exemplo, no caso de negociações realizadas com o fim de cumprir um mandato de formador de mercado ou para liquidar compras e vendas a termo, situações também já reconhecidas no inciso II, do art. 48 da ICVM 400.
- d) **Defesas afirmativas nas jurisdições europeia e americana:** Haja vista sua consolidação nas normas de direito estrangeiro, entendemos que seja pertinente, também, a internalização no direito pátrio das presunções de legitimidade acima mencionadas no parágrafo 15. Assim, a partir do MAR poder-se-ia afastar a presunção de uso de informação privilegiada caso a pessoa jurídica detentora da informação: (i) tenha mantido procedimentos e políticas internas adequadas capazes de mitigar o uso da informação privilegiada; e (ii) não tenha encorajado o uso da informação privilegiada. Também não se presumiria que ocorreu *insider trading* quando a negociação: (i) foi fruto de ordem ou contrato celebrado antes do conhecimento da informação privilegiada; ou (ii) é decorrente de obrigação legal ou regulamentar. Ademais, não se presumiria a ocorrência de *insider trading* quando da obtenção de informação privilegiada no decurso de uma oferta pública de aquisição ou fusão com uma sociedade e utilização dessa informação privilegiada apenas para efeitos de prosseguir com essa fusão ou oferta pública de aquisição, desde que, no momento de aprovação da fusão ou aceitação da oferta pelos acionistas dessa sociedade, qualquer informação privilegiada tenha sido divulgada ou tenha, de outra forma, deixado de constituir informação privilegiada. Por fim, não se presumiria o uso de informação privilegiada no caso de formadores de mercado e de execução de ordens de clientes. Já da Rule 10b-5, poderia ser extraída a presunção de regularidade de operações feitas com base em um contrato para a negociação do valor mobiliário ou uma instrução a terceiros para negociar o papel, que atendam às regras previstas para tais contratos ou delegações/instruções naquela jurisdição.



22. Essas são apenas algumas situações e argumentos em que, no entender dos participantes do grupo da ANBIMA, já existiria uma jurisprudência e prática de mercado consolidadas o bastante para que sejam reconhecidas na norma da CVM como defesas afirmativas em caso de acusações de irregularidade.

23. Ressaltamos que este se trata de um tema complexo e que rol acima proposto é apenas exemplificativo, elaborado com base na doutrina e jurisprudência nacional e internacional, e que, em linha com o mencionado anteriormente, poderá ser elaborado e expandido com a participação conjunta da CVM e do mercado e que não limita o rol de defesas que podem ser arguidas pelos agentes no âmbito de investigações ou procedimentos administrativos sancionadores perante a CVM.

24. Portanto, solicitamos que a CVM considere a inclusão na Instrução 358/02 das defesas afirmativas elencadas acima, bem como outras situações que entenda adequadas, permanecendo a ANBIMA à disposição para discutir aprimoramentos ou quais situações ou argumentos poderiam ser elencados em tal rol exemplificativo.

d. Informações relevantes

25. Por fim, acreditamos que os incisos V e VI, ao propor definições ao conceito de “informação relevante” acabam por desempenhar a mesma função do artigo 2º da própria ICVM 358/02, trazendo uma redação embora semelhante, não idêntica. Desta maneira, entendemos que a repetição parcial destes conceitos acaba sendo redundante, ao mesmo tempo em que gera insegurança quanto ao alcance do artigo 2º. Desta maneira, propomos a exclusão dos incisos V e VI da norma.

26. Subsidiariamente, caso sejam mantidos os referidos incisos, entendemos que seja pertinente a realização de um ajuste em sua redação. Acreditamos que não seja uma previsão regulatória clara e eficiente a incidência das presunções dos incisos V e VI desde “o momento em que há intenção de” realizar operações. Trata-se a “intenção” de elemento subjetivo não aferível e que, em si, não representa nada em concreto. Esta previsão, assim, se incluída da forma como proposta, reduzirá a clareza da norma e trará dúvidas quanto ao seu adequado cumprimento, inclusive por terceiros que têm relacionamento comercial ou profissional com a companhia aberta e que podem participar de discussões sobre tais temas em estágios bem incipientes e

meramente exploratórios. Dessa forma, sugerimos a substituição em ambos os incisos da expressão “intenção” por “decidida ou projetada”, em linha com o artigo 48, caput, da Instrução CVM nº 400.

Sugestão de redação

27. De modo a garantir a clareza de nossas sugestões e facilitar sua análise por esta D.CVM, consolidados todos os ajustes acima sugeridos, propomos a seguinte redação ao artigo, conforme versão proposta na Audiência Pública:

Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante **sobre os negócios da companhia** ainda não divulgada **ao mercado**, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante **a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados.**

~~[V – são relevantes as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão, a partir do momento em que há intenção de que sejam realizadas; e~~

~~VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que há intenção de realizá-lo.]~~

ou

[V – são relevantes as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão, a partir do momento em que for decidida ou projetada ~~há intenção de que sejam realizadas;~~ e



VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que for decidida ou projetada ~~há intenção de realizá-lo.~~]

ii. Artigo 14-A

28. Passamos, então, às considerações referentes ao artigo 14-A. A principal inovação trazida por este artigo é a previsão de vedação objetiva, que dá especial relevo às nossas preocupações com a proteção a operações legítimas e com custos de observância.

29. Ainda que possamos compreender o intuito da CVM descrito no item 3 do edital de audiência⁵, é importante que ressaltemos a complexidade regulatória criada pela introdução de vedações objetivas. Retomamos, nesse sentido, nossos comentários feitos acima com relação ao regime de presunções. Em nosso entendimento, o regime de presunções e a possibilidade de propositura de ação penal já representam forte desestímulo a práticas indesejadas, sem que se incorra nos custos de observância que identificamos nas vedações objetivas. Isso porque o regime de presunções é casuístico, depende do julgamento de mérito pela CVM. Assim, práticas que recaiam sobre o regime de presunções já representam uma insegurança e um risco desnecessários e largamente indesejados pelos agentes do mercado. É o que se verifica, por exemplo, da análise da política de negociação de uma série de companhias abertas, que já vedam a realização de operações que pudessem incorrer nestas presunções, mas que, no entanto, e especialmente quando se trata de negociações pela companhia ou pessoas jurídicas do mesmo grupo, notadamente no caso de conglomerados financeiros, podem perfeita e adequadamente trazer exceções à referida vedação para permitir a realização de operações legítimas, e.g. aquelas necessárias nos contextos de cumprimento de obrigações previamente assumidas, operações não direcionais, operações realizadas por conta de terceiros, ou relacionadas ao atendimento de clientes, ou mesmo combinações envolvendo essas situações.

30. Dadas todas as preocupações suscitadas por este novel artigo, cabe que nos debruçemos em maior detalhe sobre sua redação.

⁵ No item 3 do edital de audiência, a CVM, após descrever a regra europeia e a prática das companhias americanas, defende que a criação da vedação objetiva traria os benefícios de evitar transações que afetem a credibilidade de mercado, de prover celeridade e eficiência ao julgamento de casos em que não há indício de *insider trading* e de diferenciar o tratamento das situações que não têm o mesmo potencial ofensivo dos casos de uso indevido de informação privilegiada.

a. “Companhia” e “Controlador”

31. De início, salientamos que, ao contrário de jurisdições estrangeiras, a redação proposta inclui, dentre os sujeitos abarcados pela vedação objetiva, a própria companhia e seus controladores, até mesmo indiretos. Em nossa visão, tal inclusão faz com que um leque amplíssimo de novas, e muitas vezes complexas, situações passe a recair sobre a vedação objetiva, especialmente quando combinada com o alcance das expressões “por conta de terceiros” e “direta ou indiretamente”. Nesse contexto, conglomerados econômicos inteiros, inclusive de agentes de mercado, acabariam abarcados pela vedação objetiva, sendo impedidos de realizar operações legítimas, mesmo sem ter qualquer contato com informações privilegiadas. Dentre tais operações, estão, a título exemplificativo, aquelas legitimamente realizadas por agentes de mercado como intermediários nos mercados atuando por demanda de seus clientes, assim como típicas e legítimas operações de Tesouraria realizadas por instituições financeiras. Nossa primeira sugestão é, portanto, a retirada dos termos “companhia” e “controlador” do caput do referido artigo proposto⁶.

32. Sem prejuízo ao pleito de exclusão da companhia aberta e dos acionistas controladores da aplicação da vedação objetiva prevista na sugestão de artigo 14-A da norma em comento, cumpre-nos solicitar

⁶ Cumpre mencionar, a título de referência, que a regulação europeia, através do MAR, acima mencionado, trata especificamente apenas das operações efetuadas por dirigentes, “Artigo 3.o Definições. Para efeitos do presente regulamento, entende-se por: 25): “«**Dirigente**», uma pessoa no seio de um emitente, um participante no mercado de licenças de emissão ou outra entidade referida no artigo 19º, nº 10, que seja: a) Membro dos órgãos de administração, de gestão ou supervisão dessa entidade, ou b) Um responsável de alto nível que, não sendo membro dos órgãos mencionados na alínea a), possui um acesso regular à informação privilegiada relativa, direta ou indiretamente, a essa entidade e o poder de tomar decisões de gestão que afetem a evolução futura e as perspectivas empresariais dessa entidade;” e “Artigo 19. Operações de dirigentes. 11. Sem prejuízo dos artigos 14 e 15, um **dirigente** de um emitente não deve efetuar qualquer operação por conta própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, relacionada com as ações ou os instrumentos de dívida do emitente ou com os derivados ou outros instrumentos financeiros com eles relacionados durante um período de negociação limitada de 30 dias úteis antes do anúncio de um relatório financeiro intercalar ou de um relatório anual, que o emitente deve divulgar segundo as: a) Regras da plataforma de negociação em que as ações do emitente são admitidas à negociação; ou b) A legislação nacional.; 12. Sem prejuízo dos artigos 14 e 15, um emitente pode permitir que um dirigente seu efetue operações por conta própria ou de terceiros durante um período de negociação limitada, nos termos referidos no nº 11: a) Caso a caso, devido à existência de circunstâncias excepcionais, como graves problemas financeiros, que exijam a venda imediata das ações; ou b) Devido às características da negociação em causa nas operações realizadas no ou relacionadas com o âmbito de um regime de participação dos trabalhadores, regimes de garantia ou de direito a ações no caso de operações em que não existe alteração da titularidade do valor mobiliário relevante. 13. A Comissão fica habilitada a adotar atos delegados nos termos do artigo 35.o, especificando as circunstâncias em que a negociação durante um período de encerramento pode ser autorizada pelo emitente, conforme referido no n.º 12, inclusive as circunstâncias consideradas excepcionais e os tipos de operações que justifiquem a autorização de negociação.”

esclarecimentos em relação à manutenção da possibilidade de deferimento do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da companhia emissora até sua efetiva divulgação, nos termos da Deliberação CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, que dispensou a observância da vedação prevista no art. 14, §4º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“ICVM 400/03”), conforme alterada. Entendemos que seria salutar ao mercado a manutenção dessa faculdade de possibilitar o registro de ofertas públicas de ações de emissão de companhias abertas ou de titularidade de seus acionistas controladores durante o período que antecede a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP), sem que tais atos configurem qualquer violação ao artigo 14-A ora proposto, desde que observado o disposto na referida Deliberação e na regulamentação aplicável.

b. “Por conta de terceiros”

33. Ressaltamos, em linha com o acima mencionado, que também a expressão “por conta de terceiros” traz, naturalmente, maiores complexidades à aplicação da norma, e somente nos parece viável se as negociações da companhia, pessoas jurídicas controladoras da companhia e outras pessoas jurídicas controladas pela companhia ou seus controladores não forem alcançadas pela vedação, como acima proposto. Para as negociações da própria companhia em geral, e especialmente as negociações da própria companhia por conta de terceiros, o atual regime de presunções parece ser adequado à função de desestímulo de condutas, nos termos aqui já expostos.

34. Ademais, a expressão “por conta de terceiros” gera particular receio de impacto indevido sobre gestoras de fundos de investimento que componham conglomerados com companhias abertas, devidamente segregadas nos termos da regulamentação aplicável, situação sobre a qual, no regime atual de presunções, sequer recairia qualquer restrição a negociações na ausência de posse ou utilização de informação pela sociedade ou área de gestão de recursos devidamente segregada. Diga-se de passagem, também neste contexto a inclusão da companhia e seus controladores parece sugerir um alcance e complexidade à vedação objetiva prevista na minuta muito maior do que o previsto no regime europeu. Pedimos, dessa forma, que a CVM esclareça que não há incidência da vedação objetiva caso os gestores já estejam em conformidade com os controles internos e barreiras de informação apropriados nos termos da regulamentação aplicável, notadamente a Instrução CVM 558 de 26 de março de 2015 e, evidentemente, as disposições sobre conflito de interesses da Instrução 555 de 17 de dezembro de 2014, em seu artigo 102, §§2º e 3º, conforme aplicáveis.

35. Ademais, devido à preocupação com os efeitos negativos não previstos pela CVM que a inclusão das negociações “por conta de terceiros” na nova vedação objetiva pode trazer, sugerimos a exclusão da expressão “por conta de terceiros”.

c. Alcance da expressão “por conta de terceiros”

36. Subsidiariamente, caso não seja excluída a expressão “por conta de terceiros”, entendemos que devam ser realizados esclarecimentos pela CVM quanto ao alcance da expressão.

37. Fazemos especial menção a operações envolvendo derivativos. Uma operação de derivativo é um ato de negociação cujos termos são acertados quando de sua contratação, data na qual deverão ser observadas todas as regras da CVM, incluindo a proibição de contratação em períodos restritos ou na posse de informações relevantes e não divulgadas ao mercado.

38. A decisão de negociar um valor mobiliário para fins de hedge ou não é uma decisão autônoma que não é influenciada a priori pela outra parte do derivativo, até mesmo porque as partes numa operação de derivativo têm interesses opostos na variação do valor mobiliário referência.

39. Apesar do Edital não ter abordado diretamente o tema das operações de derivativos, uma decisão recente da CVM em sede de análise de consulta formulada pelo mercado gerou o entendimento entre agentes do mercado de que a CVM consideraria que a negociação pelo banco de ações de emissão de uma companhia para honrar compromissos assumidos em uma operação de derivativo referenciada nessas ações seria entendida também como uma negociação indireta da própria companhia.

40. Essa leitura pelo mercado surgiu com a resposta ao Processo CVM nº 19957.009291/2017-87 que analisou uma estratégia específica de recompra de ações por uma companhia aberta que contrataria um banco para realizar essa recompra. Essa estratégia de recompra objeto da consulta é prática comum em outras jurisdições por meio da contratação de um derivativo, em que a companhia terá a certeza de que irá adquirir uma certa quantidade de ações em data futura e por um preço determinável, de acordo com o contrato de derivativo, tratando-se de operação legítima.

41. Nesse contexto, alguns participantes do mercado entenderam que o novo art. 14-A conforme proposto na minuta da Audiência Pública poderia ter como objetivo vedar situações semelhantes na qual a companhia

aberta buscase recomprar suas ações por meio de derivativos de ações contratados com bancos, dado que a CVM entenderia que o banco estaria agindo em nome e por conta da companhia aberta e que a negociação em períodos restritos estaria absolutamente vedada.

42. Entendemos que esse não era o objetivo inicial da CVM, ou seja, a CVM não objetiva equiparar operações de derivativos a operações realizadas por conta das pessoas listadas no art. 14-A. Desta maneira, pedimos que esclareçam no âmbito da resposta ao Edital que a contratação de derivativos não significa, a priori, que a contraparte esteja agindo em nome de alguma das pessoas citadas no art. 14-A, sem prejuízo de ser demonstrada qualquer fraude, simulação ou abuso de forma que descaracterize o derivativo como um contrato bilateral em que as partes agem de forma independente e com interesses predominantemente opostos.

d. “Qualquer operação”

43. Também aqui ressaltamos que a minuta apresentada para a Audiência Pública utilizou a expressão qualquer “operação” no caput do artigo 14-A. Ressaltamos, novamente, que a utilização desta expressão no lugar de “negociações” pode criar dúvidas acerca de interpretação, levando eventualmente a leituras indesejáveis como por exemplo, ao impedimento à entrega de ativos em garantia. Dessa forma, sugerimos a substituição da expressão “qualquer operação” por “negociações”, expressão já consagrada na regulamentação e na prática do mercado brasileiro.

e. “Direta ou indiretamente”

44. Outra reflexão pertinente diz respeito à utilização da expressão “direta ou indiretamente”. Isso porque o alcance a operações indiretas já é abordado no art. 20, II, e a sobreposição das duas disposições traz redundância e dúvidas de interpretação. Além disso, a combinação do uso da expressão com a inclusão de “companhia” e “controladores” daria à vedação objetiva no Brasil uma abrangência ainda mais ampla, potencializando a diferença de amplitude entre o regime europeu e brasileiro anteriormente comentada, conforme demonstram vários exemplos acima mencionados. Assim, sugerimos a exclusão da expressão “direta ou indiretamente”.

f. Vedação objetiva autônoma



45. Por fim, ressaltamos que, em nossa visão, o artigo 14-A cria uma vedação objetiva autônoma, isto é, não se trata do crime de *insider trading*. Dessa forma, entendemos que a violação exclusivamente à vedação administrativa objetiva prevista no artigo 14-A não deveria constituir, isoladamente considerada (isto é, desacompanhada de outros elementos), indício suficiente da ocorrência de crime de insider, que justifique comunicação sob o artigo 9º da Lei Complementar 105 de 10 de janeiro de 2001. Assim, em nossa visão, a CVM não deveria oficiar o Ministério Público a respeito de tais condutas, por não configurarem crime. Nesse sentido, gostaríamos de solicitar que a CVM esclareça o entendimento de que não se pretende oficiar o Ministério Público sobre condutas que se enquadrem exclusivamente na vedação objetiva prevista no artigo 14-A.

Sugestão de redação

46. De modo a garantir a clareza de nossas sugestões e facilitar sua análise por esta D.CVM, consolidados todos os ajustes acima sugeridos, propomos a seguinte redação ao artigo, conforme versão proposta na Audiência Pública:

Art. 14-A. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A e sem prejuízo do disposto no art. 13, ~~a companhia, os acionistas controladores~~, seus diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, não poderão efetuar qualquer ~~negociação, por conta própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente~~, com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia.

iii. Artigo 15-A

47. De início, em linha com as considerações aqui feitas, louvamos a ampliação da incidência dos planos de investimento, que servem de exceção às presunções do artigo 13. Conforme mencionado no edital da Audiência Pública em seu item 4, os requisitos atualmente previstos na norma para os planos de investimento são excessivamente rigorosos, sendo que o edital trouxe uma importante flexibilização ao propor que “todo aquele



que tenha algum tipo de relação com uma companhia aberta que potencialmente lhe torne sujeito às presunções de que trata o § 1º do art. 13 possa formalizar plano individual de investimento.”

48. Por mais que, em nossa visão, a extensão do rol de sujeitos habilitados exija as adaptações aqui sugeridas, gostaríamos de registrar nosso pedido para que esta previsão seja mantida na versão final da nova norma editada, independentemente do acatamento ou não das sugestões contidas neste Ofício. Pessoas que tenham grande envolvimento com uma determinada companhia, até mesmo fundos de investimento, podem ter interesse na adoção de planos de investimento para dar maior segurança às suas negociações em atenção às presunções do artigo 13, hipótese que merece guarida. Neste sentido, o item 4 do edital da Audiência Pública menciona especificamente que com as alterações trazidas pela minuta “a compra ou venda de valores mobiliários passa a poder estar associada a aportes e resgates feitos por cotistas de um fundo de investimento que mantenha relacionamento com a companhia aberta e por essa razão queira se valer de um plano de investimento”. A ANBIMA entende que esta previsão seja importante, e, no contexto da aplicação da vedação objetiva, nos termos da minuta, a negociações “por conta de terceiros”, imprescindível pois, em tal período, no cenário referido no trecho acima transcrito do item 4 do edital, o plano de investimento parece ser, nos termos da minuta em audiência, a única alternativa para viabilizar a negociação, mesmo em situações legítimas em que não houvesse atuação discricionária do gestor, como, por exemplo, a de um fundo de investimento dedicado exclusivamente a um único papel e que tenha recebido uma aplicação ou pedido de resgate.

49. Ultrapassada esta consideração inicial, apresentamos as dúvidas e questionamentos surgidos sobre o alcance do art. 15-A.

a. “Valores mobiliários”

50. Em linha com nossos comentários feitos com relação ao caput do artigo 13, no parágrafo 11, acima, entendemos que, de modo a manter a coesão interna à norma e garantir a utilização das expressões em torno das quais foi criada a jurisprudência da CVM, bem como foram estruturadas as práticas de mercado, seja pertinente que o caput do artigo 15-A faça menção não apenas a valores mobiliários de emissão da companhia, como também àqueles a eles referenciados. Assim, sugerimos que seja incluída a expressão “, ou a eles referenciados”.



b. “Pessoas referidas no art.14-A”

51. Fazemos referência, ainda, ao § 2º, que versa sobre planos de investimento instituídos pelas “pessoas referidas no art. 14-A”. O artigo 14-A, por sua vez, alcança qualquer operação “por conta própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente”. A análise combinada destes artigos, gera dúvidas como, por exemplo, se a reversão à companhia de quaisquer perdas evitadas ou os ganhos auferidos nos termos do inciso II, abrangeria pessoas negociando por conta de terceiros, como, por exemplo, fundos de investimento. Sendo assim, pedimos o esclarecimento por parte da CVM sobre os sujeitos abarcados por esta previsão.

c. Sujeitos legitimados e adoção de metodologias passíveis de verificação

52. Considerando o rol ampliado dos sujeitos legitimados a celebrar planos de investimento, notadamente para negociações por conta de terceiros, inclusive por conta de fundos de investimento, parece-nos sugerimos previsão nos termos abaixo ou ao menos a confirmação da possibilidade de adoção de metodologias predeterminadas e passíveis de verificação, mais robustas e que incorporem mais variáveis, de modo a lidar com a complexidade e multiplicidade da gestão de recursos de terceiros, inclusive ocorrência simultânea de vários eventos influenciando a negociação. Isso evidentemente sem fugir ao elemento essencial dos planos de investimento, ou seja, retirar a discricionariedade do gestor nas negociações objeto do plano. Citamos, a título exemplificativo, a situação de um fundo de investimento que, em negociações com valores mobiliários em períodos vedados, inclusive o da vedação objetiva, se propusesse a negociar conforme plano de investimento com a consideração simultânea em metodologia de diversos eventos que ocorressem no período, tais como: o rebalanceamento de índices; aplicações e resgates nos fundos de investimento; o impacto da valorização dos demais ativos da carteira do fundo; e o impacto das mudanças de alocação com relação à parcela da carteira não sujeita à restrição. Ressaltamos que, caso tais cenários ocorram durante hipóteses de vedação objetiva, tais planos representariam a única possibilidade para que fundos realizassem operações legítimas. Em nossa visão, em cenários complexos como estes, seria cabível a instituição de planos de investimento mais complexos, que permitam que o gestor negocie em condições específicas e prefinidas, mas que mantenham o núcleo previsto pela norma de retirar o elemento da discricionariedade de negociação.

d. Regime de reversão



53. Quanto à previsão de reversão à companhia de quaisquer perdas evitadas ou ganhos potenciais auferidos, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP nos termos do inciso II, não nos parece que ela seja adequada ao contexto de pessoas operando por conta de terceiros, como fundos de investimento. Por sua vez, no caso de planos de investimento estabelecidos pelas companhias, parece desnecessária a previsão de reversão de ganhos pela companhia à própria companhia. Desta maneira, sugerimos que a regra de reversão seja limitada às pessoas que celebraram planos de investimento para negociações por conta própria com a própria companhia, por meio da restrição do escopo do §2º às pessoas referidas no art. 14- A “que tenham celebrado planos de investimento com a companhia”, combinada com esclarecimentos e delimitações de alcance em novos parágrafos nos termos do §4º” e que sejam expressamente excluídos de sua aplicação a própria companhia e fundos de investimento.

54. Ainda sobre o §2º, entendemos que inclusão da palavra “potenciais” no inciso II parece estender a aplicação da norma a uma hipótese não aferível. Isso porque, se os ganhos forem apenas potenciais, não há ganhos a serem revertidos. Assim, sugerimos a exclusão da palavra “potenciais”.

e. Restrições aos planos de investimento

55. O §3º, por sua vez, traz limitações aos planos de investimento, que ganham especial relevo no contexto das negociações por conta de terceiros. Assim, pedimos que seja esclarecido se a CVM pretende que a vedação à realização de quaisquer operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento ou desinvestimento alcance pessoas negociando por conta de terceiros, como, por exemplo, fundos de investimento. A pergunta se justifica na medida em que as estratégias de hedge em fundos de investimento podem ser mais complexas, de modo que poderia eventualmente ser difícil em termos práticos, em certas circunstâncias, isolar o efeito de certas operações de hedge para demonstrar que de nenhum modo mitigam os efeitos das operações determinadas pelo plano de investimento, ainda que o objetivo inicial do hedge realizado na carteira do fundo não tenha nenhuma relação com a operação realizada sob o plano de investimento.

56. Parece-nos necessário, ainda, ao menos no contexto da negociação por conta de terceiros e por pessoas jurídicas, como a companhia, criar exceções e/ou modulações para a vedação pura e simples de quaisquer “operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento ou desinvestimento”, conforme inciso II do §3º. Além das preocupações atinentes à maior

complexidade das operações de hedge na carteira dos fundos em geral, que pode eventualmente gerar insegurança quanto à capacidade de demonstrar a ausência de operações que mitiguem efeitos econômicos de operações realizadas sob o plano, fazemos referência, por exemplo, a negociações de gestoras e pessoas jurídicas operando por conta de terceiros em operações típicas de mercado como em hedges de risco de taxas de juros em valores mobiliários de renda fixa ou a operações realizadas por essas gestoras e pessoas, de proteção mais geral da carteira, usuais para tais pessoas e realizadas de boa-fé, e que poderiam eventualmente ser interpretadas como “operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano” para fins do §3, inciso II pela redação atual da minuta em audiência. Dessa forma, sugerimos a criação de um novo parágrafo, que preveja que o inciso II não é aplicável a certas operações de hedge usuais para pessoas jurídicas e gestores de recursos negociando por conta de fundos de investimento, e que em circunstâncias normais não estariam relacionadas à detenção de informação relevante não divulgada de companhias abertas.

57. Ressaltamos que a importância da possibilidade de celebração de planos de investimento em benefício de fundos de investimento ganha especial relevo nos casos em que há a indicação de membros da gestão para cargos em conselho de administração, na medida em que os planos de investimento podem mostrar-se como medida mais eficiente de controle que barreiras informacionais, por exemplo, no que se refere ao período da vedação objetiva.

58. Incidentalmente, com relação ao inciso I do §3º, recomendamos o esclarecimento de que a vedação a que se mantenha simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento ou desinvestimento não impede a manutenção, pela mesma pessoa, de planos de investimento diferentes com relação à negociação de valores mobiliários de diferentes companhias.

Sugestão de redação

59. De modo a garantir a clareza de nossas sugestões e facilitar sua análise por esta D.CVM, consolidados todos os ajustes acima sugeridos, propomos a seguinte redação ao artigo:

Art. 15-A. Todo aquele que tem relação com uma companhia aberta que lhe torne potencialmente sujeito às presunções de que trata o § 1º do art. 13 pode formalizar plano individual de investimento



ou desinvestimento regulando suas negociações com valores mobiliários de emissão da companhia ,
ou a eles referenciados com o objetivo de afastar a aplicabilidade daquelas presunções.

(...)

§ 2º Os planos de investimento ou desinvestimento instituídos pelas pessoas referidas no art. 14- A que tenham celebrado planos de investimento com a companhia, poderão permitir a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia no período previsto naquele artigo, desde que, além de observado o disposto no § 1º:

(...)

II - obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos potenciais auferidos em negociações com valores mobiliários de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis e passíveis de verificação definidos pelo próprio plano.

(...)

§ 3º É vedado aos participantes:

I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento ou desinvestimento para negociação de valores mobiliários da mesma companhia; e

(...)

§5º No caso de pessoas jurídicas e de pessoas negociando por conta de terceiros, para fins do §1º, inciso III, são admitidos planos de investimento que estabeleçam metodologias consistentes e passíveis de verificação e que atendam ao requisito de eliminar a discricionariedade das negociações realizadas em conformidade com o plano.

§6º. Os requisitos do §2º e §4º não se aplicam a planos estabelecidos por pessoas para viabilizar negociações por conta de terceiros.

§7 Os requisitos do §2, inciso II, não se aplicam a planos estabelecidos pela própria companhia ou sociedades por ela controladas.

§8º Não serão consideradas operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano para fins do disposto no inciso II do §3º:

I – operações de hedge de risco de mercado ou de outros fatores de riscos que, em condições normais, não sejam influenciados preponderantemente por informações relevantes relacionadas à companhia aberta;

II – operações usualmente realizadas por pessoas jurídicas ou por pessoas negociando por conta de terceiros para proteção mais ampla da respectiva carteira de investimentos com relação a fatores de

risco diversos e não especificamente relacionadas à proteção da variação do preço dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

iv. Artigo 20

60. Com relação ao artigo 20, fazemos menção, em particular, à inclusão no caput das “presunções”. Embora seja sutil, entendemos que tal inserção seja significativa e dê ensejo à compatibilização deste artigo com o regime de presunções, evitando equiparações absolutas. Adicionalmente, a revisão geral do regime de presunções e vedações na Instrução CVM 358 trazida pela minuta em audiência ficaria incompleta sem uma revisão mais ampla da redação do art. 20, especialmente o atual parágrafo único do artigo, necessária também para possibilitar a discussão e tratamento de algumas questões que ficaram pendentes de aprofundamento na avaliação por ocasião da edição da Instrução CVM 568, conforme registrado no item 3.3.7 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 11/2013⁷.

61. Em nossa visão, com base na experiência do mercado, não é adequado presumir de forma absoluta que toda negociação de fundo exclusivo seja necessariamente uma negociação indireta de seu cotista. A redação atual do parágrafo único do art. 20, mantida na minuta proposta para a Audiência Pública, aparentemente pressupõe que toda negociação de fundo exclusivo será considerada necessariamente uma negociação indireta de seu cotista, o que não nos parece correto. Entendemos que a adoção do regime de presunção de influência para fundos exclusivos seria uma solução mais adequada, que englobaria as situações pretendidas pela CVM sem, contudo, tratar como indiretas operações de fundos de investimento em que não há influência do cotista.

62. A redação atual pode gerar distorções indesejadas, de modo que nossa primeira proposta é a de substituição da premissa do atual parágrafo único do art. 20 por um conceito mais preciso. Não propomos a alteração da previsão de que a negociação da carteira de fundos de investimento sujeitos à influência dos cotistas se considera, a princípio, negociação indireta dos cotistas. Porém, no caso de fundos exclusivos, propomos estabelecer expressamente que a existência de influência é presumida (presunção relativa). Neste sentido, algumas situações específicas sobre as quais discorreremos a seguir ilustram a afirmação de que a

⁷ A necessidade de aprofundamento na avaliação, inclusive com papel importante dos participantes de mercado, de algumas discussões que ficaram pendentes de reavaliação por ocasião da edição da Instrução CVM 568, foi também reconhecida nos itens 41 e 42 do voto do relator no PROCESSO CVM N° 19957.009291/2017-87.



redação atual do parágrafo único do art. 20, com relação ao tratamento de fundos exclusivos, requer aperfeiçoamentos.

63. A proposta que apresentamos busca lidar também com duas situações particulares envolvendo a gestão de recursos de terceiros. A primeira é a dos fundos exclusivos das seguradoras e entidades abertas de previdência complementar, geridos discricionariamente por administradores de carteiras autorizados pela CVM. Com relação a esta primeira situação, referimo-nos a uma dinâmica comum da indústria de fundos de investimento, na qual os recursos dos fundos de investimento, mesmo exclusivos, de seguradoras são frequentemente geridos por gestores profissionais, sem influência do cotista, e com aplicabilidade integral ao gestor profissional da regra de segregação das atividades da Instrução CVM 558. Trata-se de situação legítima que não deveria estar sujeita a uma presunção absoluta de negociação indireta pelo cotista para o fundo exclusivo, pois, na maioria dos casos envolvendo seguradoras e entidades abertas, essa presunção não refletiria a realidade dos fatos. Nesse caso, pelo contrário, a situação mais comum e provável é de que não se esteja diante de influência do cotista ou negociação indireta. Vale lembrar que, em eventuais casos em que haja efetivamente influência das seguradoras ou entidades abertas na gestão do fundo de investimento, a rigor, essa influência deveria estar refletida por previsão de algum mecanismo de influência no regulamento do fundo de investimento (e.g. possibilidade de recomendação formal pelo cotista exclusivo, ou mesmo a previsão de um comitê de investimento), de modo que haja transparência a todo o mercado e ao regulador acerca da governança das decisões de investimento envolvendo o fundo, conforme esperado sob a regulação da CVM.

64. Uma segunda situação diz respeito aos fundos exclusivos dessas mesmas seguradoras e entidades abertas, no caso dos planos geradores de benefício livre (PGBL) e vida gerador de benefícios livres (VGBL), na fase de acumulação/diferimento, independentemente da contratação ou não de gestor profissional para gerir os recursos dos correspondentes fundos exclusivos. Nesses casos, todo e qualquer benefício ou perda da valorização das cotas dos fundos de investimento exclusivos nos quais os recursos dessas seguradoras e entidades são aplicados são revertidos para o titular do plano, sem gerar impacto patrimonial ou contábil para a seguradora ou entidade, sendo que estas apenas nominalmente constam como cotistas dos fundos exclusivos em que tais recursos são aplicados. Também neste caso não nos parece adequado considerar as negociações da carteira do fundo como operações indiretas do cotista exclusivo, sendo que o mais razoável na situação seria presumir exatamente o contrário, que tais negociações não são, a princípio, negociações indiretas dos cotistas.

65. Um aspecto adicional relevante acerca de ambas as situações acima descritas é a regulamentação especial a que tais entidades e seguradoras estão sujeitas. Nos termos da Resolução CNSP 321, art. 91, XII

combinado com §5º, é vedada a aplicação em cotas de fundos de investimento cuja carteira contenha títulos e valores mobiliários de emissão e/ou coobrigação da seguradora, EAPC, sociedade de capitalização ou ressegurador local, de seus controladores, de outras sociedades sob controle comum e de sociedades ligadas, ressalvada a hipótese de ações integrantes de índice de mercado que seja referência para a política de investimentos do fundo, desde que respeitada a proporção de participação de cada ação no referido índice⁸. Esta limitação presente na regulamentação especial afasta as preocupações mais típicas da Instrução CVM 358 no caso da gestão dos recursos dessas entidades, com a observância da regulamentação especial mencionada praticamente inviabilizando práticas de negociação com informação privilegiada com os papéis da companhia e sociedades ligadas.

66. Esta disposição da regulamentação especial também torna a imposição da vedação objetiva do art. 14-A à gestão dos recursos dessas seguradoras e entidades, em ambas as situações acima mencionadas, ao mesmo tempo onerosa e desnecessária. Onerosa porque obrigaria essas seguradoras e entidades a estabelecer planos de investimento para a negociação de suas ações por meio de fundos de investimento exclusivos quando elas já estão obrigadas a observar, pela regulamentação especial a que estão sujeitas, regras que (i) impedem em geral a negociação com valores mobiliários de emissão delas próprias, de seus controladores, de outras sociedades sob controle comum e de sociedades ligadas, e (ii) na única hipótese em que tais negociações são permitidas (ações integrantes de índice de mercado que seja referência para a política de investimentos do fundo), limitam sua discricionariedade ao obrigar a observância da proporção de participação de cada ação no referido índice.

67. Ainda quanto à vedação objetiva do artigo 14-A, em linha com nossos comentários quanto ao artigo 13 com relação à maturidade da aceitação pela CVM, e da disseminação no mercado da adoção de regras, procedimentos e controles de segregação entre áreas internas de pessoas jurídicas, inclusive nas hipóteses expressamente exigidas pela regulamentação, de modo a barrar a circulação de informações privilegiadas, entendemos que a adoção de tais mecanismos de segregação deva ser considerada como uma exceção à vedação objetiva prevista no artigo 14-A.

Sugestão de redação

⁸ O Regulamento Anexo à Resolução CMN 4.444, art. 3º, §§2º a 4º, ao excluir certos ativos daqueles que serão considerados como ativos garantidores das reservas técnicas das seguradoras e entidades abertas estabelece disposições em sentido similar às disposições da Resolução CNSP 321 acima referidas.



68. Em linha com os comentários acima exarados, propomos a seguinte redação ao artigo:

Art. 20. As presunções, vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Instrução:

I - aplicam-se tanto às negociações realizadas em bolsa de valores e em mercado de balcão, organizado ou não, quanto às realizadas sem a interveniência de instituição integrante do sistema de distribuição; e
II - estendem-se às negociações realizadas direta ou indiretamente pelas pessoas nela referidas, quer tais negociações se deem através de sociedade controlada, quer através de terceiros com quem for mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações.

§ 1º. Não se consideram negociações indiretas aquelas realizadas por fundos de investimento de que sejam cotistas as pessoas mencionadas nesta Instrução, **ressalvados os fundos nos quais os cotistas exerçam influência nas decisões de negociação.**

§ 2º Presume-se a influência do cotista único no fundo exclusivo, ressalvados:

I - os fundos exclusivos de seguradoras e entidades abertas de previdência complementar, geridos discricionariamente por administradores de carteiras autorizados pela CVM, nos termos da regulamentação aplicável; e

II - os demais fundos exclusivos em que, comprovadamente, os cotistas não exerceram influência nas decisões de negociação.

§ 3º Presumem-se não serem negociações indiretas do cotista as negociações das carteiras dos fundos exclusivos das seguradoras e das entidades abertas de previdência complementar, no caso dos planos geradores de benefício livre (PGBL) e vida gerador de benefícios livres (VGBL), na fase de pagamento das contribuições (período de acumulação ou diferimento);

§4º A vedação de que trata o art. 14-A não se estende às negociações realizadas:

I – pelas áreas que estejam segregadas por meio de barreiras físicas e informacionais;

II – pelas sociedades controladas, controladoras ou sujeitas a controle comum que estejam segregadas, na forma prevista na regulamentação vigente, das atividades conduzidas pelas pessoas referidas nesta Instrução;

III – por sociedades seguradoras ou entidades abertas de previdência complementar, que sejam companhias abertas, controladas por companhias abertas ou sob controle comum por companhias abertas, desde que observadas as disposições da regulamentação especial aplicável;



69. Tendo em vista o regime de vedação objetiva trazido no artigo 14-A, sugerimos também que sejam excetuadas, no artigo 20, as operações realizadas legitimamente pelos agentes de mercado como intermediários nos mercados atuando para atender demandas de seus clientes, ou gerir exposições decorrentes do atendimento de tais demandas, assim como aquelas típicas de Tesouraria realizadas por instituições financeiras. Neste contexto, citamos as operações previstas em alíneas do artigo 48, II da ICVM 400, a exemplo das alíneas (d) e (e). Sugerimos que sejam excetuadas também a negociação, pelas pessoas mencionadas no artigo 14-A, Certificados de Operações Estruturadas – COE. Neste caso, considerando que o valor do COE está predominantemente atrelado à performance do seu ativo subjacente, a negociação pelas pessoas listadas no artigo 14-A não precisaria estar vedada durante o período que antecede a publicação das demonstrações financeiras do seu emissor. Dessa forma, a proposta de redação abaixo visa a possibilitar que tal vedação objetiva não impeça os agentes de mercado de realizarem operações legítimas, uma vez que tais agentes já estariam, de toda forma, sob regime de presunções previsto no artigo 13.

Sugestão de redação:

Art. 20. As presunções, vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Instrução:

(...)

§ 5º A vedação de que trata o art. 14-A também não se estende às negociações realizadas: por intermediários e/ou participantes dos mercados organizados ou não organizados que envolvam, entre outras, as seguintes hipóteses:

- I. execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;
- II. alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
- III. operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;
- IV. operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;
- V. operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação aplicável;
- VI. administração discricionária de carteira de terceiros;
- VII. aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liquidez, bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos;
- VIII. arbitragem entre:
 - a. valores mobiliários e seus certificados de depósito; ou
 - b. índice de mercado e contrato futuro nele referenciado;



- IX. operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação decorrentes de:
- a. empréstimos de valores mobiliários;
 - b. exercício de opções de compra ou venda por terceiros; ou
 - c. contratos de compra e venda a termo;
- X. Operações proprietárias destinadas a proteger posições assumidas com clientes; e
- XI. Distribuição ou negociação de Certificados de Operações Estruturadas – COE.

3. Considerações finais

70. Sem prejuízo dos comentários anteriores, embora plenamente conscientes dos limites da atual discussão com a CVM, reiteramos a importância, para o mercado, dos esforços de harmonização das exigências regulatórias da CVM com as normas emanadas pelos demais reguladores. Essa harmonização tem grande relevância para reduzir os custos de observância da regulação para os investidores e clientes de serviços financeiros, de modo geral.

71. Lembramos, uma vez mais, que as propostas aqui apresentadas visam primordialmente alcançar a razoabilidade, proporcionalidade e segurança jurídica que devem permear as relações econômicas, e demonstrar os pontos de preocupação do Mercado.

72. Por fim, aproveitamos, mais uma vez, para parabenizar a CVM pelo esforço na elaboração dessa norma e pela oportunidade que concede aos participantes de mercado de se manifestarem na audiência pública e apresentarem seus pontos de preocupação.

73. Colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que se façam necessários.

ORIGINAL ASSINADO POR

Silmara Velasque Baccani

Presidente do Fórum de Apoio Jurídico da ANBIMA

