



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27

Objeto: Alterações normativas relativas à vedação ao uso indevido de informações privilegiadas, de vedação autônoma à negociação de valores mobiliários, dos planos de investimento e da obrigatoriedade da política de divulgação de informações.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões referentes à Audiência Pública SDM nº 06/20, que recebeu comentários do público entre os dias 31 de agosto e 13 de novembro de 2020.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”), que propôs alterações nos dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, pertinentes aos seguintes tópicos: (i) presunções de uso indevido de informação privilegiada; (ii) vedação objetiva à negociação de valores mobiliários antes da divulgação de informações trimestrais ou anuais; (iii) planos individuais de investimento; e (iv) política de divulgação.

As manifestações submetidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

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

Tendo em vista a revisão e consolidação de atos normativos determinada pelo Decreto 10.139, de 19 de novembro de 2019, já estava prevista a substituição da Instrução CVM nº 358, de 2002, por uma nova resolução, contendo ajustes pontuais que não acarretam alteração de mérito na norma.

Dada a proximidade entre o momento programado para essa substituição e as mudanças normativas a serem implementadas especificamente em decorrência da presente Audiência Pública, a

1 http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0620.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

CVM optou por combinar essas duas iniciativas, editando uma única norma, conforme proposta definitiva de resolução que acompanha este relatório.

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

1	Participantes da audiência pública	3
2	Comentários à Minuta	3
2.1	Presunções (art. 13 da Minuta).....	3
2.1.1	Comentários gerais	3
2.1.2	Pessoas alcançadas pelas presunções (art. 13, § 1º, II e III).....	6
2.1.3	Presunção de relevância da informação (art. 13, § 1º, IV e V).....	10
2.1.4	Outras questões ligadas às presunções	13
2.2	Vedação objetiva (art. 14-A da Minuta e 14 da versão final).....	16
2.3	Planos individuais de investimento e desinvestimento (art. 15-A da Minuta e 16 da versão final).....	22
2.4	Política de divulgação (art. 16 da Minuta e 17 da versão final)	28
2.5	Negociações indiretas (art. 20 da Minuta e 21 da versão final).....	28
2.6	Outros tópicos.....	31



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

1 Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública:

- i. Associação Brasileira das Companhias Abertas ("ABRASCA");
- ii. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("ANBIMA");
- iii. Associação de Investidores no Mercado de Capitais ("AMEC");
- iv. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3");
- v. Barbosa, Müssnich, Aragão Advogados ("BMA");
- vi. Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados ("Bocater");
- vii. BRF S.A. ("BRF");
- viii. Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco de Brasil ("PREVI");
- ix. CFA Society Brasil ("CFA");
- x. Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados ("Chediak Advogados");
- xi. Federação das Indústrias do Estado de São Paulo ("FIESP");
- xii. Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários S.A. ("Genial Investimentos");
- xiii. Helmar Rosa;
- xiv. Instituto Brasileiro de Relações com Investidores ("IBRI");
- xv. Itaú Unibanco S.A. ("Itaú");
- xvi. Luiz Felipe de A. Pontes Girão;
- xvii. Norma Jonssen Parente;
- xviii. Trindade Sociedade de Advogados ("Trindade Advogados"); e
- xix. Yazbek Advogados.

2 Comentários à Minuta

2.1 Presunções (art. 13 da Minuta)

2.1.1 Comentários gerais

Atualmente, o **caput** do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, contém previsão de vedação à negociação com valores mobiliários de emissão da companhia aberta antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante. A vedação é dirigida a agentes determinados enumerados no dispositivo. Em complemento ao **caput**, os parágrafos do artigo em questão estendem a vedação à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

negociação a outras situações, inclusive, nos termos do § 4º, ao período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação de informações trimestrais e anuais.

Apesar de redigidos na forma de vedações, os parágrafos do atual art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, vêm sendo interpretados como presunções. A adequação da literalidade da norma à interpretação que a eles vem sendo dada foi um dos objetivos centrais da reforma.

Nesse sentido, quanto ao **caput** do art. 13, a Minuta manteve sua essência – ou seja, a vedação à utilização de informação relevante ainda não divulgada com finalidade de auferir vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários –, redigida, no entanto, de modo mais sucinto. O dispositivo é complementado pelo § 1º, no qual foram promovidas as principais mudanças, que deixa claro que a norma está presumindo determinados eventos ou características, como uso, acesso, ciência ou relevância da informação.

CFA e Luiz Felipe de A. Girão foram em geral favoráveis às mudanças propostas. Outros participantes expressaram apoio a pontos mais específicos. ANBIMA, por exemplo, destacou que o objetivo de aproximar a norma da forma como interpretada na jurisprudência consolidada da CVM é um aspecto benéfico da reforma apresentada.

Porém, também houve frequentes menções a complexidades que decorreriam da redação proposta.

ABRASCA entende que a menção a “presunção” na norma pode levar a equívocos e deveria ser substituída por “indícios”. Presunções não seriam meios nem fontes de provas, mas mecanismos de inteligência do julgador, uma etapa do processo de valoração das provas, pelo qual o conhecimento de um fato permite inferir com razoável probabilidade a existência de outro. O fato-base, revelador da presença de outro fato sobre o qual não se tem conhecimento direto, seria um “indício”.

O participante considera ainda que a oportunidade de um acusado fazer contraprova não é por si só bastante para justificar a aplicação automática de presunções, pois isso resulta em inverter o ônus da prova em desfavorecimento do acusado.

BMA considera que a Minuta, mais do que permitir o uso de indícios, permite acusação e eventualmente condenação sem prova e sem qualquer ônus probatório, ao adotar uma redação que cria, a um só tempo e pelo mesmo fato, não uma única, mas três presunções, que ainda podem ser cumuladas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Na visão do participante, ainda que indícios possuam valor probatório, não podem ensejar a ausência de investigação.

Chediak Advogados reforça a distinção entre indícios e presunções também aludida por outros participantes, ressaltando que para o direito penal presunções indiciárias não são consideradas provas e, portanto, não podem ser utilizadas como fundamento para uma acusação, muito menos como base para uma condenação. Assim como BMA, o participante entende que, na forma em que incorporadas à Minuta, as presunções estariam exonerando a acusação de qualquer ônus na produção de provas: bastaria a identificação de um conjunto de conjecturas para formar uma tese condenatória.

Ainda a propósito do tema, ABRASCA e Bocater trazem sugestões que buscam relativizar a importância das presunções (ou indícios), afastando seu caráter de vedação absoluta e realçando a necessidade de serem aplicadas como critérios de valoração de provas, em conjunto com outros elementos que demonstrem se o ilícito em questão, de fato, ocorreu.

Por outro lado, IBRI sugere inclusão de dispositivo para esclarecer que a ausência, em determinado caso concreto, de presunções previstas na norma não impede a caracterização do ilícito em vista de outros elementos que indiquem sua prática efetiva.

Na mesma direção, Norma Jonsen Parente comenta que, para mitigar riscos à eficácia das presunções, deve-se ajustar a redação do dispositivo que trata do caráter relativo de tais presunções, de modo que não se conclua, como uma leitura literal poderia indicar, que, além das presunções, outras provas seriam ainda necessárias.

A CVM considera que as presunções devem ser mantidas no texto vigente, pois promovem uma distribuição mais adequada do ônus probatório, desestimulam comportamentos que podem comprometer a integridade do mercado de capitais brasileiro e dão maior clareza sobre como a norma será interpretada quando aplicada.

Naturalmente, o uso de presunções deve se dar dentro de parâmetros de razoabilidade e à luz dos princípios do direito administrativo sancionador consoante aplicados pela CVM, mas o histórico de casos julgados relacionados ao art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, não justifica receios de excessos na aplicação das presunções. Mesmo sob uma redação cuja literalidade apontava para a existência de vedação estrita, a CVM desenvolveu um corpo de decisões que interpretam o dispositivo como presunções de caráter relativo, que efetivamente foram afastadas em diversos casos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

A jurisprudência da CVM também afasta qualquer interpretação de que o ilícito de uso indevido de informação privilegiada só restará caracterizado quando alguma das presunções estiver presente. Na verdade, a caracterização ou não do ilícito não tem relação direta com a presença de presunções, mas com a ocorrência de fatos que se enquadrem na definição da conduta irregular, conforme apuração e julgamento realizados no âmbito de procedimento próprio para esse fim. Esclarecimentos adicionais a esse respeito na norma não foram considerados necessários.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

2.1.2 Pessoas alcançadas pelas presunções (art. 13, § 1º, II e III)

Na forma proposta na Minuta, a vedação ao uso de informação relevante ainda não divulgada dirige-se a qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso. Em algumas das presunções propriamente ditas, elencadas nos incisos do § 1º deste artigo, houve menção específica a pessoas alcançadas por tais presunções.

Nesse sentido, o inciso II se referiu a “acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e a própria companhia”. Para todos esses, a presunção é de acesso a toda informação relevante ainda não divulgada.

O inciso III, por fazer remissão ao inciso II, veio a alcançar esses mesmos agentes, além daqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia. Nesse caso, a presunção foi de que, ao deterem informação relevante ainda não divulgada, eles sabem que se trata de informação privilegiada.

ABRASCA considera que a CVM estaria almejando um uso mais abrangente de presunções do que a interpretação que vinha sendo conferida à norma vigente, ampliando o leque de presunções e, na prática, promovendo inculpações objetivas. Ademais, a CVM estaria indicando avançar nessa direção extrapolando as competências que lhe são legalmente atribuídas na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Enquanto o art. 155, § 4º, da Lei 6.404, de 1976, veda o uso indevido de informação privilegiada por “qualquer pessoa”, os demais trechos do mesmo artigo enumeram especificamente agentes submetidos a esse comando, o que, sob uma interpretação sistemática, limita a extensão da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

expressão “qualquer pessoa”. Já a regulamentação da CVM estaria transmudando o parágrafo em **caput**, com isso indo além dos objetivos da Lei.

A sugestão do participante é manter na vedação de que trata o **caput** do art. 13 a menção direta apenas à própria companhia e a seus administradores – ou seja, suprimindo referência direta a acionistas controladores, membros de conselho fiscal e órgãos com função técnica ou consultiva –, porém com uma extensão a qualquer pessoa que, por meio da companhia ou de seus administradores, tenha tido acesso à informação.

No que tange às presunções propriamente ditas, elas seriam referidas como indícios, em linha com comentário anterior do participante e seriam aplicáveis a hipóteses mais restritas.

Assim, por exemplo, para que se considerasse presente um indício de conhecimento e uso de informação relevante não divulgada em operações de diretores e membros do conselho de administração, esses negócios deveriam ocorrer há menos de 15 (quinze) dias da divulgação de demonstrações financeiras trimestrais e anuais e a matéria contida na informação relevante deveria estar relacionada a suas atribuições. Acionistas controladores que negociassem valores mobiliários de posse de informação relevante não divulgada estariam sujeitos apenas ao indício de que sabiam que a informação era relevante e dela fizeram uso.

Bocater sugere limitar o escopo da presunção incidente sobre negócios de diretores e membros do conselho de administração. De forma similar a ABRASCA, entende que as informações relevantes devem estar ligadas às atribuições dos administradores e, adicionalmente, condiciona a presunção à evidência de ciência sobre o teor da informação.

Seguindo caminho similar, BMA aponta que o atual **caput** do art. 13 exige prova de acesso à informação relevante, não sendo suficiente a mera ocupação do cargo. Seu objetivo seria permitir a inferência de que, havendo prova de acesso à informação e havendo negociação, a negociação teria se dado por conta da informação, para obter ganho ou evitar perda. Isso não significa que quem ocupa determinado cargo na companhia tem acesso à informação relevante; tal conclusão seria excessiva e descolada da realidade, pois o acesso tende a ser em “**need to know basis**”, variando muito em função do tipo e natureza da informação, do momento e das competências dos órgãos.

Trindade Advogados levanta a mesma questão. Reconhecendo a dificuldade de prova quanto ao elemento doloso do ilícito administrativo – o objetivo de auferir vantagem nas negociações –, o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

participante entende justificável a presunção a esse respeito, mas coloca em dúvida a conveniência da presunção de conhecimento da informação. Em sua visão, o conhecimento da informação não possuiria a mesma dificuldade probatória, especialmente em razão do crescente uso de ferramentas tecnológicas para transmissão de informações e dos poderes conferidos à CVM no que tange a obrigar a prestação de informações e a apresentação de documentos.

De outro lado, ainda na visão do participante, a presunção de conhecimento da informação seria inadequada em muitos casos, mesmo para **insiders** primários. Alguns exemplos seriam controladores que podem desconhecer planos conduzidos apenas por administradores, conselheiros de administração que usualmente não estão envolvidos em assuntos do dia a dia da companhia e mesmo diretores, em relação a temas fora de suas atribuições. Quanto a membros do conselho fiscal e de órgãos com funções técnicas e consultivas, a presunção seria ainda mais irrealista. E todas essas pessoas, uma vez submetidas à presunção de conhecimento da informação, teriam que suportar o ônus de produzir uma prova negativa.

Por mais fortes razões, seriam também injustificadas as presunções quanto a **insiders** secundários, que podem não ter meios de avaliar a relevância da informação, não conhecer a informação completa ou acompanhar seus desdobramentos. BMA e Bocater também propõem o afastamento de presunções de acesso à informação quanto a esses agentes.

FIESP registra que o fato de as pessoas listadas no art. 13, § 1º, II, da Minuta terem acesso a informação relativa ao ato ou fato relevante não divulgado não significa que elas tenham cometido um ilícito.

B3 entende que a presunção de acesso à informação privilegiada é adequada para as pessoas mencionadas no art. 13, § 1º, II, em grande parte dos casos, porém é excessiva para órgãos técnicos e consultivos estatutários, sobretudo quando compostos por membros externos.

O participante entende salutar afastar a presunção de acesso à informação nesses casos, pela distância de tais membros do dia a dia das companhias, pela competência reduzida e específica dos órgãos que integram e, ainda, pela dificuldade já existente de atrair um corpo qualificado e diversificado de especialistas para esses órgãos. O participante considera que esses agentes seriam similares a prestadores de serviços externos e, assim como esses, deveriam sujeitar-se apenas à presunção de que, ao deterem a informação relevante ainda não divulgada, sabem que se trata de informação privilegiada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Por seu turno, AMEC aponta que a Minuta, em particular no art. 13, § 1º, III, considera **insiders** as pessoas que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, e que isso poderia, inadvertidamente, alcançar um público sem acesso a qualquer informação privilegiada. Se essas pessoas passarem a ter de formalizar planos de investimento para negociar valores mobiliários, isso representaria prejuízo à tempestividade e dinâmica de realização de negócios no mercado brasileiro.

Em particular, o participante cita preocupação com eventual necessidade de que um gestor de recursos tenha que preparar plano de investimento para grande número de companhias investidas.

Luiz Felipe de A. Girão também relata dúvidas sobre o alcance da presunção que envolve pessoas com relação comercial ou profissional com a companhia. O participante sugere que se dê maior clareza sobre a situação de empregado de uma companhia X que negocia ações de emissão de outra companhia Y com a qual a companhia X mantenha relação comercial.

Genial Investimentos apresenta uma dúvida similar. O participante indaga se apenas a alta administração das companhias estaria afetada pela presunção ou se “colaboradores que auxiliam a negociação” também estariam. Para sanar dúvidas dessa natureza, propõe que se adote uma redação mais clara.

Por seu turno, IBRI propõe expandir o rol de pessoas alcançadas pela presunção do art. 13, § 1º, III, para abranger pessoas que mantenham relação conjugal, de união estável ou parentesco até o segundo grau com qualquer das pessoas referidas no inciso II do mesmo art. 13, § 1º.

Por fim, BMA sugere diminuir de 6 (seis) para 3 (três) meses o período em que o administrador que se desliga da companhia de posse de informação relevante não divulgada estaria sujeito a presunção de que, ao negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, o fez valendo-se dessa informação. Na visão do participante, atualmente é improvável que uma informação relevante não divulgada após esse prazo continue sendo uma informação privilegiada.

A CVM considera que a presunção de conhecimento da informação desempenha papel muito relevante na instrução de processos de uso indevido de informação privilegiada e, por isso, optou por mantê-la na versão final da norma.

No entanto, após considerar os argumentos trazidos pelos vários participantes sobre situações verossímeis em que pessoas ligadas à companhia não têm acesso a informações relevantes, a presunção



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

teve seu alcance reduzido. Nesse sentido, a CVM optou por acolher a sugestão apresentada por B3 e excluir da presunção os membros de órgãos técnicos e comitês estatutários.

Em relação a outros casos comentados pelos participantes, como de empregados e outras pessoas com relação profissional com companhias, avaliou-se que a redação proposta é similar à atualmente vigente e a CVM entende que seu conteúdo é adequado. A CVM considera, ainda, que a redação já é suficientemente clara na delimitação do alcance da norma, tendo em vista seu necessário caráter geral e abstrato. Abordar em norma situações particulares, como as descritas pelos participantes, além de desnecessário, tende a provocar mais dúvidas que clareza sobre seu conteúdo.

De todo modo, considerando que alguns dos exemplos hipotéticos apresentados sinalizam preocupação com o alcance das presunções, é oportuno novamente registrar que a CVM não busca ampliar nem reduzir as possibilidades de aplicação dessas presunções, mas sim refletir mais adequadamente em norma a jurisprudência já construída sobre o tema. Isto se aplica não só aos exemplos específicos citados, como também à reforma normativa em geral.

Por fim, foi acatada a sugestão de BMA de reduzir para 3 (três) meses o prazo com relação à aplicação da presunção incidente sobre o administrador que se desliga da companhia de posse de informação privilegiada. O novo prazo é consistente com o prazo definido para a eficácia de modificações em planos de investimento, conforme comentado abaixo.

2.1.3 Presunção de relevância da informação (art. 13, § 1º, IV e V)

A Minuta trouxe a presunção de relevância de determinadas operações societárias, notadamente quando envolvem combinação de negócios, mudança de controle, cancelamento de registro ou mudança do ambiente ou segmento de negociação.

De modo similar, a Minuta também presume relevantes informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia.

Nas duas situações, a relevância é presumida desde o momento em que há intenção de que a operação societária ou o pedido, conforme o caso, sejam realizados.

ANBIMA comenta que esses incisos, ao propor definições ao conceito de “informação relevante” acabam por desempenhar a mesma função do art. 2º da própria Instrução CVM nº 358, de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2002, trazendo redação semelhante, mas não idêntica, gerando ao mesmo tempo redundância e insegurança jurídica. Por isso, propõe a exclusão dos dispositivos.

Argumento semelhante foi também apresentado por BMA, Norma Jonssen Parente e Chediak Advogados. Este último equipara a mudança a um retrocesso ao regime anterior ao da Instrução CVM nº 358, de 2002, quando fatos eram presumidos relevantes, a despeito de poderem sê-lo para algumas companhias e não para outras.

Subsidiariamente, para o caso de tais dispositivos serem mantidos, ANBIMA propõe modificar o marco temporal de incidência, substituindo a *intenção* – “um elemento subjetivo não aferível e que, em si, não representa nada de concreto” – pelo momento em que os respectivos atos sejam decididos ou projetados, em linha com o art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Na forma proposta, a redação traria insegurança inclusive para terceiros com relacionamento comercial ou profissional com a companhia e que podem participar de discussões em estágios muito incipientes e meramente exploratórios.

ABRASCA sugere a inclusão de novo parágrafo para demarcar o momento em que haveria a intenção de realizar a operação societária indicada. Esse momento seria aquele em que os órgãos da administração tenham tomado uma decisão pela realização, e desde que sua conclusão se mostre provável, independentemente do estágio em que se encontre eventual negociação com terceiros. Bocater apresenta sugestão similar.

BMA comenta que muitas operações de incorporação, cisão, fusão, transformação, reorganização e combinação de negócios não têm nenhuma relevância; seria o caso de reorganizações internas e incorporações de subsidiárias integrais, por exemplo. Nos casos remanescentes – e por razões similares às apontadas na manifestação da ANBIMA quanto à insegurança associada à “intenção” de realizar a operação – propõe que ela passe a incidir quando formalmente iniciados estudos ou análises relativos à operação.

PREVI sugere segregar as presunções contidas nos incisos V e VI para um parágrafo em separado, de modo que deixariam de ser presunções de relevância da informação e passariam a ser situações em que as demais presunções – de acesso, ciência e uso da informação – poderiam ser aplicadas. Assim, essas presunções seriam usadas quando a informação em questão envolvesse as operações societárias enumeradas na norma ou pedidos de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Também com relação ao tema de operações societárias, Luiz Felipe de A. Pontes Girão defende a manutenção na norma do atual art. 14, que veda a deliberação pelo conselho de administração de aquisição ou alienação de ações de emissão da própria companhia enquanto não tornada pública tais operações societárias. A Minuta propôs a revogação desse dispositivo, tendo em vista a presunção de relevância, associada à vedação de uso indevido de informações privilegiadas, aplicável inclusive à própria companhia.

Na visão do participante, a manutenção do dispositivo não causaria prejuízo e, ao contrário, enfatizaria que companhias abertas também estariam sujeitas ao crime de uso indevido de informação privilegiada.

Na visão da CVM, o art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002, cumpre um papel preponderantemente orientativo aos participantes, ao fornecer uma lista de eventos potencialmente relevantes para facilitar a avaliação que lhes cabe realizar sobre a relevância da informação. Mesmo quando verifica a ocorrência de tais fatos envolvendo uma companhia e a questiona a respeito, a CVM não presume sua relevância.

Já as operações específicas abordadas nos incisos do art. 13, § 1º, envolvem um subconjunto consideravelmente mais restrito de eventos, em geral com elevado potencial modificativo sobre os negócios sociais, o que inclusive se espelha no tratamento que lhes é dado pela Lei 6.404, de 1976, em seus art. 122, 136 e 137, por exemplo. Por esse motivo, justifica-se a presunção de relevância que, assim como as demais, é relativa e, portanto, pode ser afastada em vista das particularidades de cada caso.

A despeito da opção pela manutenção da presunção de relevância, a CVM concordou com as sugestões voltadas a conferir maior precisão sobre o momento em que essa presunção tem início. Na forma similar à sugerida por BMA, a versão final da norma substitui a referência à “intenção” pelo momento em que iniciados estudos sobre a operação.

Por fim, a CVM acredita que a manutenção da vedação absoluta em relação à aprovação de aquisições e alienações em tesouraria por parte da companhia, concomitantemente com a presunção de relevância das informações sobre operações societárias, romperia a sistematicidade da norma e provocaria possíveis dúvidas de interpretação, sem diferenças práticas significativas em relação ao texto da Minuta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2.1.4 Outras questões ligadas às presunções

ANBIMA comenta que no caput do art. 13 a referência a “negociação” foi substituída por “compra e venda”, o que traria incertezas ao afastar o termo sobre o qual a jurisprudência da CVM foi erigida. Por isso, defende que seja reestabelecida a expressão original.

O participante propõe que volte a prevalecer a redação original também no que diz respeito às menções aos “negócios da companhia” e aos valores mobiliários “de emissão da companhia ou a eles referenciados”, ambos trechos existentes na Instrução CVM nº 358, de 2002. A Minuta suprimiu essas menções ao reproduzir a vedação ao uso de informação relevante e isso levaria a vedação a alcançar informações relevantes ainda não divulgadas alheias aos negócios da companhia ou vantagens auferidas na negociação de valores mobiliários outros que não os de emissão da companhia ou a eles referenciados.

A sugestão referente ao termo “negociações” foi considerada pertinente e refletida na versão final da norma. Embora o uso da expressão “compra e venda” seja a reprodução literal do texto legal regulamentado, optou-se pelo termo “negociações”, cujo sentido é idêntico e que já é utilizado atualmente e continua presente na norma em outros trechos que não seriam facilmente adaptados.

As demais sugestões não foram acatadas, pois os termos suprimidos não são necessários para os objetivos visados pela norma e podem induzir a interpretação equivocada. Em particular, eles podem dar a entender que informações sigilosas originadas em uma companhia e que sejam relevantes para a decisão de investimento em valores mobiliários de uma segunda companhia podem ser utilizadas sem restrições na negociação dos valores mobiliários dessa segunda companhia.

Itaú Unibanco entende que devem ser excepcionadas das presunções as operações compromissadas envolvendo valores mobiliários de renda fixa. Nesses casos, inobstante a transferência da propriedade jurídica do ativo objeto entre as partes, não haveria transferência da exposição ao risco de tal ativo, que permaneceria com o vendedor.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da norma.

ANBIMA sugere que a norma contemple não apenas presunções de prática de condutas irregulares, mas também presunções de regularidade, na forma de defesas afirmativas, baseadas em boas práticas disseminadas no mercado. Além de incentivar a adoção dessas práticas, essa abordagem teria a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

vantagem de reduzir a insegurança associada a um regime que, por ser casuístico, depende de pronunciamentos em sede de processo sancionador.

Em particular, o participante cita os exemplos do Regulamento da União Europeia nº 596/2014 e da Rule 10b-5-1, da Securities and Exchange Commission.

Da norma europeia, destaca que ela presume não haver uso de informação privilegiada caso a pessoa jurídica detentora da informação mantenha procedimentos e políticas internas capazes de mitigar o uso da informação privilegiada. O participante destaca ainda outras passagens da norma, referentes a negociações decorrentes de obrigações legais ou regulamentares, execução de ordens de clientes e atividade de formação de mercado, dentre outras.

Em relação à norma norte-americana, destaca a existência de comandos similares, dos quais apenas um estaria reproduzido de forma aproximada na regulamentação brasileira, na forma dos planos individuais de investimento e desinvestimento. Outros arranjos para afastar suspeitas de ocorrência de negociação de posse de informação privilegiada ainda não estariam refletidos na norma brasileira, como, por exemplo, a defesa disponível a pessoas jurídicas de demonstrar que o indivíduo que realizou a operação não tinha conhecimento da informação privilegiada e que a pessoa jurídica havia adotado políticas e procedimentos razoáveis para prevenir o uso indevido de informação privilegiada.

O participante entende necessário que sejam levadas à norma situações já reconhecidas em jurisprudência ou em outros normativos como defesas válidas, especialmente para lidar com casos em que um agente tenha negociado em condições que atraem as presunções de irregularidade que a Minuta apresenta. Algumas dessas situações seriam: criação de barreiras de informação (“**Chinese Wall**”), negociações que não alteram exposição econômica ao valor mobiliário, negociações feitas sem a discricionariedade do agente, além de outros casos específicos tratados nas regras europeias e norte-americanas acima referidas.

A presença das circunstâncias apontadas pelo participante sempre pode ser alegada pelas partes e examinada nos casos concretos, como muitas vezes já ocorre e resulta em arquivamento de investigações pelas áreas técnicas ou em decisões absolutórias pelo Colegiado da CVM.

Mesmo que tais circunstâncias estivessem previstas na norma sob a forma de presunções de regularidade, os participantes que a ela fizessem jus ainda continuariam sujeitos a questionamentos por parte da CVM sobre negócios que realizassem e somente a partir das respostas a esses



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

questionamentos seria possível formar convicção sobre se as presunções de regularidade seriam ou não aplicáveis. Desse modo, o efeito prático seria muito similar ao que já se verifica atualmente.

Adicionalmente, a inclusão de presunções de regularidade não seria oportuna nesse estágio do processo normativo, pois outros agentes de mercado não teriam oportunidade de comentar sobre o conteúdo e os parâmetros de tais presunções. A esse respeito, cabe frisar que iniciativa similar já foi cogitada na Audiência Pública SDM nº 11/13, tendo suscitado comentários contrários de diversos participantes.

Por tais motivos, a sugestão não foi acatada.

A Instrução CVM nº 358, de 2002, afasta a incidência de seu art. 13 às aquisições, por meio de negociação privada, de ações que se encontrem em tesouraria, quando tais aquisições decorram do exercício de opção de compra ou outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviço, nos termos do § 6º deste dispositivo. A Minuta manteve essa situação fora do escopo das presunções instituídas.

Chediak Advogados sugere a inclusão de previsão específica para lidar com os casos em que os administradores, empregados e pessoas naturais que prestem serviço à companhia sejam remunerados não pela entrega de ações já existentes e mantidas em tesouraria, mas pela emissão das ações objeto da opção no âmbito de aumento de capital dentro do limite do capital autorizado.

A modificação da norma no sentido sugerido, apesar de trazer maior segurança para a hipótese específica mencionada pelo participante, provocaria dúvidas sobre a aplicabilidade em geral das restrições à negociação previstas na Instrução CVM nº 358, de 2002, a emissões de ações em aumentos de capital.

A CVM considera que tais operações não são abarcadas pelo atual art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, mesmo porque as regras de fixação do preço de emissão de ações previstas na Lei 6.404, de 1976, que impedem a diluição injustificada, já coíbem a possibilidade de que transações nesse contexto sejam feitas com uso de informações relevantes não divulgadas.

Desse modo, a sugestão não foi acolhida. Contudo, após refletir sobre a sugestão do participante, a CVM optou por incluir novo parágrafo ao art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

afastar sua incidência não apenas das subscrições de ações, mas também das subscrições de outros valores mobiliários.

2.2 Vedação objetiva (art. 14-A da Minuta e 14 da versão final)

A Minuta propôs instituir uma vedação objetiva à negociação, pela companhia, pelos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia. Apenas operações feitas com base nos planos de investimento ou desinvestimento previstos no art. 15-A, § 2º, deixariam de ser alcançadas pela vedação.

CFA manifesta apoio a esse dispositivo da Minuta, entendendo que ele traz maior segurança ao mercado.

Entretanto, diversos participantes questionaram a competência legal da CVM para criar tal vedação; para eles, a Autarquia estaria violando o princípio constitucional da reserva legal. Manifestaram-se nesse sentido ABRASCA, BMA, Bocater, Trindade Advogados e Yazbek Advogados.

Em síntese, esses participantes destacam que a competência da CVM para regulamentar matérias atinentes ao mercado de valores mobiliários não é irrestrita, limitando-se aos temas expressamente previstos em lei como passíveis de regulamentação. Entre tais temas, não está a autorização para criação de períodos de vedação.

Nessa linha, ABRASCA e Bocater entendem que o art. 14-A deveria ser suprimido e dar lugar a um dispositivo indicando que a negociação nos 15 (quinze) dias anteriores à divulgação de demonstrações financeiras anuais ou trimestrais representa um indício de uso indevido de informação privilegiada quando tais demonstrações contiverem informação relevante.

Trindade Advogados acrescenta ao debate sobre a legalidade da Minuta uma discussão sobre a conveniência da vedação autônoma.

Para o participante, a presunção que hoje incide sobre negócios realizados nos dias próximos à divulgação de informações financeiras trimestrais e anuais já impõe ao administrador que tenha tido acesso a tais informações o ônus de provar que inexistia uma informação relevante nos números



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

posteriormente divulgados. Impor uma vedação adicional, independentemente da existência de informação relevante, seria instituir uma limitação sem um bem jurídico a ser tutelado.

Se existe uma percepção generalizada de que negociações em períodos próximos à divulgação dos resultados financeiros, por pessoas próximas à companhia, são prejudiciais à credibilidade do mercado, prossegue o participante, essa percepção está relacionada justamente à possibilidade de que aquelas pessoas efetivamente tenham tido acesso a informações relevantes. Isso já seria coibido com a presunção relativa hoje vigente.

Ademais, segundo o participante, como a negociação em período de vedação não afasta a possibilidade de caracterização do ilícito mais grave de uso indevido de informação privilegiada, não haveria qualquer economia de esforços de fiscalização da CVM, que continuará obrigada a conduzir investigações em todos os casos.

Ainda nesse cenário, se a investigação não identificar elementos suficientes para acusação por **insider trading** e por isso vier a ser formulada uma acusação e aplicada sanção por infração menos grave, ainda que depois se verifique a prática de **insider trading**, uma nova punição não poderá ser aplicada pelo mesmo fato, em decorrência do princípio do **non bis in idem**.

Assim como Trindade Advogados, Yazbek Advogados levanta questões similares, tendo ambos os participantes sugerido que não se inclua o art. 14-A na versão final da norma.

Em sentido similar, ANBIMA entende que o regime de presunções e a possibilidade de propositura de ação penal já representam desestímulo a práticas indesejadas. Isso porque tais presunções atraem a necessidade de análise de cada caso, ao fim de um processo com julgamento de mérito por parte da CVM, com todo um risco largamente indesejado pelos agentes de mercado.

Não seria necessário, portanto, adicionar a isso a complexidade regulatória inerente a vedações objetivas, que dentre outros efeitos podem restringir operações legítimas de conglomerados financeiros, tais como operações não direcionais, operações realizadas por conta de terceiros etc.

Por fim, FIESP sugere que a negociação no período coberto pela vedação autônoma deixe de ser considerada infração administrativa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Em relação à competência legal da CVM para instituir o período de vedação autônoma à negociação de valores mobiliários por parte, trata-se de questão reiteradamente discutida em precedentes recentes da CVM, dentre os quais se pode destacar o processo CVM RJ-2015-13651.

Nos termos dos votos então proferidos, períodos em que a negociação é proibida, ainda que dissociada da proibição geral de abuso de informação privilegiada, existem em outras jurisdições com mercados de capitais desenvolvidos e podem ser estabelecidos no Brasil por ato normativo da CVM, na medida em que decorrem dos arts. 4º, III, IV, “c”, e 18, da Lei 6.385, de 1976.

Na mesma ocasião, foi também afirmada a conveniência de criação de tal vedação, tendo em vista a maior clareza aos regulados quanto a condutas que são ou não permitidas e no benefício da atuação preventiva do regulador, em contraposição a uma resposta meramente punitiva para danos ao mercado já consumados. Nesse contexto, também foi frisado que a limitação perdura por período relativamente curto e antecede a divulgação de informações de caráter periódico, o que faz com que o ônus imposto aos agentes de mercado seja reduzido.

Em relação ao comentário de alguns participantes no sentido de que a CVM permaneceria tendo de investigar os casos em que a negociação no período coberto pela proibição venha a ocorrer, dada a suspeita de uso indevido de informação privilegiada, ainda que isso seja verdadeiro, a expectativa é que casos com tais características sejam menos frequentes sob a nova regra, logo haverá menos casos a serem investigados.

Por fim, cabe ressaltar que o prejuízo à credibilidade do mercado de capitais se dá com a constatação de evidências de que nele é comum o uso indevido de informação privilegiada. Porém, mesmo quando evidências desse tipo estão presentes e permitem concluir com segurança pela existência de atos ilícitos no mercado de modo geral, isso não necessariamente se traduz na possibilidade de identificar e aplicar sanções em cada caso isoladamente considerado. Assim, sem prejuízo da importância da atuação sobre casos específicos, uma vedação complementar de caráter predefinido e limitado mostra-se conveniente e justificada.

Por tais motivos, as sugestões de modificação da Minuta não foram acolhidas.

Por fim, vale comentar que, em paralelo à instituição da vedação autônoma, a Minuta propôs modificação da Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, para incluir o descumprimento a essa vedação entre as infrações do Grupo I do Anexo 63 daquela norma. A CVM mantém a intenção de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

implantar essa mudança, porém pretende fazê-lo por ocasião da edição da norma que virá a substituir a Instrução CVM nº 607, de 2019, no contexto dos trabalhos de revisão e consolidação determinados pelo Decreto 10.139, de 2019, o que se espera que venha a ocorrer em breve.

ANBIMA pondera que, sendo vedação objetiva autônoma, ela não deveria constituir isoladamente indício da ocorrência de crime de **insider trading**, que justifique comunicação sob o art. 9º da Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001. Assim, solicita que a CVM confirme que não pretende oficiar o Ministério Público sobre condutas que se enquadrem exclusivamente na vedação objetiva ora proposta.

Luiz Felipe de A. Pontes Girão considera importante a previsão de períodos de vedação estritamente objetivos, mas expressa receio com o risco de “manipulação de datas”. Em sua opinião, a norma não deveria ser totalmente baseada em princípios, mas tampouco em parâmetros objetivos, que podem induzir a uma leitura de que, fora dos estritos parâmetros indicados, condutas essencialmente contrárias aos objetivos da norma seriam permitidas. Nesse sentido, sugere a inclusão de parágrafo adicional ao art. 14-A prevendo que transações com uso de informação relevante ainda não divulgada caracteriza uso de informação privilegiada.

A CVM reitera que a negociação em períodos de vedação representa uma infração autônoma, que pode ou não estar abrangida pelo ilícito de uso indevido de informação privilegiada, a depender das circunstâncias de cada caso examinado. Não se considerou necessário incluir um esclarecimento a esse respeito no dispositivo que trata dessa infração autônoma, uma vez que ele é precedido por artigos que tratam da vedação ao uso indevido de informação privilegiada.

Em função do caráter autônomo das infrações, a CVM não tem expectativa de comunicar indícios de crime de uso indevido de informação privilegiada exclusivamente em razão de negócios realizados em períodos vedados por parte dos agentes alcançados pela proibição em questão.

ANBIMA levanta ainda preocupações quanto a trechos específicos do dispositivo em que a vedação autônoma se insere.

Nesse sentido, aponta que os termos “companhia” e “controlador” deveriam ser excluídos, pois ampliam excessivamente a abrangência da vedação, sobretudo quando se considera que a vedação pode ser combinada com expressões como “por conta de terceiros” e “direta ou indiretamente”. Nesse



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

contexto, conglomerados inteiros acabariam sendo impedidos de realizar operações, mesmo sem ter qualquer contato com informações privilegiadas.

Ainda a esse respeito, e sem prejuízo da sugestão de exclusão dos termos “companhia” e “controlador”, o participante indaga se a vedação afetaria a possibilidade de deferimento do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que anteceder divulgação de informação periódica da emissora, nos termos da Deliberação CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019.

B3, em linha com comentários anteriores já relatados acima sobre o alcance das presunções previstas na Minuta, pondera que a vedação objetiva não deveria se aplicar a membros de órgãos com funções técnicas e consultivas criados por disposições estatutárias.

A CVM ajustou o alcance da vedação na forma sugerida por B3, uniformizando o alcance da norma com o das presunções previstas no art. 13. Companhia e controlador permanecem sujeitos à vedação, tendo em vista a proximidade desses agentes a informações privilegiadas; outras medidas foram inseridas para mitigar o efeito da restrição sobre conglomerados econômicos, como comentado adiante.

Vale frisar que as mudanças discutidas na presente reforma não afastam a dispensa trazida pela Deliberação CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, na hipótese específica abarcada por tal norma.

Em linha com seu comentário anterior sobre o alcance da vedação, ANBIMA acrescenta que a expressão “por conta de terceiros” gera particular receio sobre gestoras de fundos de investimento que componham conglomerados com companhias abertas, devidamente segregadas, nos termos da regulamentação aplicável. Por isso, o participante sugere que a CVM esclareça que não há incidência de vedação objetiva caso gestores que estejam em conformidade com controles internos e barreiras de informação exigidos notadamente pelas Instruções CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, e nº 558, de 26 de março de 2015. B3 traz proposta semelhante.

Ainda a propósito de expressões específicas dentro do comando que introduz a vedação objetiva, ANBIMA traz uma reflexão sobre a expressão “direta ou indiretamente”, que em sua opinião já é coberta pelo art. 20, II. A sobreposição dos dois dispositivos seria redundante e traria dúvidas de interpretação. Por isso, o participante defende sua exclusão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Em complemento, ANBIMA destaca uma preocupação especial com o alcance da vedação a operações envolvendo derivativos. Em sua visão, a operação com derivativos representa um ato de negociação cujos termos são acertados quando da sua contratação, data na qual todas as regras da CVM precisam ser observadas, inclusive a restrição à contratação em períodos restritos ou na posse de informações privilegiadas. Já a negociação de um valor mobiliário para fins de **hedge** é uma decisão autônoma, não influenciada **a priori** pela outra parte do derivativo.

O participante aponta que alguns agentes interpretaram a decisão da CVM no processo 19957.009291/2017-87 como indicativo de que a Autarquia considera que a negociação, por um banco, de ações de emissão de uma companhia, para honrar compromissos assumidos em operação de derivativo referenciada nessas ações, seria entendida também como uma negociação indireta da própria companhia.

Sendo assim, o proposto art. 14-A poderia, na visão desses agentes de mercado, ter como objetivo vedar situações semelhantes, na qual a companhia aberta buscasse recomprar suas ações por meio de derivativos de ações contratados com bancos. Para prevenir essa interpretação, o participante propõe que se esclareça 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 da possibilidade de ser demonstrada qualquer fraude, simulação ou abuso de forma.

Itaú Unibanco apresenta sugestão similar, porém centrada em operações compromissadas com ativos de renda fixa, em linha com comentário anterior, no qual foi frisada a ausência de transferência de riscos por parte do vendedor e a impossibilidade de que operações desse tipo gerem lucro ou prejuízo decorrente de variação de preço do ativo negociado.

A CVM considerou pertinente a exclusão dos termos “direta ou indiretamente” e “por conta de terceiros” do dispositivo em questão, tendo em vista que essas situações já são objeto do art. 20 da Instrução CVM nº 358, de 2002. Este artigo, por seu turno, passou por alterações que reforçam a inaplicabilidade das vedações à maior parte das negociações realizadas por fundos de investimento.

Modificações relacionadas a operações com derivativos não foram consideradas convenientes, tendo em vista a variedade de situações potencialmente abarcadas por tais contratos, inclusive aquelas que buscam produzir os efeitos econômicos que existiriam em negociações das próprias ações pelos agentes sujeitos à vedação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Por outro lado, a sugestão de tratamento excepcional para operações compromissadas foi acolhida, dado que esse caso diz respeito a situação cujo escopo é mais limitado e que pressupõe uma ausência de transferência de riscos que vai ao encontro dos objetivos da regulação.

Considerando que a restrição em questão tem um peso diferenciado para instituições integrantes de conglomerados financeiros, que negociam valores mobiliários usualmente e cujos valores mobiliários de sua emissão possuem elevada liquidez, foi também afastada a incidência da vedação às negociações realizadas por tais pessoas jurídicas, desde que efetuadas no curso normal de seus negócios e dentro de parâmetros preestabelecidos na política de negociação. Essa hipótese de tratamento excepcional abarca negociações da própria instituição financeira e das pessoas jurídicas de seu grupo econômico, não alcançando as negociações de acionistas controladores dessas instituições ou de pessoas jurídicas do grupo econômico de tais acionistas.

Desse modo, as sugestões foram parcialmente acatadas.

Reiterando sugestão similar anterior, ANBIMA sugere que o art. 14-A use o termo “negociações”, em substituição a “operação”, para prevenir leituras indesejáveis, como, por exemplo, o impedimento à entrega de ativos em garantia.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da norma.

2.3 Planos individuais de investimento e desinvestimento (art. 15-A da Minuta e 16 da versão final)

A Minuta trouxe proposta de flexibilização dos requisitos aplicáveis aos planos de investimento e desinvestimento. As modificações apresentadas abrangeram principalmente o rol de pessoas que podem instituir os planos e o prazo mínimo para que os próprios planos, suas modificações e cancelamentos produzam efeitos.

Em relação ao prazo, a Minuta propôs reduzi-lo dos atuais 6 (seis) para 2 (dois) meses.

A esse respeito, AMEC comenta que o período proposto pode ser insuficiente para mitigação de riscos e entende que o mais adequado seria manter os prazos hoje vigentes.

Após ponderar a preocupação trazida pelo participante em conjunto com o objetivo de conferir maior flexibilidade aos planos, a CVM decidiu fixar o prazo em 3 (três) meses, uniformizando-o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

com o prazo de presunção de uso de informação privilegiada por parte do administrador que negocia valores mobiliários após desligar-se da companhia de posse de tal informação.

Os planos de investimento e desinvestimento podem permitir a negociação de valores mobiliários nos períodos imediatamente anteriores à divulgação de formulários ITR e DFP, desde que, dentre outros requisitos, a companhia tenha aprovado cronograma com datas específicas para divulgação de tais formulários.

BMA observa que planos de investimento podem abranger mais de um exercício social, porém as companhias não aprovam cronogramas com tal abrangência, o que cria uma complexidade para o uso de tais planos.

A CVM compreende a preocupação levantada pelo participante, mas entende que a solução não passa por mudança na norma. De todo modo, como os planos requerem apenas 3 (três) meses após sua instituição ou modificação para produção de efeitos, é possível que sejam periodicamente renovados e abranjam a maior parte do exercício social.

Como comentário inicial sobre planos de investimento e desinvestimento, ANBIMA apoia a ampliação da lista de potenciais beneficiários, inovação que pede que seja mantida, ainda que suas demais sugestões não venham a ser acatadas. O participante ressalta a importância dessa medida, especialmente para fundos de investimento e diante da vedação objetiva que se propõe criar. Luiz Felipe de A. Pontes Girão também se manifestou em apoio às mudanças propostas.

Passando à redação do dispositivo, ANBIMA sugere que, em linha com o restante da norma, a menção aos “valores mobiliários” seja acompanhada da expressão “ou a eles referenciados”, ampliando assim a abrangência dos planos.

A sugestão é pertinente e foi refletida na versão final da norma.

Quanto aos possíveis beneficiários do plano, ANBIMA aponta que o § 2º do art. 15-A remete às “pessoas referidas no art. 14-A”, e esse dispositivo, por seu turno, abrange operações “por contra própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente”. Assim, haveria dúvidas sobre os sujeitos efetivamente abarcados por essas possibilidades e sobre se a reversão de ganhos auferidos e perdas evitadas abrangeria pessoas negociando por conta de terceiros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

AMEC traz preocupação semelhante, salientando que a reversão funciona para operações particulares, mas seria inadequada para gestores de fundos de investimento, que não teriam condições de reverter à companhia supostos ganhos potenciais ou perdas evitadas obtidas por seus cotistas. ANBIMA acrescenta que a reversão seria desnecessária para a própria companhia.

ABRASCA sugere redação para o dispositivo que cita especificamente os possíveis beneficiários dos planos de investimento e desinvestimento, alinhando assim sua proposta para esse dispositivo com aquela apresentada para o art. 13, que trata dos agentes sujeitos a presunções relacionadas ao uso indevido de informação privilegiada.

Inicialmente, é válido reafirmar o necessário alinhamento entre os sujeitos alcançados pela vedação autônoma prevista no art. 14-A e os planos de investimento ou desinvestimento referidos no art. 15, § 2º, ambos da Minuta, tendo em vista que tais planos propiciam exatamente o afastamento daquela vedação. Quanto ao alcance do próprio art. 14-A, como comentado em outros tópicos neste relatório, foram feitos ajustes que afastam sua aplicação de membros de órgãos com funções técnicas ou consultivas, e buscam trazer maior clareza sobre operações indiretas e por conta de terceiros.

Adicionalmente, em vista dos comentários recebidos, é importante ressaltar que tendem a ser pouco frequentes situações em que gestores de recursos estejam sujeitos a impedimentos objetivos de negociação. A mera relação de investimento em valores mobiliários da companhia, ainda que em percentuais relevantes e acompanhada do exercício de prerrogativas que acompanham tais direitos, não submete o gestor de recursos de terceiros a essa vedação. Consequentemente, tais investidores, ainda que desejem formalizar planos de investimento não precisarão contemplar obrigação de reversão de perdas evitadas ou ganhos potenciais auferidos.

Desse modo, as sugestões não foram acolhidas.

No tocante à metodologia, ANBIMA pede que seja incorporada previsão capaz de contemplar a incorporação de múltiplas variáveis, necessárias para lidar com a complexidade e multiplicidade da gestão de recursos de terceiros, inclusive a ocorrência simultânea de vários eventos. A título ilustrativo, indica, dentre outras, as hipóteses de rebalanceamento de índices, aplicações e resgates e impacto da valorização dos demais ativos da carteira do fundo.

Tudo isso seria feito preservando o núcleo da norma, que é a retirada da discricionariedade por parte do beneficiário do plano ao efetuar a negociação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Também citando questões associadas à gestão de recursos, AMEC aponta que os planos de investimento possuem dificuldades práticas que tendem a comprometer o cumprimento de deveres fiduciários de gestores com clientes.

Tendo como pano de fundo as mesmas dificuldades que seriam enfrentadas por gestores de recursos, BRF propõe desvincular os eventos que deflagram compromisso irrevogável e irretroatável de negociação dos valores mobiliários da obrigatoriedade de prévia definição de valores e quantidades a serem objeto de negociação. Isso porque um gestor, mesmo que possa especificar eventos que ensejem a negociação (como resgates requeridos por cotistas), não terá como definir de antemão valores e quantidades (que dependerão dos correspondentes resgates).

A norma não predetermina número de variáveis que podem ser incorporadas ao plano, de modo que, em princípio, não há impedimento em moldá-lo de modo a acomodar situações descritas pelos participantes.

Cabe aos próprios autores dos planos avaliar o nível de complexidade com o qual julgam conveniente lidar, especialmente diante do papel de tais planos em servir como defesa contra potenciais questionamentos por terceiros que não participaram da formulação do plano.

Nesse sentido, cabe frisar a importância de que o plano seja passível de verificação, o que significa que não pode remeter a variáveis ou a eventos conhecidos apenas pelos próprios participantes, e, evidentemente, tais eventos ou variáveis tampouco podem estar sob controle dos participantes.

Diante da flexibilidade já permitida pelo texto da Minuta, não foram consideradas necessárias modificações no texto e, por essa razão, as sugestões não foram acolhidas.

ANBIMA sugere que seja excluída do dispositivo que prevê a obrigação de reversão de ganhos auferidos ou perdas evitadas a menção a ganhos “potenciais”, que estaria aludindo a uma hipótese não aferível. Segundo o participante, na medida em que se os ganhos tiverem sido apenas potenciais, não haveria ganhos a serem revertidos.

O termo “potenciais” consta na norma para prevenir a interpretação de que ganhos não realizados financeiramente estariam fora da obrigação de reversão, o que contrariaria frontalmente o objetivo da regulamentação. Mesmo não realizados, tais ganhos representam acréscimo patrimonial do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investidor, obtidos por meio de negócios realizados em desacordo com as premissas do plano de investimento em que se baseia e que, portanto, devem ser revertidos.

Desse modo, a sugestão não foi acolhida.

O art. 15-A, § 3º, da Minuta traz limitações a participantes de planos de investimento ou desinvestimento, em especial a vedação a que sejam realizadas operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações determinadas pelos planos.

ANBIMA sugere que se esclareça se essa restrição também seria aplicável a pessoas negociando por conta de terceiros, como fundos de investimento, cujas estratégias de **hedge** podem ser mais complexas. Nesses casos, poderia ser muito difícil isolar o efeito de determinadas operações para demonstrar que de nenhum modo mitigam efeitos das operações a serem realizadas nos termos do plano de investimento.

O participante sugere ainda a criação de exceção para certas operações de **hedge** usuais para pessoas jurídicas e gestores de recursos negociando por conta de fundos de investimento. Tais operações poderiam ser equivocadamente interpretadas como voltadas a mitigar efeitos econômicos das operações do plano.

Por fim, ANBIMA sugere esclarecimento de que a vedação a que uma pessoa mantenha simultaneamente mais de um plano de investimento ou desinvestimento não impede múltiplos planos com relação a valores mobiliários de diferentes companhias.

Já ABRASCA propõe a inclusão de trecho com objetivo de esclarecer que é possível a manutenção simultânea de um plano de investimento e um plano de desinvestimento, sendo vedada apenas a manutenção de mais de um plano de cada espécie.

A eliminação ou mesmo a modulação da vedação à realização de operações que anulem ou mitiguem efeitos das operações determinadas pelos planos de investimento importaria uma correspondente revisão dos benefícios a eles associados na norma, o que ao final tornaria o plano de investimento um instrumento sem sentido.

Embora a CVM esteja promovendo a presente reforma para flexibilizar e permitir maior uso dos planos de investimento, eles não são ferramentas apropriadas para todas as situações. Investidores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que estejam sujeitos a dinâmicas operacionais complexas e de difícil compatibilização com os compromissos irrevogáveis e irretiráveis inerentes aos planos de investimento podem optar por não se valer dessa ferramenta. Além disso, como já observado anteriormente, gestores de recursos de terceiros podem não ter a necessidade de recorrer a planos de investimento, pois, ainda que sejam acionistas relevantes, não necessariamente estarão sujeitos a períodos de vedação à negociação ou mesmo às presunções de acesso ou uso de informação relevante quando negociarem.

Em relação à manutenção concomitante de planos de investimento envolvendo companhias distintas, a norma não impede essa possibilidade. Um esclarecimento específico a esse respeito na regra não pareceu necessário ou benéfico, pois os comandos da norma (divulgação de informações, vedações à negociação, p. ex.) já são estruturados em torno da companhia emissora dos valores mobiliários em questão, isto é, não abrangem outras companhias a que administradores, membros de conselho fiscal e acionistas estejam ligados. O esclarecimento para essa situação pontual poderia obscurecer a interpretação da regra como um todo.

Quanto ao comentário sobre um plano de investimento e um plano de desinvestimento para uma mesma companhia, vale frisar que o plano deve de fato ser único, ainda que nele possam estar contempladas operações de compra e de venda de valores mobiliários. A CVM optou por manter o texto da Minuta para não gerar dúvidas nesse aspecto.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Diversos participantes comentaram o requisito de que os planos sejam fiscalizados pelo conselho de administração, alegando que seria algo usualmente alheio a atribuições do órgão. ABRASCA, B3 e BMA apresentaram propostas que, com pequenas variações entre si, permitem que tal atribuição seja delegada a outros órgãos.

A CVM considerou a questão pertinente e flexibilizou a norma ao permitir a delegação a outros órgãos, desde que sejam estatutários, para que estejam submetidos aos deveres e responsabilidades previstos na Lei 6.404, de 1976, nos termos de seu art. 160.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ABRASCA sugere, por fim, o retorno de dispositivo atualmente existente na Instrução CVM nº 358, de 2002, segundo o qual o uso da prerrogativa de planos de investimento e desinvestimento deve ser divulgado na política de negociação da companhia.

A necessidade de previsão dos planos de investimento na política de negociação já estava prevista na Minuta, em seu art. 15-A, § 4º, e foi mantida na versão final da norma.

2.4 Política de divulgação (art. 16 da Minuta e 17 da versão final)

A Minuta propôs limitar a obrigatoriedade de adoção de política de divulgação de ato ou fato relevante a companhias registradas na categoria A, com ações autorizadas à negociação em bolsa de valores e com ações em circulação.

CFA concorda com a mudança proposta, por entender que a obrigatoriedade de divulgação de fato relevante existe apenas para informar fatos que possam influir de modo ponderável na decisão de investidores do mercado de compra e venda dos valores mobiliários emitidos por companhia aberta ou na cotação de tais valores mobiliários, nos termos da lei e da regulamentação da CVM.

A versão final da norma mantém as modificações apresentadas na Minuta.

2.5 Negociações indiretas (art. 20 da Minuta e 21 da versão final)

A Instrução CVM nº 358, de 2002, em seu art. 20, estende suas vedações e obrigações de comunicação a negociações indiretas por parte das pessoas referidas na norma, quer se deem por meio de controladas, quer se deem por meio de terceiros com quem seja mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações. O parágrafo único desse dispositivo esclarece que negociações realizadas por fundos de investimento não são negociações indiretas de seus cotistas, mas para isso é necessário que o fundo não seja exclusivo e que as decisões de negociação do administrador não possam ser influenciadas pelos cotistas.

A Minuta não trouxe propostas de alterações a esse dispositivo, porém diversos participantes apontaram sua relação com outros temas objeto da Audiência Pública.

ANBIMA entende inadequado presumir de forma absoluta que toda negociação de fundo exclusivo é uma negociação indireta de seu cotista, como a redação atual do dispositivo indica. Uma melhor solução seria submeter essa situação a um regime de presunção relativa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Para ilustrar as dificuldades que o atual regime traria, o participante destaca duas situações. A primeira é a de fundos exclusivos de seguradoras e entidades abertas de previdência complementar, geridos discricionariamente por profissionais habilitados pela CVM, sujeitos à segregação de atividades preconizada pela Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015. O mais comum para casos assim é que não se esteja diante de negociação indireta ou influência do cotista, a qual, se eventualmente existir, estará refletida por previsão de algum mecanismo de influência no regulamento do fundo.

A segunda situação destacada pelo participante envolve fundos exclusivos dessas mesmas seguradoras e entidades abertas de previdência complementar, no caso de planos geradores de benefício livre (PGBL) e vida gerador de benefícios livres (VGBL) na fase de acumulação, independentemente da contratação ou não de gestor profissional para gerir os recursos dos correspondentes fundos exclusivos. Nessas situações, as oscilações positivas das cotas são revertidas para o titular do plano, sem impacto para a seguradora ou entidade de previdência, que apenas nominalmente constam como cotistas do fundo. Novamente, o mais razoável para tais casos, na visão do participante, seria presumir que negociações do fundo não são negociações indiretas dos cotistas.

Quanto a esses dois casos, a Resolução CNSP nº 321, de 15 de julho de 2015, já veda a aplicação em cotas de fundos de investimento cuja carteira contenha títulos e valores mobiliários de emissão ou coobrigação das seguradoras e entidades abertas de previdência complementar, bem como de outras partes a elas relacionadas, ressalvada a hipótese de ações integrantes de índice de mercado que seja referência para a política de investimento do fundo e na proporção da participação de cada ação no referido índice.

Essa limitação decorrente da legislação especial, segundo o participante, afastaria as preocupações combatidas pela Instrução CVM nº 358, de 2002, no que tange a tais entidades, tornando ainda desnecessária e onerosa a submissão dessas entidades à vedação objetiva prevista na Minuta. Nesse sentido, propõe a inserção no art. 20 de um dispositivo que excepcione a incidência do art. 14-A para tais situações.

Por fim, e com base em razões similares, ANBIMA sugere que a incidência do art. 14-A seja excepcionada também em relação a intermediários atuando para atender demandas de seus clientes ou gerir exposições decorrentes do atendimento de tais demandas e, ainda, demandas típicas de tesourarias de instituições financeiras, de forma similar ao que atualmente prevê o art. 48 da Instrução CVM nº400, de 29 de dezembro de 2003. O pleito se estende ainda a negociações de certificados de operações



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

estruturadas – COE, nesse caso por estarem atrelados à performance de ativo subjacente, de modo que não havendo razão para vedar negociações antes da divulgação de demonstrações financeiras do emissor dos certificados.

A respeito do art. 20, B3 traz sugestões similares em essência, porém mais limitadas em abrangência. O participante propõe modificação do parágrafo único cujo efeito seria descaracterizar como negociações indiretas aquelas realizadas por fundos de investimento, com base em estratégias passivas, não discricionárias e sem influência direta das pessoas mencionadas na norma.

A sugestão de tratar a negociação realizada por fundo exclusivo como uma negociação presumida, de modo relativo, do cotista desse fundo foi considerada pertinente e refletida na norma.

Além disso, em linha com os comentários recebidos, mesmo para fundos exclusivos, previu-se a inaplicabilidade dessa presunção no caso de fundos cujos cotistas sejam seguradoras ou entidades abertas de previdência complementar e que tenham por objetivo a aplicação de recursos de plano gerador de benefício livre (PGBL) e de vida gerador de benefícios livres (VGBL), durante o período de diferimento.

Não foram acolhidas as demais sugestões que buscam tratamento análogo ao da Instrução CVM nº 400, de 2003, no que tange às vedações a negociações.

Isso porque aquela norma trata de limitação com potencial mais amplo, na medida em que abarca quaisquer valores mobiliários que naquele momento estejam sendo ofertados publicamente, por parte de instituições intermediárias, as quais têm entre suas atividades usuais tanto a atuação em ofertas públicas de distribuição como a negociação de valores mobiliários no mercado. É razoável, portanto, que as exceções sejam também mais amplas, de modo a mitigar os ônus a que esses agentes se sujeitam.

Já a situação tratada na Instrução CVM nº 358, de 2002, é a dos valores mobiliários de um emissor em particular, que se mantém constante ao longo do tempo, e cujas restrições à negociação incidem por períodos menores e mais previsíveis.

Assim, as sugestões foram parcialmente acatadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2.6 Outros tópicos

Luiz Felipe de A. Pontes Girão sugere que a CVM modifique o art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que trata da informação prestada pelos administradores a respeito de negócios por eles realizados. Citando práticas do mercado norte-americano e evidências empíricas, o participante acredita que informações mais tempestivas sobre negócios de **insiders** aumentariam a eficiência do mercado e inibiriam operações suspeitas.

Assim, o participante defende (i) uma redução do prazo para reporte, que atualmente pode chegar a 40 (quarenta) dias, para 2 (dois) dias, (ii) reporte de negócios em nível individual, em vez de consolidado por órgão, (iii) discriminação sobre o uso de alavancagem ou não e (iv) justificativa para a operação.

A CVM enxerga benefícios na sugestão, porém também vislumbra maiores custos de observância e necessidade de adaptação de sistemas de envio de recepção de informações. Por esses motivos e, ainda, por já ter sido ultrapassado o estágio em que outros participantes poderiam apresentar contribuições sobre uma eventual mudança no sentido sugerido, a proposta não foi acolhida.

Helmar Rosa sugere que a norma passe a exigir dos gestores de fundos de investimento, ao comunicarem ao mercado o aumento de participação em determinado ativo, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, reportem não apenas o CNPJ próprio gestor, mas o dos fundos específicos, viabilizando a consulta pública às informações de tais fundos na página da CVM na rede mundial de computadores. O participante propõe ainda que nesses casos a gestora informe se o fundo é “público, aberto aos acionistas, ou privado”.

CFA sugere a criação de uma norma própria, separada da Instrução CVM nº 358, de 2002, que verse sobre regras de prevenção e punição do uso indevido de informação privilegiada no Brasil de forma geral, sem o foco específico em companhias abertas.

As sugestões foram consideradas fora do escopo da presente Audiência Pública e, por isso, não foram acatadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2021.

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado