PROCESSO CVM RJ 2002/06749 - REGISTRO COLEGIADO 3925/2002

CONSULTA - FLEXIBILIZAÇÃO NA APLICAÇÃO DE DISPOSITIVOS DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002

INTERESSADA: "INVESTIDOR PROFISSIONAL"

RELATOR: DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

RELATÓRIO

Trata-se de consulta em que a Investidor Profissional manifesta seu interesse na *"aplicação mais flexível"* de dispositivos da Instrução CVM nº 358/2002 (fls. 02), tendo em vista a negociação de ações de emissão de Saraiva S/A Livreiros e Editores pertencentes a carteiras de fundos administrados pela interessada.

Explica a IP que *"diversos fundos e carteiras exclusivas geridas pela Investidor Profissional são acionistas de Saraiva"* e que *"eu, Alberto Ribeiro Guth, sou conselheiro de administração da Saraiva S/A Livreiros e Editores e também sócio da Investidor Profissional"* (fls. 01).

É cediço que a Instrução CVM nº 358/2002 estabelece vedações à negociação de papéis, em determinados períodos, por parte de administrador da companhia emissora ou pessoa a ele vinculada. *In verbis*:

"VEDAÇÕES À NEGOCIAÇÃO

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§ 2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do *caput* se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

§ 3º A vedação do *caput* também prevalecerá: (NR)

I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e (NR)

II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim. (NR)

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia.

§ 5º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria. (NR)

§ 6º A vedação prevista no *caput* não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembléia geral.

§ 7º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15."

As razões apresentadas pelo interessado foram assim resumidas pela SEP, que analisou previamente a questão:

a. *"os fundos administrados pela IP, em razão de sua própria natureza, são passíveis de resgates e aplicações de cotistas, que reduzem ou aumentam o patrimônio investido nos fundos a qualquer momento;*

b. *é necessário, diante dos sucessivos resgates e aplicações, que os fundos estejam realizando permanentemente a compra e venda de ações, inclusive as emitidas pela Saraiva;*

c. *face às oscilações de preço entre as ações da Saraiva e as demais ações no mercado, faz-se necessária a compra e venda dos títulos, visando evitar alterações relevantes na composição da carteira, de forma que não ocorra uma variação superior a 3% na participação de ações da Saraiva nos fundos, em relação ao registrado na data anterior aos períodos referidos na Instrução, ou ainda, variações de preço destas ações comparadas às outras ações componentes dos fundos"* (fls. 04).

A interessada dispõe que *"de acordo com a IN* (sic) *358/02 da CVM, e com a Política de Negociação adotada pela empresa, há vedações para negociação em diversos períodos, a saber:*

- *15 dias anteriores à divulgação dos ITRs, IANs e DFPs.*
- *Outros períodos de black-out divulgados pelo DRM da empresa"*

Em razão de tais vedações, a IP vem *"solicitar autorização para ter o direito de comprar ou vender ações da* (Saraiva)*, nos períodos acima referidos, de forma a evitar que a participação das ações da EMPRESA em cada um dos FUNDOS varie em mais de 3% ...em relação ao registrado na data anterior ao início dos referidos períodos, para mais ou menos por conta de aplicações ou resgates de clientes, ou variações de preço relativo destas ações comparadas às outras dos FUNDOS"* (fls. 02).

Ao ensejo, a SEP posicionou-se no seguinte sentido:

"A leitura do § 4º do artigo 13 da Instrução nos remete ao 'caput' do referido artigo, estabelecendo a vedação de negociação das ações pela própria companhia emissora, por seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia.

...o texto da norma é expresso e contundente, ao proibir que sejam negociadas ações da companhia pelas pessoas supracitadas. A referida proibição se estende àqueles relacionados às pessoas mencionadas, hipótese à qual se amolda o caso em tela, segundo o nosso entendimento, visto que um dos conselheiros da companhia é, ao mesmo tempo, sócio da IP, razão pela qual aos fundos administrados por aquela instituição se aplica a proibição de negociar as ações de emissão da Saraiva.

A política de negociação das ações da companhia, aprovada pelo conselho de administração, nos termos do artigo 15 da Instrução, não deve infringir qualquer uma de suas disposições, entre as quais a proibição estabelecida no § 4º do artigo 13, que trata da negociação no período anterior à divulgação das informações periódicas da companhia.

Corrobora o nosso entendimento a interpretação, a contrario senso, do texto do § 7º do artigo 13, conforme segue: "As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos e indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação, aprovada nos termos do artigo 15." O texto mencionado expressamente prevê que a política de negociação poderá afastar a incidência das vedações previstas no caput e §§ 1º a 3º do art. 13, excluindo, portanto, a hipótese de se excepcionar a vedação do § 4º do referido artigo.

Finalmente, o artigo 15 , §1º, II, dispõe que a política de negociação de ações deverá necessariamente conter a vedação de negociações, no mínimo, no período de 15 dias anteriores à divulgação das informações trimestrais e anuais da companhia, restando claro o entendimento de que a política de negociação não deve excepcionar a referida vedação sob qualquer hipótese.

Face ao exposto, entendemos que a Instrução não deve ser flexibilizada, inclusive no que concerne à vedação da negociação de ações no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação de informações trimestrais e anuais da companhia, inclusive, para pessoas ligadas aos administradores, como no caso em tela ...restando gravemente prejudicado o objetivo da referida norma. (...)" -fls. 05 e 06.

É o Relatório.

VOTO

Concordo com a essência da conclusão da SEP, acrescentando as seguintes considerações:

A vedação à negociação com ações de companhia aberta em período próximo e anterior à divulgação de fato relevante ou das informações periódicas da companhia - vedação esta que atinge membros de seu conselho de administração e quaisquer pessoas que tenham tido acesso a essas informações ainda não divulgadas - tem por objetivo proteger o mercado de valores mobiliários contra a atuação de pessoas detentoras de informações privilegiadas, o que caracterizaria um desequilíbrio informacional que, conseqüentemente, impregnaria esse mercado de ineficiência, em termos econômicos. Juridicamente, poderíamos ver a vedação como uma forma de se impedir o enriquecimento sem causa. Em resumo, a vedação prevista no art. 13 da Instrução CVM nº 358 pretende coibir o chamado *insider trading*.

Trata-se de uma medida de caráter preventivo que entendo necessária, dada a dificuldade em se adotar, em certas situações, uma medida meramente repressiva e dependente de maior dilação probatória, já que, no limite, seria impossível adentrar o íntimo do *insider* para verificar se ele atuou movido pela informação privilegiada que detinha ou por interesses alheios a essa informação.

A solicitação da IP pode ser analisada por esse prisma. Pretende a interessada obter uma "autorização" para negociar ações de companhia em que funciona como administrador - um *insider*, nos termos da regulação - em períodos em que tal negociação a ela é vedada, justamente por serem proximamente anteriores à divulgação de fato relevante ou informações periódicas dessa companhia.

Lembre-se que tais fatos e informações podem influenciar cotações ou decisões de investimento que envolvam os valores mobiliários emitidos pela companhia, característica esta firmada na regulação vigente.

Alguém poderia afirmar que é justamente para nortear suas decisões de investimento, que esse investidor profissional possui cadeira no conselho de administração da companhia investida.

Isso para alguns pode ser considerado boa prática de governança corporativa, embora outros aí vislumbrem a possibilidade de configurar-se eventualmente uma certa divergência de interesses: de um lado, o do administrador da companhia, que deve zelar pelos interesses da companhia, de outro o do administrador do fundo, que deve maximizar o rendimento do fundo. Uma boa discussão, sobre a qual não tenho ainda opinião formada, e que poderá ser desenvolvida em outra sede.

De todo modo, não se pode olvidar que o mercado não é formado apenas por investidores com presença na administração das companhias emissoras. Ora, são os demais investidores - o chamado mercado - que demandam a tutela formulada pela Instrução CVM 358, quer sejam acionistas da companhia, quer pretendam sê-lo, quer nem pensem nisso no momento.

Todos são titulares do direito à eqüidade da informação, para o bem da eficiência econômica do mercado e para evitar-se o jurídica e moralmente repudiado enriquecimento sem causa, como já dito.

Assim, entendo que a participação direta de investidores na administração das companhias naturalmente pressupõe os respectivos deveres, responsabilidades e limitações legais.

Nessa linha, um dos ônus inerentes a essa posição privilegiada é a restrição à negociação em determinados períodos. Resta ao administrador de recursos - e a seus clientes - ponderar as vantagens e desvantagens de tal condição.

Há de se considerar, contudo, que a requerida autorização para negociar não é indiscriminada, pois os negócios autorizados seriam apenas aqueles realizados com o objetivo de evitar que a participação das ações de emissão da companhia, em cada um dos fundos administrados pela empresa da qual é sócio um de seus conselheiros de administração, *"varie em mais de 3% em relação ao registrado na data anterior ao início dos referidos períodos, para mais ou menos, por conta de aplicações ou resgates de clientes, ou variações de preço relativo destas ações comparadas às outras dos fundos"* (cf. fls. 02).

Caso fosse possível conceder tal autorização, os fundos se tornariam aptos a negociar com ações nos períodos "proibidos", desde que tais negócios servissem para recompor a carteira em função de aplicações e resgates - fatos que dependeriam, aparentemente, apenas da vontade do cliente - ou em função de variações de preço relativo destas ações.

Concordo que tais condições reduziriam em boa medida o grau de discricionariedade do administrador e os limites de sua atuação, mas seriam capazes de impedir, de forma definitiva, uma atuação também motivada por informações privilegiadas?

Volto a lembrar a impossibilidade prática de se estabelecer uma "fronteira" na volição do investidor, aliada à possibilidade teórica de se confundirem as motivações de recompor a carteira e de aproveitar uma informação relevante ainda não divulgada.

Também reconheço a relevância, e vislumbro as peculiaridades da atividade dos investidores profissionais, mas entendo que a índole privada de seu negócio coloca seus interesses num patamar que deve ser relativizado em função da índole pública que envolve a tutela do mercado como um todo.

Ademais, uma negociação, tanto para investir quanto para desinvestir, quando motivada por variações de preço relativo das ações, envolve, ao que me parece, uma decisão livre da necessidade de corresponder às ordens de aplicação ou resgate de cotas, prendendo-se apenas à política de investimentos adotada pela gestão do fundo, a qual pode ter sido definida pelo administrador do fundo que, no caso, é um *insider*.

Insider legítimo, é verdade, mas cuja atuação é restringida pela regulação justamente para se evitar que suas contrapartes nos negócios acabem numa indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade - para usarmos os termos da Instrução CVM 08.

Considerados todos esses aspectos, entendo que uma autorização da natureza da requerida necessariamente pressuporia um aparato de fiscalização apto a verificar a correspondência das negociações dos fundos nos períodos "proibidos" com a política de investimentos adotada pelo fundo e as ordens de aplicação e resgate por ele recebidas, restando verificar se a manutenção de tal aparato, para verificar apenas uma situação isolada, se justificaria.

Assim, acredito não ser conveniente "flexibilizar-se" a aplicação da norma apenas para uma situação ou administrado, em particular. Uma decisão dessa natureza, a meu sentir, além de poder criar um certo privilégio no mercado de valores mobiliários, poderia também gerar, ao menos em tese, um despropositado desequilíbrio no mercado de administração de recursos de terceiros.

Mais apropriado seria que a questão fosse analisada, de forma genérica e abstrata, num âmbito de reforma da Instrução CVM 358, ao qual não me oponho.

É como voto.

Rio de Janeiro, 12 de março de 2003

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor Relator